

Ш.Ш.ШОҲАЪЗАМИЙ

ТИЗИМЛИ МОЛИЯ ИНЖИНИРИНГИ



ТОШКЕНТ

**ЎЗБЕКИСТОН РЕСПУБЛИКАСИ
ОЛИЙ ВА ЎРТА МАХСУС ТАЪЛИМ ВАЗИРЛИГИ**

ТОШКЕНТ МОЛИЯ ИНСТИТУТИ

Ш.Ш.ШОҲАЪЗАМИЙ

ТИЗИМЛИ МОЛИЯ ИНЖИНИРИНГИ

ТОШКЕНТ – 2012

УДК: 336 (072)

КБК 65.261

Ш82

Ш82

Шоҳъазамий Ш.Ш. Тизимли молия инжиниринги.
Монография. –Т.: «Fan va texnologiya», 2012, 796 бет.

ISBN 978-9943-10-618-5

Монография тизимли молия инжинирингининг фундаментал асос-ларига ва улар доирасида молия-кредит тизимини инновацион ривож-лантириш билан боғлиқ илмий ва амалий муаммолар ечимига бағишланган. Унда берилган натижалар тизимли молия инжинирингининг (янги илмий ва амалий йўналиш сифатида) терминологик аппарати, билимлар тизими ва методологик базисини шакллантирган. Ушбу иши инновацион иктисод ва молия-кредит соҳа мутахассислари ва олимлари учун мулжалланган бўлиб, иктисодиёт йўналишидаги олий ўқув юртларининг профессор-ўқитувчилари ва талабалари учун ҳам фойдали.

Монография посвящена фундаментальным основам системного финансового инжиниринга и решению на их основе научных и практических проблем инновационного развития финансово-кредитной системы. Представленные в ней результаты формируют терминологический аппарат, систему знаний и методологический базис системного финансового инжиниринга как нового научного и практического направления. Она предназначена для специалистов и ученых, занимающихся в области инновационной экономики и финансово-кредитной сферы, а также преподавателям и студентам экономических вузов.

УДК: 336 (072)

КБК 65.261

Такризчилар: Ҳайдаров Н.Х. – Тошкент молия институтининг илмий ишлар бўйича проректори, и.ф.д., профессор; Иминов О.К. – Ўзбекистон Республикаси Президенти ҳузуридаги Давлат ва жамият қурилиши академиясининг Олий бизнес мактаби директори уринбосари ва «Молия» кафедраси мудири, и.ф.д., профессор; Мирзаев Ф.И. – Ўзбекистон Республикаси Банк-молия академиясининг малака ошириш факультети декани, и.ф.д.

ISBN 978-9943-10-618-5

© «Fan va texnologiya» нашриёти, 2012.

КИРИШ

Инновацион молия ғояси инновацион иқтисодиёт тушунчасидан фарqli молиявий-иқтисодий ривожланишнинг барча замон даврлари, фаза ва турлари ҳамда моделлари хосса, хусусиятлари ва қонуниятларига мос равишда узлуксиз ривожланиб келган, келмокда ва келади. Бунинг бош омили – рақобат ва молиявий хавфсизлик талабларининг узлуксиз ўсиб бориши бўлиб, уларни қондириш фақат турли молиявий инновациялар воситасида амалга оширилган. Бунда айнан молия инжиниринги, унинг молиявий ижод методологияси ва инновациялари инновацион молия воситаси бўлиб хизмат қилмокда.

Ҳозирда молия инжиниринги методологиясига асосланган инновацион молия фундаментал, амалий ва инновацион илмий тадқиқотлар, техник ва технологик инновациялар, умуман илмий-техникавий тараққиёт ҳамда ҳар қандай инновация трансферини катализатори, рағбатлантирувчи инновацион молиялаштириш ва қайта молиялаштириш таъминоти шакли ва тизими сифатида намоён бўлмокда.

Дунёнинг ҳар қандай мамлакати, жумладан, Ўзбекистоннинг инновацион ижтимоий-иқтисодий тараққиёти кўп жиҳатдан молия-кредит соҳаси (МКС)нинг¹ инновацион ривожланиши жараёнларига боғлиқ бўлиб, бундай жараёнлар ушбу соҳага унинг молиявий глобаллашув² шароитида комплекс ва ўзгарувчан таъсир этувчи таъки ва ички омилларга боғлиқ кечади. Ушбу жараёнлар, бизнинг фикримизча, ҳозирда молия инжиниринги (engineering)³ ва унинг инновацияларига (маҳсулотларига) асосланган бўлиб, унинг ёрдамида кенг қамровда (яъни мета-, халқаро меза- ва макроиқтисодий поғонада) халқаро миқёсда миллий МКСларнинг барқарор ва рақобатбардош ривожланиши ҳамда молиявий хавфсизлиги таъминланади. Тор

¹ Илоҳ: Молия-кредит соҳаси (МКС) ва молия-кредит тизими синоним деб қаралади. Жаҳон банкнинг талқинига кўра (www.worldbank.org) МКС давлат ва муниципал молияни, корпоратив молияни (жумладан, молиявий ва номолиявий институтлар молиясини) ва молия бозорини (жумладан қийматли қоғозлар бозорини) ўз ичига олади.

² Молиявий глобаллашув – бу миллий ва минтақавий молия-кредит тизими (МКТ)ларини аста-секин бир бутун очик ва байналминималлашган (интернационаллашган) характерга эга бўлган жаҳон МКТга интеграллашув жараёни бўлиб, бундай МКТ молиявий глобаллашувнинг асосий шаклиларидан бири, жумладан, капиталларнинг халқаро ҳаракати ва инвестицияларни рақобатли жалб қилиниши шакли сифатида намоён бўлади. Бунда унинг таркибидаги жаҳон молия (жумладан, қийматли қоғозлар) бозори халқаро молиявий муносабатларда ўзининг ўта ҳажмдорлигини ва аҳамиятлилигини билан характерланади.

³ “Молия инжиниринги” ва “молия инженерияси” синоним терминлар. Рус тилида молия инжиниринги сузи молия инженерияси деб аталади. Ўзбек тилида эса инженер сузи муҳандислик маъносини билдирибди, айрим ҳолларда унинг инглиз ёки рус тилларидаги сузнинг исмий улар учун байналминимал ва синоним бўлган) шакли – молия инжиниринги ёки молия инженерияси – қўлланилиши мумкин.

камровда (яъни миллий меза-, микро- ва наноиктисодий поғонада) эса миллий МКС институтларининг молия инжиниринги ва унинг инновациялари ёрдамида уларнинг барқарор ва рақобатбардош ривожланиши ҳамда молиявий хавфсизлиги таъминланади.

Агарда МКСдаги инновациялар тарихий ретроспективасини XX-аср бошларигача бўлган давргача таҳлил қилсак, у ҳолда молиявий инновацияларнинг ривожланиш тенденциялари ўз-ўзидан жамиятнинг ривожланиши ҳамда фан ва техника инновациялари тарихи билан бевосита боғлиқликда шаклланган десак хато бўлмайди. Ҳозирги шароитда эса замонавий молия инжиниринги (кенг ва тор камровларда комплекс қаралса) жаҳон ва миллий молия-кредит тизимлари (МКТ)нинг уйғунликда инновацион ривожланиши катализатори ҳамда бундай ривожланишни таъминлайдиган молиявий ижод методологияси ва инновациялар яратиш усули, воситаси эканлиги яққол куринади. Бунда ўз-ўзидан молия инжиниринги традицион ва инновацион иқтисодиёт⁴ ривожининг бош омилларидан бири эканлиги намоён бўлади.

Жаҳон иқтисодиёти амалиёти ривожланишининг муайян давра-рида янгида-янги молиявий муносабатларнинг ва уларнинг ҳар бирига мос келадиган инновацион воситаларнинг пайдо бўлиши билан бирга уларга ҳос равишда иқтисодиёт ва молия илм-фанлари қаторига доимо янги йўналиш ва қарашлар қўшилиб борганлиги барчага маълум. Бунда айниқса инновацион молия ғояси ва молиявий инновациялар билан боғлиқ қарашлар ва йўналишларнинг ўрни аҳамиятлидир. Чунки улар иқтисодиётнинг самарали ва инновацион ривожланиши катализатори бўлиб хизмат қилиб келмоқда. Бундай инновацион ривожланиш МКСнинг барча бўғинларига (давлат, муниципал, корпоратив молияга ва молия бозорларига) ҳос турли ихтисослашган амалий концепцияларни вужудга келишини таъминлаган. Аммо ҳанузгача яхлит назарий концепция шаклланмай қолмоқда. Чунки ҳозирда МКСда долзарб бўлиб турган илмий муаммо – бу молия инжинирингининг фундаментал асосларини ташқил этувчи назарий масалалар фрагментар тарзда бўлиб, асосан илмий базиси тулиқ булмаган амалий натижалар кўринишида мавжуд, лекин улар ўз ечимини илмий нуқтаи назардан тизимли ва комплекс асосда ҳанузгача топмаган. Бунинг тасдиғи сифатида охириги 40 йил мобайнида қатор ҳориж иқтисодчилари⁵ томонидан чоп этилган илмий ишларда юқоридаги илмий муаммонинг тулиқ тизимли ва

⁴ Теория инновационной экономики: учебник/под ред. О.С. Белокрыловой. -Ростов н/Д.: Феникс, 2009. -376 с.

⁵ Дж. Мюрдаль, В. Бокас. Финансовая инновация: новое руководство по финансовым нововведениям. Пер. с англ. -М.: Инфра-М, 1998; М.Гудфренд, Ж.Партемо, Б.Сандер. Современные финансовые инновации. Пер. с англ. -М.: Инновэкс, 1997; D. Germany, J.Norton. Financial Innovation and Deregulation in Foreign Industrial Countries. -Washington: Federal Reserve Bulletin, 1985; V.Silber. The process of Financial Innovation. Washington: American Association economic review, 1983; В. Бокаров. Финансовый инновационный. -СПб.: Питер, 2004; Ю. Капелюцкий. Финансовый инновационный с использованием новых бумаг. -М.: Финансовая Академия при Правительстве РФ/Авторферат канд. диссертации, 1998; П. Кутелев, И. Миншурова. Технологии реинновационного бизнеса. -М.: ИКИ «Март», 2003; Е.Ойзмэн, Э.Полос. Реинновационный бизнес: реинновационный организации и информационные технологии. -М.: Финансы и статистика, 1997; Б.Ратенбург, А.Стебученко. Инновационный и моделирование бизнеса. -М.: Тандем, 2001; Ф.И.Ерещко. Системный анализ и финансовое инновационный/mailto:fereshko@ccas.ru.

комплекс ечилмагани, демак, молия инжинирингининг фундаментал асослари ҳали тўлиқ шаклланимагани таъкидланган. Хулоса сифатида ушбу олимлар ва муаллиф⁶ томонидан соҳа олимларининг бу борадаги ҳаракатларини бирлаштириш мақсадга мувофиқ деган фикр илгари сурилмоқда. Қўрилган илмий ишларда (муаллифниқидан ташқари) молия инжиниринги корхоналар молияси соҳаси (Дж.Финнерти, В.Бочаров, Е.Ойхман, П.Кутелев, И.Мишгурова, Э.Попов, Б.Рапопорт, А.Скубченко, Ф.Ерешко кабилар) нуктаи назаридан ёки қимматли қозғалар билан боғлиқ инновациялар соҳаси (Дж.Маршал, В.Бонсал, Ю.Капелинский, М.Гудфренд, Д.Герману, Дж.Нортон кабилар) нуктаи назаридан қўрилган. Уларда молия инжинирингининг тизимли ва комплекс концепцияси шакллантирилмаган.

Таъкидлаш жойизки, молия инжиниринги фундаментал базисининг ривожланиши нуктаи назардан соҳа бўйича Ўзбекистон ва хориж мамлакатлари таҳминан тенг. Аммо молия инжиниринги амалиёти соҳасида хориж мамлакатларини Ўзбекистон билан солиштириб бўлмайди. Бунда таъкидлаш зарурки, хорижда амалий молия инжиниринги жадал ривожланган бўлиб, маҳсулотлари амалиётда махфий қўлланилади, молия инженерлари эса ўта махфий ва ўта юқори даромадли мутахассислар ҳисобланади, бу эса Ўзбекистон шароитида хориж тажрибасини қўллашда бир мунча қийинчиликлар келтириб чиқармоқда. Хорижда амалий молия инжиниринги маҳсулотлари интеллектуал мулк бозорида махсус механизм доирасида махфийлик асосида конъюнктурага эга. Ўзбекистонда бу соҳада яқин бозор ҳали тўлиқ шаклланимаган бўлсада, лекин молиявий инновацияларга давлат ва нодавлат ташкилотлари томонидан қизиқиш билдирилмоқда.

Умуман олганда, молия инжиниринги илм-фани йўналишида хориж ва Ўзбекистондаги тадқиқотлар юқорида келтирилган олимлар томонидан жадал олиб борилмоқда. Ушбу тадқиқотларнинг натижалари айниқса глобаллашув жараёнларини жадал ривожланиб бораётганлиги туфайли давлатимизнинг замонавий макроектисодий сиёсати контекстида молиявий рақобатбардошлилик ва хавфсизлик масалалари, анти-инфляций чора-тадбирлар ва иктисодиётни модернизациялаштиришни амалга оширишда Ўзбекистон учун молиявий инновацияларнинг зарурлиги билан белгиланади. Бу эса давлатнинг замонавий прогрессив макроектисодий ва фаол инвестиция сиёсати контекстида жаҳон амалиётидаги МКС инновацион ривожланиши тенденцияларини чуқур ва кенг ўрганиш асосида МКТ инновацион ривожланиши методологияси ва проблематикасини ўрганивчи ва молия илм-фани учун янги бўлган тизимли молия инжинирингининг илмий концепциясини,

⁶ Шоҳхазратов Ш.Ш. Основы финансового инжиниринга.-Т.: Iqtisod-moliya, 2005.-264 с.

фундаментал асосларини шакллантиришни тақазо этади. Зеро давлатнинг бундай сиёсати мамлакатда барқарор иқтисодий ўсиш ва инвестицион ривожланишни таъминлашда молиявий инновацияларнинг кенг жорий қилинишни талаб қилади. Бу эса Ўзбекистон шароитига мос келувчи молия инжинирингининг тизимли молиявий ижод ёндашувига асосланган терминологик аппарати ва назарий-методологик базисини ишлаб чиқиш муаммоси долзарблигини билдиради.

Шунинг учун ҳам мазкур илмий монографиянинг мақсади инновацион молия ҳолатининг асоси бўлган тизимли молия инжинирингининг яхлит фундаментал асосларини ва улар негизида молия-кредит тизимини инновацион ривожлантириш билан боғлиқ илмий тақлиф ва амалий тавсиялар ишлаб чиқишга қаратилган.

Бу мақсадга эришиш молиявий инновациялар соҳасида шу вақтгача тушланган терминологик аппарат, билимлар тизими ва методологик асосларни тизимлаштириб таҳлил қилишни, МКС ва унинг барча жабҳаларини — давлат ва муниципал молияни, корпоратив молияни ва молия бозорини — комплекс қаралиши ва тизимли инновацион ривожлантиришнинг илмий-методологик базисини ва унинг асосида муаммолари ечимининг амалий механизмларини тақазо этади.

Тизимли молия инжиниринги (ТМИ) ҳолати ва унинг ҳар бир йўналиши мазмунан ва шаклан Жаҳон банки ва Халқаро валюта фонди томонидан МКС таркибига берилган тавсифига тўғридан-тўғри мос келади.

Тадқиқот объектлари: молия-кредит тизими, унинг молиявий инновациялари ва улар бозори.

Тадқиқотнинг предмети: инновацион молия ҳолати доирасида тизимли молия инжиниринги ривожини шакллантирувчи омиллар, молиявий илҳом жараёнига ҳос ҳосса ва қонуниятлар ҳамда молиявий инновациялар яратилиши жараёнларига мансуб муносабатлар.

Тадқиқот методлари: диалектик ва тизимли ёндашувлар, ижод методологияси, гурҳлаш ва маълумотларга статистик ишлов бериш усуллари, иқтисодий-математик моделлар, корреляцион-регрессион ва солиштирма таҳлил, синтез, баҳоратлаш, моделлаштириш, экстраполяция ва эксперт таҳлил.

Монография икки қисмдан иборат. Биринчи қисми тизимли молия инжинирингининг фундаментал асосларини ишлаб чиқишга ва иқтисодиётни инновацион ривожланишидаги аҳамиятини асослаб беришга бағишланган.

Иккинчи қисми тизимли молия инжиниринги амалиётида учрайдиган амалий масалалар ва уларнинг назарий-амалий ечими берилган ҳамда Ўзбекистон шароитида қўлланилиши мумкин бўлган

баъзи инновацион маҳсулотлар ишлаб чиқилиб амалиётга тadbик этилган.

Монография Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамаси ҳузуридаги Фан ва технологияларни ривожлантиришни мувофиқлаштириш кўмитаси томонидан ажратилган давлат гранти асосида ОТ-Ф7-004 – “Молия инженериясининг фундаментал асосларини тадқиқ этиш ва ривожлантириш” (“Исследование и развитие фундаментальных основ финансовой инженерии”) мавзусида 2007-2011 йилларда проф. Шохмансур Шохъазамийнинг ғояси асосида ва илмий раҳбарлиги остида бажарилган фундаментал илмий-тадқиқот иши натижалари ва ушбу грант маблағлари ҳамда муаллифнинг молия инжиниринги соҳаси бўйича 20 (йигирма) йиллик изланиши ва амалий тажрибаси натижалари асосида ёзилиб чоп этилган.

Бунда муаллиф ғояси доирасида ва илмий раҳбарлигида мазкур грант бўйича бажарилган лойиҳа ва монографиядаги алоҳида масалаларни чуқурроқ ёритиб бойитилишига ёрдам берган ва муаллифни руҳан қўллаб-қувватлаган Ф.А. Ҳамидова, Ф.Т. Мухамедов, Ж.И. Каримқулов, Б.Қ. Сатторов, Н.М. Махамаджонов, Б.С. Шоюсупов, А.А. Абдуқаюмов, С.А. Қорабоев, С.С. Сайдалиев, Н.К. Абдурахимов, Д.К. Абдурахимова, Ш.З. Давронов, Шохрасул Ш. Шохъазамий, Ш.Ш. Зуфарова, А.Ю. Мадаминов, Л.А. Сайдирасулов, Ж.Ф. Каримов, Ж.Р. Дадажонов, М.А. Акбаров, Б.Ғ. Кудратов, Б.И. Жиянов, Р.А. Кабиров каби шогирдлар ва ҳамкасабаларга ҳамда тақризчиларга алоҳида миннатдорчилик билдираман.

Монография инновацион молия, молия-кредит соҳаси ва уни инновацион ривожлантириш муаммолари билан шуғулланувчи олимлар ва мутахассислар учун мўлжалланган. Шу билан бирга, мазкур илмий иш натижалари иқтисодиёт ва бизнес йўналишларидаги олий ўқув юртлари ҳамда малака ошириш ва қайта тайёрлаш муассасалари ўқув жараёнида ҳам фойдалидир.

I ҚИСМ. ТИЗИМЛИ МОЛИЯ ИНЖИНИРИНГИНИНГ ФУНДАМЕНТАЛ АСОСЛАРИ ВА ИҚТИСОДИЁТНИ ИННОВАЦИОН РИВОЖЛАНИШИДАГИ АҲАМИЯТИ

I БОБ. ТИЗИМЛИ МОЛИЯ ИНЖИНИРИНГИ: ТУШУНЧАЛАР, НАЗАРИЙ ҚАРАШЛАР ВА ДЕТЕРМИНАНТЛАР⁷

1.1. Молия инжинирингининг мазмуни ва методологик асослари

Дунёнинг ҳар қандай мамлакати, жумладан Ўзбекистоннинг ижтимоий-иқтисодий тараққиёти кўп жиҳатдан мамлакатнинг инновацион молиясига асосланган молия-кредит соҳаси (МКС)нинг⁸ инновацион ривожланиш жараёнларига боғлиқ бўлиб, бундай жараёнлар ушбу соҳага комплекс ва ўзгарувчан таъсир этувчи ташқи ва ички омилларга боғлиқ кечади. Ушбу жараёнлар, бизнинг фикримизча, ҳозирда молия инжиниринги⁹ ва унинг инновацияларига (маҳсулотларига) асосланган бўлиб, унинг ёрдамида кенг қамровда (мета-¹⁰, халқаро меза-¹¹ ва макро-¹² иқтисодий поғона ёки даражада) халқаро миқёсда ва миллий МКСларнинг барқарор ва рақобатбардош ривожланиши ҳамда молиявий хавфсизлиги таъминланади. Тор қамровда (яъни миллий меза¹³ ва микро¹⁴ иқтисодий даражада) эса миллий МКС институтлари, индивидум ва улар уй хўжаликларининг (яъни нано¹⁵

⁷ Ушбу бобда молия инженериясининг назарий асослари ва унга боғлиқ бўлган инновацион молия ҳамда молия инжиниринги бўйича ҳозиргача дунёда жамланган илмий қараш ва билимлар, жаҳон амалиёти, унга таъсир этувчи омиллар, мавжуд тенденциялар таҳлили асосида ёритилган.

⁸ Изоҳ: Молия-кредит соҳаси (МКС) ва молия-кредит тизими синоним деб қаралади. Жаҳон банкнинг талқинига кўра (www.worldbank.org) МКС давлат ва муниципал молияни, корпоратив молияни (жумладан, молиявий ва номолиявий институтлар молиясини) ва молия бозорини (жумладан қimmatли қogозлар бозорини) ўз ичига олади.

⁹ «Молия инжиниринги» ва «молия инженерияси» синоним терминлар бўлиб, бу ҳақда қуйида белгиланган терминологик ашратда берилган.

¹⁰ Мета поғона – глобал иқтисодийёт миқёсида қўрилувчи масалалар.

¹¹ Халқаро меза поғона – Давлатлар уюшмаси (масалан, Европа иттифоқи), МДХ мамлакатлари доирасида қаралади.

¹² Макро поғона – мамлакат иқтисодиёти миқёсида қўрилувчи масалалар.

¹³ Миллий меза поғона – мамлакат миқтақалари ва ҳудудлари доирасида қаралади.

¹⁴ Микро поғона – тармоқлар ва хўжалик юритувчи институтлар доирасидаги иқтисодий масалалар.

¹⁵ Нано поғона – индивидумлар, яъни инсонлар ва уларнинг уй хўжаликлари доирасидаги иқтисодий фаолияти миқёсида қўрилувчи масалалар.

даражада) молия инжиниринги ҳамда уларнинг инновациялари ёрдамида уларнинг барқарор ва рақобатбардош ривожланиши ҳамда молиявий хавфсизлиги таъминланади.

Агарда МКСдаги инновацияларнинг тарихий ретроспективасини ХХІ-аср бошларигача (2012 йил бошигача) бўлган давргача чуқур ва объектив таҳлил қилсак, у ҳолда молиявий инновацияларнинг ривожланиш тенденциялари ўз-ўзидан жамиятнинг ривожланиши ҳамда фан ва техника инновациялари тарихи билан бевосита боғлиқликда шаклланган деб айтсак хато бўлмайди. Ҳозирги шароитда эса замонавий молия инжиниринги (кенг ва тор қамровларда комплекс қаралса) жаҳон ва миллий МКТларининг уйғунликда инновацион ривожланиши катализатори ҳамда бундай ривожланишни таъминлайдиган молиявий ижод методологияси ва инновациялар яратиш усули, воситаси эканлиги яққол кўринади. Бунда ўз-ўзидан молия инжиниринги традицион ва инновацион иқтисодиёт ҳамда уларнинг таркибида ҳамиша мавжуд бўлган инновацион молия ривожининг бош омилларидан бири эканлиги намоён бўлади. Шу билан бирга, жаҳон молия инжиниринги амалиётининг ривожланиш жараёни инновацион молия ва уларнинг биргаликдаги таъминоти — ташкилий, илмий-методологик, ҳуқуқий-меъёрий, информацион, инструментал, институционал, функционал — турларининг ривожланиши билан бирга уйғунликда кечган. Бунда инновацион молия ғояси янги эмаслиги, уни азалдан ҳамиша мавжудлиги, молия инжиниринги амалиётининг унга мос равишда азалдан ҳамиша узлуксиз ривожланганиб келишини билдиради.

Жаҳон иқтисодиёти ва молияси амалиёти ривожланишининг муайян давларида янгидан-янги молиявий муносабатларнинг ва уларнинг ҳар бирига мос келадиган инновацион маҳсулотларнинг пайдо бўлиши МКСнинг барча бўгинларига (давлат, муниципал, корпоратив молияга ва молия бозорларига) хос турли амалий концепцияларни вужудга келишини таъминлади. Лекин бунда яхлит назарий концепциянинг йўқлиги МКТ инновацион ривожланишини тизимли ўрганувчи молия инжиниринги илмий концепциясини ва унга мос инновацион молия назариясини вужудга келишини тақазо этади.

Айтиш мумкинки, молия инжиниринги ғояси МКСнинг ҳар бир йўналишини мазмунан ва шаклан қамрайди. Бу эса молия инжиниринги амалий концепциялари Жаҳон банки ва Халқаро

валюта фонди томонидан МКС таркибига берилган тавсифига тўғридан-тўғри мос келишини ҳамда иқтисодийнинг инновацион ривожланишида инновацион молия ҳояси ўринли эканлигини билдиради.

Бунда агарда тизимли ёндашилса, молиявий глобаллашув¹⁶ шароитида замонавий молия инжиниринги (кенг ва тор қамровларда комплекс қаралса) жаҳон ва миллий молия-кредит тизимларининг уйғунликда инновацион ривожланиши катали-затори (тезлаштирувчи) ҳамда бундай ривожланишни таъмин-лайдиган молиявий ижод методологияси ва инновациялар яратиш усуллари мажмуаси эканлиги яққол кўринади. Ўз-ўзидан молия инжиниринги инновацион иқтисодий¹⁷ ва МКС ривожининг бош омилларидан бири эканлиги кўриниб турибди. Ушбу фикрнинг тасдиғи 1.2-параграфда берилган бўлиб, 1-6-иловалардаги статистик маълумотлар асосида айтиш мумкинки, жаҳон глобаллашуви шароитида Ўзбекистон Республикаси Президенти И.А. Каримов томонидан яратилган, босқичма-босқич ва изчил амалга оширилаётган тараққийнинг «Ўзбек модели»¹⁸ асосида давлат томонидан муваффақиятли амалга оширилаётган прогрессив макроиқтисодий ва фаол инвестиция сиёсати¹⁹ доирасида (7- ва 8-иловалар) жаҳон молия-кредит тизими (МКТ)ни инновацион ривожлантиришнинг катализатори сифатида намоён бўлган молия инжинирингини ушбу соҳадаги мавжуд концепцияларни чуқур ва тизимли ўрганиш асосида Ўзбекистон учун фойдали хулосалар, тавсия ва таклифлар ишлаб чиқиш долзарб илмий ва амалий масала

¹⁶ Молиявий глобаллашув – бу миллий ва минтакавий молия-кредит тизими (МКТ)ларини аста-секин бир бутун очик ва байкалланган (интернационаллашган) характерга эга бўлган жаҳон МКТга интеграллашув жараёни бўлиб, бундай МКТ молиявий глобаллашувнинг асосий шаклларида бири, жумладан, капиталларнинг халқаро ҳаракати ва инвестицияларни рақобатли жалб қилиниши шакли сифатида намоён бўлади. Бунда унинг таркибидagi жаҳон молия (жумладан, қийматли қозғолар) бозори халқаро молиявий муносабатларда ўзининг ўта ҳақдорлигини ва аҳамиятлilлигини билан характерланади.

¹⁷ Ушбу йўналишлар, фикримизча, Жаҳон банки ва Халқаро валюта фонди томонидан молия-кредит соҳаси таркибига берган тавсифига тўғридан-тўғри мос келади. Яъни, ушбу халқаро институтлар молия-кредит соҳаси давлат (жумладан, муниципал) ва корпоратив молия ҳамда молия бозоридан иборат деб тавсифлайди.

¹⁸ Каримов И.А. Основные принципы общественно-политического и экономического развития Узбекистана. – Ташкент: Узбекистан, 1996. – 37 с.; Узбекистан на пороге XXI века: угрозы безопасности, условия и гарантии прогресса. – М.: Изд-во Дрофа, 1997. – 209 с.; Банк тизими, пул муомаласи, кредит, инвестиция ва молиявий барқарорлик тўғрисида. – Т.: Ўзбекистон, 2005. – 252 б.; Мировой финансово-экономический кризис, пути и меры по его преодолению в условиях Узбекистана. – Т.: Узбекистан, 2009. – 48 с.; Наша главная задача – дальнейшее развитие страны и повышение благосостояния народа. – Т.: Узбекистан, 2010. – 72 с.

¹⁹ Указ Президента Р.Уз. №УП-4053 от 18.11.2008 г. «О мерах по дальнейшему повышению финансовой устойчивости предприятий реального сектора экономики»; Указ Президента Р.Уз. №УП-4058 от 28.11.2008 г. «О программе мер по поддержке предприятий базовых отраслей реального сектора экономики, обеспечению их стабильной работы и увеличению экспортного потенциала»; Постановление Президента Р.Уз. №ПП-1438 от 26.11.2010 г. «О приоритетных направлениях дальнейшего реформирования и повышения устойчивости финансово-банковской системы республики в 2011-2015 годах и достижениях высоких международных рейтинговых показателей».

хисобланади. Зеро давлатнинг бундай сиёсати мамлакатда барқарор иқтисодий ўсиш ва инвестицион ривожланишни таъминлашда молиявий инновацияларини кенг жорий қилинишини талаб қилади. Бу эса Ўзбекистон шароитига мос келувчи молия инжинининининг методологик базисини тақозо этади. Бунинг учун, авваламбор, МКСни инновацион ривожлантирилиши жараёнлари билан боғлиқ молия инжиниринги ҳамда уларда қўлланиладиган дефинициялар ва назарий қарашлар Ўзбекистон учун янги бўлгани учун уларнинг жаҳон амалиётидаги мазмун-моҳиятини таҳлил қилиш асосида уларни Ўзбекистон шароитига мос равишда шакллантириш вазифаси муҳим аҳамият касб этади. Ушбу вазифа нафақат Ўзбекистон меъёрий-ҳуқуқий ҳужжатларига киритилган ёки киритилиши кутилаётган атама ва тушунчаларга, балки МКС институтлари ва инвесторлар томонидан яқин келажақда кенг қўлланилиши мумкин бўлган махсус терминологиянинг зарурий ҳажмдаги тўпламига ҳам тааллуқли. Чунки фақат молия инжиниринги бўйича жаҳон амалиётидаги мавжуд терминология ва қарашларни аниқ тушуниб олган ҳолдагина Ўзбекистонлик молиячи-олим ва мутахассислар улар учун янги бўлган билим ва концепцияларни тула ўзлаштириши мумкин. Фақат қатъий терминология ва қарашларга асосланган қонун ва стандартлар чиқарувчи органлар молия инжиниринги мазмуни ва фаолиятига мос келадиган методология, қонуниятлар ва ҳуқ-атвор қоидаларини ифодалашга қодир бўлади.

Шу муносабат билан, молия инжиниринги (инженерияси, engineering, муҳандислиги) куйида берилган тушунча ва қарашларни қабул қилиш ва улар асосида молия инжинирингининг иқтисодий мазмунини очиб бериш мақсадга мувофиқ.

Инжиниринг (инглизча engineering сўзи) – техника ва технологияларни яратиш санъатини амалга ошириш жараёни маъносини англатиб, илк бор техника ва қурилиш соҳаларида вужудга келган. Кейинчалик XX-асрнинг ўрталаридан бошлаб бу тушунча бошқа – биология (биоинжиниринг), медицина (ген инженерияси), алхимия (трансмутация инжиниринги), молия (молия инжиниринги), валюта спекуляцияси (молия алхимияси²⁰) – соҳаларда ҳам қўлланила бошлади. Ушбу соҳаларнинг барчаси инжинирингни ўзларининг фаолият предмети, мақсади ва вазифаларидан келиб чиқиб қўллашда инженериянинг жаҳон

²⁰ Сорос Дж. Алхимия финансов. - М.: Инфра-М, 1996.

миқёсида тан олинган методологияси, усуллари, тамойиллари ва йўсинларига асосланади. Бунда илмий-тадқиқот (ижод) методологияси ва унинг турли жиҳат (аспект)лари²¹ қўлланилади.

Умуман олганда, молия инжиниринги билвосита молия соҳасидаги рискларни бошқариш бўйича инновациялар амалиёти (назарияси эмас) сифатида XX-асрнинг 30-40 йилларидан бошлаб Англия ва АҚШда қўлланилган. Унинг қўламаи борган сари кенгайиб илк бор XX-асрнинг 80-йилларида Лондон банклари томонидан рискларни бошқариш бўлими²² ишени ташкил этилиши муносабати билан расмий қўлланилган²³.

Рус тилида молия инжиниринги сўзи молия инженерияси деб аталади. Ўзбек тилида эса инженер сўзи муҳандислик маъносини билдирсада, айрим ҳолларда унинг инглиз ёки рус тилларидаги (сўзнинг негизи улар учун байналминал ва синоним бўлган) шакли — молия инжиниринги ёки молия инженерияси — қўлланилиши мумкин.

Инновация (инглизча innovation) сўзининг ўзбек тилидаги луғавий маъноси — ижодга асосланган янги кашфиётлар, яратилганлик маъноларини ўзида ифода этиб, турли соҳаларга тегишли «ноу-хау» ва янгиликларга хос ибора бўлиб хизмат қилади.

Ижод — янгилик, кашфиёт, «ноу-хау» яратишнинг ижодкорлик санъати.

Ижод методологияси — ижод санъатини амалга ошириш бўйича жамланган янги билимлар концепцияси (бир-бири билан келиштирилган усул, услуб, ва йўсинлар мажмуаси) билан боғлиқ илмий-фалсафий қарашлар тизими. Ушбу методология — унинг билимлари, методи (ижодий ёндашув) ва ижод тамойиллари — ижод

²¹ Улар ўз ичига қуйидагиларни олади: илмий аниқлаш методлари; илм-фан раёвқомлаштиришнинг умумий қонунчиликлари (Т.Кун концепцияси, К.Поппер концепцияси ва И.Лакатос концепцияси); илмий изланиш методологияси (илмий муаммоларни ифодалаш, фикрлар генерацияси, илмий ва илмий гипотезалар, абдукция, дедукция, индукция, логика (маънотик), математик формализация, гуруҳлаш, таснифлаш ва тизимлаштириш, гипотезани ишлаб чиқиб текшириш, рад этиш ва қўллаш); илмий назарияларни таҳлил қилиш ва қўриш методлари; тизимли тадқиқ этиш (таҳлил ва синтез) методи.

²² Ушбу бўлимнинг асосий вазифаси сифатида рискка мойиллиги юқори бўлган компаниялар муаммоларини генерация қилиш ва сечинга қаратилган. Бўлимнинг молия инженерлари эксперт гуруҳи томонидан компанияга таъсир этувчи риск омиллари тўлиқ ўрганиб чиқилиб, аниқ чора-тадбирлар асосида компаниянинг молиявий аҳолини барқарорлаштириш ишлари амалга оширилган. Бунда ушбу гуруҳ компания билан қўйидаги йўналишларда ишлар олиб боришган: 1) риск омилларини аниқлаш, 2) риск даражасини аниқлаш, 3) компания менежмент томонидан ҳутилаётган натижаларни белгилаш. Ҳар бир изохланган банда билимнинг молия инженерлари гуруҳи томонидан ҳушўр ўрганиб чиқилиб амалий сечинини тошган.

²³ Джон Ф.Маршалл, Висул К. Байсал. Финансовая инженерия: Полное руководство по нововведениям: Пер. с англ.-М.: ИНФРА-М, 1998.-с.37.

жараёни ва ундаги муносабатларнинг муаммо ва масалаларини тизимли ҳал қилиш учун йўналтирилган.

Молиявий ижод — молия-кредит соҳасида инновациялар яратишнинг ижодкорлик санъати ва ундаги молиявий тараққиёт муносабатлари жараёни.

Молиявий ижод методологияси — молиявий ижод санъатини амалга ошириш бўйича жамланган янги билимлар концепцияси (бир-бири билан келиштирилган усул, услуб, ва йўсинлар мажмуаси) билан боғлиқ илмий-фалсафий қарашлар тизими. Ушбу методология — унинг билимлари, методи (ижодий-амалий ёндашув) ва ижод тамойиллари — МКСнинг муаммо ва масалаларини тизимли ҳал қилиш учун йўналтирилган.

Молиявий инновациялар — молиявий ижод асосида молия инженери томонидан илмий-амалий асосланиб яратилган инновацион маҳсулотлар, яъни: МКС учун лойиҳаланиб яратилган янги ёки мавжуд аналогларидан устун бўлган молиявий инструментлар, молиявий схема ва технологиялар, молиявий лойиҳалар, молиявий операциялар, молиявий тактика ва стратегиялар, молиявий меъёрлар, регулятив ва молиявий бошқарувнинг усул ва механизмлари, ташкилий тузилмалар ва ҳ.к. Бундай маҳсулотлар молия инженерининг интеллектуал мулки бўлиб, унга эгалик ҳуқуқи давлат томонидан ҳимояланилишини тақозо этилади.

Молия инженери (муҳандиси) — молиявий ижод соҳасида яратувчанлик фаолиятини амалга оширувчи шахс (малакали мутахассис ва маҳсус фирма).

Молиявий инновациялар инжиниринги — МКСнинг қисқа, ўрта ва узоқ муддатдаги истиқболда паст рискли (рискнинг талаб қилинган мақбул даражасида) барқарор ва рақобатбардош ривожлантириш ҳамда молиявий хавфсизлигини таъминлашга йўналтирилган молиявий инновациялар яратиш билан боғлиқ молиявий ижод санъати жараёни.

Молиявий инновациялар трансформацияси ва трансфери — молия инжинирингининг интеллектуал мулк шаклидаги маҳсулотини реал капиталлашган шаклга ўтиши (трансформацияси) ва МКСга жорий қилиниши (трансфери) жараёни ва муносабатлари.

Хорижий адабиётларда молия инновациялари жараёни (инжиниринги) мазмун-моҳиятига бир қатор чет эл тадқиқотчи-

олимлари қуйидагича таъриф беришган. Масалан, молия инновациялари жараёни, бу:

«мавжуд регулятив тизим ва унинг догма метёрларини четлаб ўтишга интилиш»;²⁴

«молиявий хизматлар ва ишлаб чиқаришни сифатини тубдан ўзгартирувчи технологик ўзгаришлар»;²⁵

«молия тизими фаолиятини ўзгартиришга қодир молия бозори ва институтлари таркибидаги ўзгаришлар»;²⁶

«молиявий инструментнинг даромадлилик, рисклилиқ, муддатлилиқ ва трансферабеллик ва бошқа элементлари комбинациясини ўзгартириш»;²⁷

«юқори даромад олишни қўзлаган ҳолда, янги технологияни ривожлантириш ва унинг рискинни пасайтириш»;²⁸

«қимматли қўғозлар портфелини бошқариш учун молиявий технологиялар ва молиявий инструментлар конструкциялаш»;²⁹

«ҳосилавий қимматли қўғозларни яратиш, уларни «бошқариш» ва улардан фойдаланиш»;³⁰

«молиявий муаммоларни ечишда инвестиция технологияларидан фойдаланиш»;³¹

«молиявий инструментлардан фойдаланиб, мавжуд молиявий вазиятни янада қулайроқ вазиятга ўзгартириш»;³²

«молиявий операцияларни амалга ошириш бўйича янги молиявий инструментлар ёки янги схемаларни яратишнинг мақсадли жараёни»;³³

«молиявий бошқарув тизимини ишлаб чиқиш ва молиявий рискларни минимизациялаш»;³⁴

²⁴ E.J.Kane. Accelerating Inflation, Technological Innovation.-Washington: Journal of Finance. 1981. p.355.

²⁵ V.Niechans. Financial Innovation, Multinational Banking and Monetary Policy.-Washington: Journal of banking and finance. N7. 1983. p.539.

²⁶ V.M.A.Akhtar. Financial Innovations and their Implications for Monetary Policy: an International Perspective.-Washington: Basle. Bank for International Settlements. 1983. p.5.

²⁷ V.G.Dufey, J.N.Giddy. The Evolution of Instruments and Techniques and International Financial Markets.-Washington: Suert Series. 1981. p.4.

²⁸ V.G.Dufey, J.N.Giddy. The Evolution of Instruments and Techniques and International Financial Markets.-Washington: Suert Series. 1981. p.4.

²⁹ Швейцария молия инженерлари Уюшмасининг президенти Микел Кьепертанинг таърифига қўра. Une publication financiere/ du journal de Geneva de Lausanne - 1997

³⁰ Женеванинг «молиявий тахририят» журнали муҳаррири Пол Кудре. Une publication financiere/ du journal de Geneva de Lausanne - 1997

³¹ Джон Ф.Маршалл, Вилкул К.Бавсал. Финансовая инженерия: Полное руководство по нововведениям; Пер. с англ.-М.: ИНФРА-М, 1998.-784 с.

³² Л. Галля. Финансовая инженерия: инструменты и способы управления финансовым риском - М.: ТВП, 1998.-576 с.

³³ И.А. Бляк. Словарь справочник финансового менеджера. Киев. Ника Центр: Эльга 1998.

³⁴ Б.М. Рапопорт, А.И. Скубенко. Инжиниринг и моделирование бизнеса. - М.: Тандем, 2001.

«макро- ва микроиқтисодий вазиятдан ва миқдорларнинг эҳтиёжларидан келиб чиққан ҳолда, молия институтлари томонидан пул маблағларини, рискларни, ликвидлилини, даромадни ва ахборотни қайта тақсимлашга мўлжалланган янги молиявий маҳсулотлар»;³⁵

«компанияларни молиявий фаолиятини бошқаришда янги процедуралар, инструментлар, янги молиявий моделлар ва технологиялар ишлаб чиқиш»;³⁶

«схеджерашнинг алоҳида вазифаларини бажариш учун янги ҳосилавий қимматли қўғозларни ишлаб чиқиш ҳамда муомаладаги деривативларни комбинациялаш».³⁷

Дж.Финнертининг фикрича³⁸, молия инжиниринги инновацион молиявий инструмент ва жараёнларни лойиҳалаштириш, ишлаб чиқиш ва амалга оширишни ҳамда молия соҳасидаги муаммолари ечимининг янги ёндашувларини ижодий топишни ўз ичига олади.

Роберт Колбнинг фикрича, молия инжиниринги – арбитраж имкониятларини яратиш учун рискларни бошқаришга қаратилган мукамал муаммоларни ечишда мукамал молиявий маҳсулотларни яратиш билан бирга молиявий инструментлар стандартлари комбинациясида молиявий деривативларни қўллаш.³⁹

Молия инжинирингининг энг содда таърифи Yahoo Интернет-сайти лугатида қуйидагича берилган: «Молия инжиниринги – янги молиявий маҳсулот яратиш учун мавжуд молиявий инструментларни комбинациялаш ёки декомпозициялаш».⁴⁰

Шу билан бирга, мазкур тушунчалар таърифида молия инжинирингини рискларни бошқариш мазмунининг синоними сифатида кўриб чиқилиши мумкинлиги боис тўлиқ ҳисобланмайди.⁴¹

The Global Economy (США, Бостон, 1998 йил) халқаро иқтисодий анжуманида молия инжинирингини инвесторларга рискларни янада самарали бошқаришда қўмаклашадиган, уларни молия бозорларида кенгроқ диверсификация қилинишини таъмин-

³⁵ Капелинскый Ю.И. Финансовый инжиниринг с использованием ценных бумаг. -М.: Финансовая академия при правительстве РФ /Автореферат кандидатской диссертации, 1998.

³⁶ В.В. Бочаров. Финансовый инжиниринг. - СПб: Питер, 2004. -400 с.

³⁷ С.Росс. Основы корпоративных финансов: Пер с англ. -М.: Лаборатория базовых знаний, 2000.

³⁸ Финнерти Дж. И. Финансы корпораций: теория, методы и практика/Пер. с англ. -М.: ИФРА-М, 2000; Ф.И.Ерешко. Системный анализ и финансовая инженерия/mailto:fereshko@ccas.ru.

³⁹ Роберт У. Колб Финансовые деривативы. Учебник. Издание 2-е/Пер. с англ. - М.: Информационно-издательский дом «Филинъ», 1997.

⁴⁰ <http://www.biz.yahoo.com>

⁴¹ Ушбу фикр тарафдорлари каторига Жаҳон риск-менеджерлари ассоциацияси (Global Association of Risk Professionals, GARP) мутахасссларини қўллаш мумкин.

ловчи, табиати номаълум янги инструментларни ва техникасини яратувчиси сифатида эътироф этилган.

Роберт Кохнинг⁴² фикрича, молия инжиниринги – компаниянинг бозор қийматини ошириш учун молиявий инструментлардан ақлан тўғри фойдаланиб компанияни стратегик ёки ишлаб чиқариш фаолияти ёрдамида эмас, балки молиявий жиҳатдан ривожлантиришдир.

Ф. Мишкин⁴³, молия инжинирингини «янги молиявий хизматлар ва молиявий маҳсулотлар яратиш жараёни» сифатида кўриб чиқиб, молиявий инновацияларни қуйидаги учта асосий турини ажратади: 1) омилларни ўзгаришига жавоб сифатида пайдо бўлувчи, талабни аниқловчи инновацион тадбиқлар; 2) омилларни ўзгаришига жавоб сифатида пайдо бўлувчи, таклифни аниқловчи инновацион тадбиқлар; 3) қонунчиликни заифлаштиришга қаратилган инновацион тадбиқлар.

Мазкур тушунча молия инжинирингини инновациядан тобе категорияга айлантиради, бу ёндашув бир тарафдан тўғридир, чунки авваламбор у ёки бу молиявий инновацияларга талаб пайдо бўлади, кейинчалик молия инженерлари ўзларининг назарий билимлари ва амалий қўникмалари асосида янги молиявий маҳсулотлар ва хизматларни яратади.

Иккинчи томондан, ушбу тушунча таърифи тўлиқ бўла олмайди. Чунки, молия инженерлари нафақат янги молия инструментларнинг яратувчилари сифатида, балки улар инновациялар учун замин яратувчилар бўлиб хизмат қилишлари даркор.

Шу ўринда молия инжиниринги билан боғлиқ реинжиниринг, бизнес реинжиниринги ва бизнес инжиниринги каби тушунчаларни курсатиш лозим.

Реинжиниринг (инглизча *reengineering* сўзи) қайта қуриш ёки қайта ташкил этиш маъноларини англатади. Мазкур ибора илк бор америкалик олим М. Хаммер томонидан XX-асрнинг 1990-йилларида қўлланилган бўлиб, Россия тадқиқотчилари реинжиниринг – бизнес-жараёнларни қайта қуриш деб таърифлаган.⁴⁴

Бизнес реинжиниринги – бу инжинирингга асосланган ва ундаги фаолият каби, алоҳида жараёнларда узаро фаолият

⁴² Р.Кох. Менеджмент и финансы от А до Я. - Нисжа Центр: Эльга, 1999.

⁴³ F.S. Mishkin. The Economics of Money, Banking and Finance Market. - Washington: Scott&Forezman. Second edition. 1989 p.243.

⁴⁴ Балашов В. Г., Ириков В. А. Технологическое повышение финансового результата предприятий и корпораций. М.: Превор, 2002.

курсатувчи мавжуд бошқарувнинг таркибий тузилишини ва ишлаб чиқаришни тубдан ўзгартириш.⁴⁵ Шунинг учун реинжиниринг ибораси инжинирингнинг ҳосилавий маъноси бўлиб, корхонанинг умумий бизнес йўналишини, бошқаруви ва ишлаб чиқаришининг таркибий тузилишини қайта лойиҳалаш ёки бошқа таркибий тузилишга ўзгартиришни англатади. Бунда бизнес реинжинирингнинг умумий маъноси компаниянинг мавжуд бизнесини янада самаралироқ ва такомиллашган жараёнга айлантиришни англатади.⁴⁶

Бугунги кунда ривожланган чет эл компаниялари ўз фаолиятида бизнес жараёнлари реинживирингини самарали қўлламоқдалар. Реинжиниринг фаолиятини позитив қўлланилиши тажрибасини МДХ мамлакатлари, айниқса Россия компаниялари мисолларида яққол кўриш мумкин.⁴⁷

Реинжинирингнинг икки шакли мавжуд, яъни инқироз ва ривожланиш реинжиниринги. Инқироз реинжиниринги ташкилотларнинг инқирозли масалаларини ҳал этишга қаратилади. Инқироз реинжиниринги хўжалик юритувчи субъектларнинг натижалари сурункали пасайиб борганда, уларнинг маҳсулотлари рақобатбардошлиги пасайганда, келажакда банкротлик тенденциялари сезилганда ҳамда компания учун молиявий соғломлаштириш зарур бўлганда қўлланилади. Ривожланиш реинжиниринги, хўжалик юритувчи субъектларнинг ривожланиш тенденциялари пасайган ҳолларда ва мавжуд таркибий тузилиши ҳамда бизнес жараёнларини бошқариш таркиби товар ва молия бозори талабларига жавоб бермаганда қўлланилади. Бизнес инжиниринги деганда эса ташкилот олдида қўйилган мақсадларни қондирувчи бизнесни ташкил қилишда қўлланиладиган усуллар ва йўсинлар тизими тушунилади.⁴⁸

Шу ўринда В. Бочаровнинг фикрича, молия инжиниринги хизмати интеллектуал капитални зарурий ишлаб чиқариш омилига трансформация бўлишини таъминловчи алоҳида бизнес сифатида намоён бўлган. Бунда инжиниринг бозори инновациялар бозорининг махсус сегменти бўлиб, унда индивидуал хизмат

⁴⁵ В. Г. Балашов, В. А. Ириков. Технологии повышения финансового результата предприятий и корпораций. - М.: Приор, 2002.

⁴⁶ Ойсман Е.Г., Попов Э.В. Реинжиниринг бизнеса: реинжиниринг организаций и информационные технологии. - М.: Финансы и статистика, 1997.

⁴⁷ Балашов В. Г., Ириков В. А. Технологии повышения финансового результата предприятий и корпораций. - М.: Приор, 2002.

⁴⁸ Б.М. Рапопорт, А.И. Скубченко. Инжиниринг и моделирование бизнеса. - М.: Тандем, 2001. - с.55.

АБСУНУНУН I MARKAZI
499409

сифатида юқори рискли номоддий маҳсулот (интеллектуал мулк) реализация қилинади. Ушбу бозорда буюртмачи интеллектуал мулкка эгаллик ҳуқуқи ва унинг натижасини сотиб олади. Умуман олганда, бизнес инжинирингини бизнесни рационаллаштириш ва уни реинжиниринги деб тавсифлаш мумкин.⁴⁹

Қатор иқтисодчи олимлар томонидан тижорат банкларида молия инжиниринги деганда банклар томонидан курсатиладиган молиявий хизматларнинг сони ва сифатини ошириш, тижорат банкнинг ликвидлилиги ва молиявий барқарорлигини таъминлаш имконини берадиган тадбирлар мажмуи тушунилади. Бунда банкларда молия инжинирингининг бош мақсади – инновацион банк маҳсулотларини яратиш ва такомиллаштириш йўли билан қўшимча фойда олиш бўлиб, инновацион банк маҳсулотларда риск, даромадлилик ва ликвидлилик ўртасидаги оптимал нисбат таъминланиши керак, деб ҳисобланади. Масалан, Г.С. Панованинг фикрига кўра⁵⁰, молия инжиниринги банкларда, биринчи навбатда, уларнинг депозит базасини етарлилигини таъминлаш имконини бериши лозим. Унинг ҳулосасига кўра, тижорат банклари депозит базасининг етарлилигини таъминлаш учун трансакцион депозитларнинг брутто депозитлар ҳажмидаги салмоғининг 30 фоиздан ортишига йўл қўймаслик, депозитларнинг кредит операцияларига йўналтирилган қисмига нисбатан Германия банк амалиёти тажрибаларига таянган ҳолда лимитлар жорий қилиш лозим. Германияда муддатли депозитларнинг 60 фоизи, трансакцион депозитларнинг 10 фоизи кредит операцияларига йўналтирилади.

Ю.С. Масленченковнинг фикрига кўра, банкларда молия инжиниринги деганда банк ва миқдорнинг манфаатларига мос келадиган турли ҳилдаги банк маҳсулотлари билан миқдорларни молиявий таъминлаш тушунилади⁵¹.

А.Н. Морознинг фикрига кўра, молия инжиниринги – бу янги молиявий инструментлар ва молиявий технологияларни ишлаб чиқиш ва амалиётга жорий этиш ҳамда мавжуд инструментлар ва технологиялар ёрдамида мавжуд молиявий муаммолар ҳал этиш учун янги ёндашувларни ижодий қидириб топишдир⁵².

⁴⁹ Бочаров В. В. Финансовый инжиниринг. – СПб.: Питер, 2004. – 400 с.

⁵⁰ Панова Г.С. Кредитная политика коммерческого банка. – М.: ИКЦ «ДИС», 1997. – С. 194.

⁵¹ Масленченков Ю.В. Финансовый менеджмент в коммерческом банке. Технологии финансового менеджмента клиента. – М.: Перспектива, 1997. – С. 214.

⁵² Мороз А.Н. Банковские операции – Киев: КНЕУ, 2002 – С. 379.

Н.А. Луныкованинг фикрига кўра, «Молия инжиниринги – бу банк бизнесининг стратегияси бўлиб, молиявий инструментлар ва молиявий технологияларни ишлаб чиқиш йўли билан ички ва ташқи муҳитнинг ўзгаришини ҳисобга олган ҳолда мавжуд ва бўлғуси мижозларнинг эҳтиёжларини юқори даражада қондиришга қаратилгандир»⁵³. Бунда банкларда молия инжинирингининг 3 турини мавжудлиги эътироф этилади:

- жорий молия инжиниринги;
- стратегик ривожлантириш молия инжиниринги;
- инқирозли жараён молия инжиниринги.

Бу ўринда жорий молия инжиниринги банкнинг мавжуд мижозлари эҳтиёжларини қондиришга қаратилганлиги таъкидланади.

Ривожланиш молия инжиниринги банкнинг бўлғуси мижозларига йўналтирилган ва келгусида юзага келиши мумкин бўлган эҳтиёжларни қондиришга мўлжалланган.

Инқирозли молия инжинирингда банк хизматларининг рақобатбардошлиги пасайганда, хизматларнинг сифати мижозларнинг эҳтиёжларини қондира олмай қолган тақдирда қўлланилади.

В. Бочаровнинг фикрича⁵⁴, молия инжиниринги ўзига капитал жалб қилишнинг ҳамда реал, номоддий ва молиявий активларни молиялаштиришнинг янги шакллари олади. Шу билан бирга, молия инжиниринги инвестицион лойиҳаларни ҳамда портфел инвестицияларни таҳлил қилиш ва баҳолаш билан боғлиқ йўсинлар мажмуасини жам қилади. Бунда молия инжиниринги компания мутахассисларига уни бошқаришга доир қарорлар қабул қилиш учун қуйидаги зарурий инструментарийни тақдим этади. Компаниянинг жорий (операцион) фаолиятида қуйидаги молиявий моделлар қўлланади:

1) солиқ тўловларини минимизациялаштириш, ўзаро тўловларни амалга ошириш, дебиторлик ва кредиторлик қарзларни бартараф этиш бўйича оптимал шартномавий схемаларни ишлаб чиқиш;

2) компания ва унинг тузилмалари (филиаллари) молиявий ҳолати диагностикасини;

3) харажатлар ва даромадларни бошқариш тизимини қуриш;

⁵³ Луныкова Н.А. Финансовый инжиниринг в банке как инструмент активизации привлечения клиентов. Автор. дисс. на соис. к.э.н. – СНТУ, 2004. – С.11.

⁵⁴ Бочаров В. В. Финансовый инжиниринг. - СПб.: Питер, 2004. - 400 с.

4) «директ-костинг» ёки «стандарт-костинг» тизимлари ёрдамида бошқарув ҳисобини жорий қилиш (қўллаш);

5) компания таркибида молиявий жавобгарлик ва молиявий ҳисоб марказларини ажратиш ва улар фаолиятини ташкиллаштириш;

6) ишлаб чиқариш ричаги эффекти ёрдамида зарарсизлик ва молиявий барқарорликнинг критик нуқталарини аниқлаш;

7) фойда контроллинги тизимини ташкиллаштириш ва ҳ.к.

Компаниянинг инвестиция фаолиятида қуйидаги молиявий моделлар қўлланади:

1) инвестиция лойиҳаларини молиялаштириш усулларини танлаш;

2) инвестиция лойиҳалари самарадорлигини баҳолашнинг оддий ва динамик усулларини қўллаш;

3) лойиҳаларни амалга оширишни оператив бошқариш (мониторинги);

4) капитал қўйилмалар бюджетини оптималлаштириш;

5) лойиҳа рискларини таҳлил қилиш ва баҳолаш.

Компаниянинг молиявий фаолиятида қуйидаги молиявий моделлар қўлланади:

1) молиявий инструментлар қийматини баҳолаш;

2) молиявий активлар даромадлилиги ва рискин баҳолаш (CAPM);

3) дисконтланган пул оқимлари (DCF);

4) талаб қилинган даромадни баҳолашнинг арбитраж модели (APT);

5) қимматли қоғозлар портфелини оптималлаштириш;

6) молиявий рисклардан ҳимояланиш ва ҳ.к.

Компаниянинг фаолиятида кўчмас мулк билан боғлиқ операцияларда мулкни баҳолаш ёндашув ва усуллари қўлланади.

Компания молия инжинирингида капитал, даромад ва харажатларни бюджетлаштириш ёрдамида молиявий бошқариш тизими қўрилади.

Фикримизча, Н.А. Луныкованинг банк молия инжинирингига берган таърифи юқорида эътироф этилган бошқа тавсиф ва таърифларга нисбатан мукамалроқ ҳисобланади. Аммо ушбу таърифда икки муҳим жиҳат эъти-бордан четда қолган. Биринчиси – мавжуд банк маҳсулотлари сифатини ошириш, иккинчиси эса – рискларни бошқариш амалиётини такомиллаштиришдир.

Фикримизча, «молия инжиниринги» билан «молиявий инновациялар» ва «инновацион молия» тушунчаларини бир-биридан ажратиш шартлидир. Чунки иккала концепция ҳам ўз маъносига кура инновацияларни яратиш ва жорий этишда молиявий ижоднинг ижодий ёндашувиغا асосланган жараён ҳисобланади, демак улар мазмун-моҳиятининг ўзаро қарама-қаршилиги мавжуд эмас.

Юқорида келтирилган тушунчалар ва фикр-мулоҳазаларни таҳлилий умумлаштириш негизида ва улардан фарқли равишда айтиш мумкинки, *молия инжиниринги* – бу МКС (тизими)нинг⁵⁵ паст рискли барқарор ва рақобатбардош ривожланиши ҳамда молиявий хавфсизлигини таъминлаш мақсадида молиявий ижод концепцияси ва унинг ижодий ёндашуви асосида изланиб яратилган инновацион ғояни реал молиявий инновацияга трансформациялаш ва уни ушбу тизимга самарали трансферини комплекс амалга ошириш жараёни бўлиб, иқтисодиёт илм-фанининг алоҳида йўналиши сифатида шаклланиб узлуксиз такомиллашиб бораётган назария ва амалиётдир.

Ҳар қандай назария сингари молия инжиниринги *илмий концепцияси* ўзига хос уч муҳим *компонентни* олади: 1) тадқиқот соҳаси – бу инновацион молия ва ундаги МКС бўлиб, унинг ривожланиши рисклар ва таъсир этувчи омиллар билан характерланувчи жаҳон глобаллашуви жараёнида кечади; 2) ушбу соҳа тўғрисидаги билимлар мажмуаси; 3) ушбу соҳа бўйича жамланган янги билимлар методологияси (бир-бири билан келиштирилган усул, услуб, дастак ва йўсинлар мажмуаси) ва уларни шу соҳага оид муаммоларни ҳал қилиш учун қўллаш.

Шу билан бирга, молия инжиниринг иқтисодиёт илм-фани нуқтаи назаридан ўзига хос инструментарий (терминологик аппарат), ғоя, предмет, мақсад ва вазифалар, объект ва методга эга, хусусан улар қуйидагича.

Молия инжинирингнинг *предмети* (матлаби) – инновацион молия ва молиявий ижод инжиниринг жараёнидаги муносабатлар, улар ривожини шакллантирувчи омиллар ҳамда инновацион молия ва МКТдаги жараёнларга хос хосса ва қонуниятлар.

Молия инжинирингнинг *мақсади* – давлатнинг ижтимоий-сиёсий ва иқтисодий сиёсати модели доирасида МКТнинг кенг

⁵⁵ Фикримизча, МКС тизими бадавш асосида мураккаб тизим сифатида қаралса, уни молия-кредит тизими (МКТ) деб ифода қилиш табиидир.

(мета-, халқаро мезо- ва макро иқтисодий поғона ёки даражада) ва тор (миллий мезо-, микро- ва нано иқтисодий сатҳда) қамровларда барқарор ва рақобатбардош инновацион ривожланиши ҳамда молиявий ва риск хавфсизлигини молиявий инновацияларни яратиш ва амалиётга жорий қилиш асосида таъминлашдан иборат.

Молия инжинирингининг *вазифаси* – молиявий ижоднинг тизимли таҳлил ва синтезига асосланган ҳолда МКТнинг барқарор ва рақобатбардош инновацион ривожланиши ҳамда молиявий ва риск хавфсизлигини таъминловчи молиявий инновацияларни яратиш ва амалиётга жорий қилиш.

Молия инжинирингининг *объекти* – инновацион молия МКС, унинг элементлари (институтлари) ва улар тизими, ҳамда унинг молиявий инновациялари.

Молия инжинирингининг *методи* – молиявий ижоднинг ижодий-амалий ёндашуви бўлиб, унда тизимли ёндашув⁵⁶ ва унинг тизимли таҳлил ва синтез усуллари ва тамойиллари қўлланилади.

Молия инжинирингининг *методологик базисини* молиявий ижод концепцияси, унинг методи – ижодий ёндашув – ва ижод тамойиллари нуқтаи назаридан МКТнинг барқарор, рақобатбардош, молиявий хавфсиз ва нисбатан рисксиз инновацион ривожланишини белгиловчи замонавий инновацион молия ғояси ва иқтисодиёт назариясидаги, айниқса иқтисодий системалогия⁵⁷ ва инновацион иқтисодиётдаги⁵⁸, илмий қарашлар мажмуаси ҳисобланади.

Таъкидлаш жоизки, юқорида бизнинг талқинимизда берилган молия инжиниринги концепцияси, ушбу соҳа бўйича мавжуд чет эл олимлари концепцияларидан фарқли, ўз ичига глобал, давлат, муниципал (маҳаллий ҳокимиятлар), корпоратив (молиявий ва номолиявий институтлар), уй хўжаликлар ва уларнинг молия бозорларидаги муносабатлари молия инжиниринги йўналишларини

⁵⁶ Тизимли ёндашув бу – илмий билим олиш ва амалий фаолият методологиясининг шундай йўналишиси, унинг асосида ҳар қандай объектга мураккаб тўлақонли, масалан, техник, биологик, экологик, иқтисодий, иқтисодий, сиёсий ва ҳ.к. тизим сифатида талқин этиш ётади. Тизим қуйидаги белгилардан ҳеч бўлмаганда бирига эга бўлиши лозим (Разумов О.С. Анализ и синтез систем: теория и практика. - М.: Атлас, 2003.-с.47): «сўйитишларга тақсимланиш имконияти, улардан ҳар бирини ўрганиш мазмуний характерга эга; ноаниқлик ва талқин муҳитининг тизимга таъсир кўрсатиш шариоитида фаолият юритиш унинг структураси ва кўрсаткичлари тасодифий характерини асослаб беради, тизимнинг ҳулқ-атворини мақсадли йўналган ҳолда таллашга амалга ошириш» (муаллиф тараққийоти).

⁵⁷ Шохъазизий Ш.Ш. Экономическая системология: концепция и применение. -Т.: Iqtisod-moliya, 2010.-420 с.

⁵⁸ Теория инновационной экономики: учебник/под ред. О.С.Белокрыловой. -Ростов н/Д.: Феникс, 2009.-376 с.

олади.⁵⁹ Шунга кўра, молия инжинирингини *тизимли молия инжиниринги* деб қараб, унинг МКТ билан уйғунлигини 1.1-расмда келтирилган тузилмавий модел билан ифодалаш мумкин. Бунда унинг ҳар бир йўналиши ўзига хос хусусиятлардан иборат. Айниқса, молия бозорларидаги муносабатлар молия инжиниринги йўналишида ушбу бозорларда молиявий инструмент қийматининг бозор баҳоси ва нархи эквивалентлигининг бузилиши (2.7-параграфга қаралсин) рисқи меъёр даражасида бўлмаганлиги сабабли ҳозирда *тизимли молия инжинирингининг* алоҳида йўналиши сифатида атаса бўладиган *нарх-наво молия инжиниринги* амалиёти (назарияси эмас) кучли ривожланган.

Нарх-наво молия инжиниринги — молия бозорлари муносабатларида эквивалентлилики, яъни молиявий инструмент (восита) қийматининг бозор баҳоси ва нархи эквивалентлигини, бузилиши рискининг мавжудлиги ва унинг меъёр даражаси меъёрларини такомил эмаслиги сабабли ушбу бозорларда рақобатбардошлилики таъминлаш мақсадида восита қийматининг баҳоси ва нархи орасидаги салбий тафовутни бартараф этиш асосида курс даромад (фойда)ни таъминлашга қаратилган бозор муносабатлари инжиниринги — эквивалентлилики рисқи шароитида рақобатни кучайтирувчи ва даромадни оширувчи инновацион нарх-наво стратегиялари ва тариф (нарх ва баҳо)ларини ишлаб чиқиш ва жорий қилиш жараёни.

Нарх-наво молия инжинирингининг салбий тарафи сифатида, масалан, молиявий инструмент қийматининг бозор баҳоси ва нархи бўйича баҳолаш хизматлари бозори ва молия бозоридаги номутаносиб спекуляция ва нарх-наво манипуляцияларини, ноқонуний иясаидерлик ва бозор конъюнктурасига психологик таъйиқларни, бозор монополияси ва шу каби бошқа салбий ҳолларни кўрсатиш мумкин. Ижобий тарафи сифатида эса — антимонополия ташкилоти ва компанияларнинг инструмент қиймати адолатли бозор баҳосини ҳолис баҳоловчи ҳисоб-китоблари асосида таъминланиши ва унга мос (эквивалент) келувчи объектив бозор нархини эркин (очик) молия бозори конъюнктураси асосида белгиланишини кўрсатиш мумкин.

⁵⁹ Ушбу йўналишлар, фикрийомсча, Жаҳон банки ва Халқаро валюта фонди томонидан молия-кредит соҳаси таркибига берган таъсифига туғридан-туғри мос келади. Яъни, ушбу халқаро институтлар молия-кредит соҳаси давлат (жумладан, муниципал) ва корпоратив молия ҳамда молия бозоридан иборат деб таъсифлайди.

Фикримизча, айнан нарх-наво молия инжиниринги, унинг ижобий ва салбий тарафлари ва таъсирини чуқур ўрганиш, уларнинг натижаларини мониторинг қилиб бориш ҳозирда барча мамлакатлардаги антимонополия ташкилотлари ва молия бозори регуляторларининг миллий молия бозорда нарх-навони мувофиқлаштириш ва назорат қилиш сиёсатида асосий муаммолардан бири сифатида қаралиши зарур.

1.1-расмдаги моделдан кўриниб турибдики, тизимли молия инжиниринги МКТнинг барча таркибий қисмларида, жумладан молия бозорида ҳам, бевосита мавжуд бўлиб, унинг инновацион ривожланишини белгилайди.



1.1-расм. Тизимли молия инжинирингининг МКТ билан уйғувлигини ифодаловчи тузилмавий модел

Бунда МКТ ағъанавий ва инновацион молиявий маҳсулотлар билан боғлиқ турли институционал ишлаб чиқариш муносабатлари тизими, молия бозори эса бир вақтнинг ўзида ҳам молиявий инструментлар ва ҳам инновацион молиявий маҳсулотлар бозори эканлиги яққол намоён бўлади.

Умуман олганда, МКТ рақобатбардошлиги ва барқарорлиги тизимли молия инжиниринги ва унинг инновацияларига (маҳсулотларига) кўпдан боғлиқ бўлиб, унинг ёрдамида кенг қамровда (яъни мета-, халқаро меза- ва макро иқтисодий поғонада) халқаро миқёсда миллий МКТларининг инновацион ривожланиши ҳамда молиявий хавфсизлиги таъминланади. Тор қамровда (яъни миллий меза-, микро- ва нано иқтисодий поғонада) эса миллий МКТ институтларининг тизимли молия инжиниринги ва унинг инновациялари ёрдамида уларнинг барқарор ва рақобатбардош ривожланиши ҳамда молиявий хавфсизлиги таъминланади.

Юқорида келтирилган барча қарашлар молия инжинирингининг илмий ва иқтисодий мазмунини ташкил этишини ва бунда берилган тизимли концепцияни уларга нисбатан ҳозирча бир мунча такомил ва умумлашган замонавий назария даражасига етказилганлигини кўриш мумкин.

Хулоса сифатида қуйидагиларни айтиш мумкин:

1. Молия инжиниринги амалиёти жаҳон молия цивилизацияси ва тизимининг ривожланиши давомида давлатларнинг макроиқтисодий (бюджет-солиқ ва монетар) сиёсатлари ва молиявий глобаллашувнинг муайян даврига мос келувчи янги турдаги молиявий муносабатларга бўлган эҳтиёжни қондириш учун давлат томонидан яратилиб амалиётга жорий қилинган инновация (маҳсулот)лар⁶⁰ билан ҳамнафас ҳолда шаклланиб ривожланди ва у узлуксиз такомиллашиб боради.

2. Молия инжиниринги инновациялари сони ва ҳажмининг йилдан-йилга ортиб бориши уни (кенг ва тор қамровларда комплекс қаралса) молиявий глобаллашув шароитида миллий МКТларининг реал иқтисодиёт билан уйғунликда инновацион ривожланишини таъминлайдиган молиявий ижод ҳамда молиявий инновациялар методологияси ва механизми эканлигидан далолат беради.

3. Молия инжиниринги соҳасида турли хил тушунча ва қарашлар мавжудлигини кўриш мумкин. Бунда қўлланилиб келинаётган тушунча ва қарашларнинг мазмунан ўзаро ўхшашлигини ва уларнинг йилдан йилга молия-кредит соҳасидаги инновациялар ва амалиёт билан мос равишда шаклан такомиллашиб бораётгани тенденциясини кўриш мумкин. Шу билан бирга, жаҳон иқтисодиёти амалиётида молия инжиниринги шубҳасиз тан олинган самарали илм-фан соҳасига айланган бўлиб, у ҳар қандай назария сингари ўзига ҳос уч муҳим компоненталарга, демак, ўзига ҳос инструментарий, предмет, мақсад ва вазифалар, объект, метод, усуллар ва умуман билимлар тизими (методология)га эга.

4. Молия инжиниринги амалиёти тизимли молия инжиниринги (ТМИ)нинг назарий асослари доирасида молиявий инновациялар амалиёти таъсирида такомиллашиб боради.

⁶⁰ Давлат томонидан яратиладиган инновациялар қуйидаги шаклларда бўлиши мумкин: давлат томонидан қабул қилинган жамиятнинг ривожланиш модели, қонуний-меъёрий ҳужжатлар, иқтисодий меъёрилар, лицензион талаблар, макроиқтисодий, макромолиявий ва ҳудудий ривожланиш курсаткичлари, давлатнинг турли йўналишдаги сиёсатлари ва дастаклари, мулкчилик тизими параметрлари, молиявий бозор инфратузилмаси ва ҳ.к.

5. Ҳозирда молия инжиниринги МКТнинг паст rischi барқарор ва рақобатбардош ривожланиши ҳамда молиявий хавфсизлигини таъминлаш мақсадида молиявий ижод концепцияси ва унинг ижодий ёндашуви асосида изланиб яратилган инновацион гоёни реал молиявий инновацияга трансформациялаш ва уни ушбу тизимга самарали трансферини комплекс амалга ошириш жараёни бўлиб, иқтисодий илм-фанининг алоҳида йўналиши сифатида шаклланиб узлуксиз такомиллашиб бораётган назария ва амалиёт бўлиб намоён бўлмоқда.

6. Ўзбекистонда шаклланган молия инжинирингининг дастлабки концепцияси, ушбу соҳа бўйича мавжуд чет эл концепциялардан фарқли, ўз ичига давлат, муниципал (маҳаллий ҳокимиятлар), корпоратив (молия-кредит ва номолиявий институтлар), уй ҳўжаликлар ва молия бозорларидаги молия инжиниринги йўналишларини олади. Бунда ушбу йўналишларнинг ҳар бири ўзига хос хусусиятлардан иборатлиги ва бир-бири билан узвий боғлиқлиги миллий МКТни молиявий ижоднинг тизимли таҳлил ва синтезига асосланган ҳолда барқарор ва рақобатбардош инновацион ривожланиши ҳамда молиявий ва риск хавфсизлигини таъминловчи молиявий инновацияларни яратиш ва амалиётга жорий қилиш муаммоларини тизимли ва комплекс ечимига эришиш имконини беради. Умуман олганда Ўзбекистонда шаклланган молия инжиниринги амалиёти давлатнинг ижтимоий-иқтисодий сиёсатига асосланган ҳолда босқичма-босқич ривожланмоқда.

1.2. Молия инжиниринги – жаҳон ва Ўзбекистон молия-кредит тизимларининг инновацион ривожланиш катализатори эканлиги

Дунёнинг ҳар қандай мамлакати, жумладан Ўзбекистоннинг ижтимоий-иқтисодий тараққиёти кўп жиҳатдан молия-кредит соҳаси (МКС)нинг⁶¹ турли омиллар таъсиридаги инновацион ривожланиши жараёнларига боғлиқ бўлиб, бундай жарёнлар, бизнинг фикримизча, ҳозирда молия инжиниринги⁶² ва унинг

⁶¹ Изох: Молия-кредит соҳаси (МКС) ва молия-кредит тизими синоним деб қаралади. Жаҳон банкнинг талқинига кўра (www.worldbank.org) МКС давлат ва муниципал молияни, корпоратив молияни (жумладан, молиявий ва номолиявий институтлар молиясини) ва молия бозорини (жумладан қимматли қозғалар бозорини) ўз ичига олади.

⁶² «Молия инжиниринги» ва «молия инженерияси» синоним терминлар бўлиб, бу ҳақда қуйида келтирилган терминологик ашаратда берилган.

инновацияларига (маҳсулотларига) асосланган бўлиб, унинг ёрдамида кенг қамровда (яъни мета-, халқаро меза- ва макроиктисодий поғонада) халқаро миқёсда миллий МКСларнинг барқарор ва рақобатбардош ривожланиши ҳамда молиявий хавфсизлиги таъминланади. Тор қамровда (яъни миллий меза-, микро- ва наноиктисодий поғонада) эса миллий МКС институтларининг молия инжиниринги ва унинг инновациялари ёрдамида уларнинг барқарор ва рақобатбардош ривожланиши ҳамда молиявий хавфсизлиги таъминланади.

Мазкур дастлабки фикр-мулоҳазалар асосида тизимли ёндашилса, молиявий глобаллашув шароитида замонавий молия инжиниринги (кенг ва тор маъноларда комплекс қаралса) жаҳон ва миллий молия-кредит тизимларининг уйғунликда инновацион ривожланиши катализатори (тезлаштирувчи) ҳамда бундай ривожланишни таъминлайдиган молиявий ижод методологияси ва инновациялар яратиш усули, воситаси эканлиги яққол кўринади. Ўз-ўзидан кўриниб турибдики, молия инжиниринги инновацион иктисодиёт⁶³ ривожининг бош омилларидан бири эканлиги. Ушбу фикр-мулоҳазани куйидаги тенденциялар тасдиқлаши мумкин.

Юқори технологиялар бозорининг инқирози (2000-2002 йиллар) сабабли ва бунда АҚШ ҳукуматининг ипотека кредитлари учун кредит ставкалар тарихида илк бор энг паст ставкани қўлагани (2002-2004 йиллар мобайнида ўртача 1-2%) компаниялар капиталлари оқимини кучмас мулк (ипотека) секторига кучишини рағбатлантирди.

Ипотеканинг ривожланиши ва бунда фойз ставкаларнинг паст даражаси молия инжинирингининг секьюритизация инструментлари ва уларнинг жаҳон бозорини кескин кучайишига олиб келди (1-илова). Бу эса дунёнинг кўпгина суверен мамлакатлари капиталларини мазкур сектор айланмасига жалб қилинишини кучайтирди. Масалан (1-илова), секьюритизация бозорида фақат АҚШнинг Федерал агентликларининг муомалага чиқарган ипотека қимматли қоғозлари бўйича асосий қарзининг қолдиги 1980 йилда 111,0 млрд. АҚШ долларини ташкил этган бўлса, 2006 йилга келиб бу кўрсаткич 3681,0 млрд. АҚШ долларида ошди (яъни 33 баробар

⁶³ Ушбу йўналишлар, фикримизча, Жаҳон банси ва Халқаро валюта фонди томонидан молия-кредит соҳаси таркибига берган таъсирга туғридан-туғри мос келади. Яъни, ушбу халқаро институтлар молия-кредит соҳаси давлат (жуылдан, муниципал) ва корпоратив молия ҳамда молия бозоридан иборат деб таъсирлайди.

орттик).⁶⁴ Натижада 2007 йилнинг август ойида бошланган ипотека инқироzi жаҳон молиявий-иқтисодий инқирозини келтириб чиқарди. Бу эса банк ва молия секторларига таъсирини утказиб, бутун дунё молия-кредит соҳаси ва реал иқтисодиётга салбий таъсир кўрсатди.

Шу билан бирга, 2007 йилда деривативлар бозоридаги очик позициялар ҳажми дунё ЯИМ ҳажмидан 12 баравардан, 2009 йилда эса 11 (2010 йилда 11,4) баробардан кўп миқдорни ташкил этди (2-илова). Бунда нобиржавий бозор ҳажмининг ўсиши билан бирга молия инжинирингининг экзотик деривативларининг турлари ва бозори ҳажмини параллел мутаносибликда кескин ошди. 1987 йилдан 2009 йилгача жаҳон акциялар бозори (3-илова) 195,4 фоизга (2 баробар) ва облигациялар бозори (4-илова) 5 баробарга ошган бўлсада, деривативларнинг нобиржавий бозори 741,8 фоизга кўтарилган бўлиб, деривативларнинг биржавий бозори 565,8 фоизгача ортган. Акциялар индексига чиқарилган деривативлар 624,2 фоизга ошсада, акцияларга нобиржавий деривативлар 569,1 фоизга ортган. Ушбу тенденция молия инжиниринги инновациялари сабабли, акциялар бозори капитализацияси ва облигациялар бозори ҳажми деривативлар бозоридан кўра бир мунча секин ўсишига (1-4-иловалар) олиб келди. Умуман олганда, ҳозирга (2010 йилга) келиб дунё жамиятининг маблағлари тахминан 1,1 триллиард АҚШ доллари миқдорига яқини муомалада бўлган барча турдаги қимматли қўғозларда мужассамлашган бўлиб⁶⁵, бундай ҳолат жаҳон иқтисодиётининг ривожланишида муҳим рол ўйнаши билан бир қаторда унга салбий таъсир кўрсатади. Бундай ҳажмдаги молиявий активлар, айниқса индустриал ривожланган мамлакатларнинг қимматли қўғозлар бозори, ривожланаётган давлатлар иқтисодиётини ўзгартишга ҳам қодир. Чунки ривожланган мамлакатларнинг жаҳон қимматли қўғозлар бозоридаги улуши тахминан 84 фоизни, ривожланаётган давлатларнинг улуши эса 16 фоизни ташкил қилади (5-илова). Бундай ҳолат жаҳон молия бозоридаги инвестициялар оқимининг ўзгаришига (6-илова) катта таъсир кўрсатади. Бунда инвестицияларни иқтисодиётга жалб қилиш бўйича G7 форматга кирувчи ривожланган давлатлар⁶⁶ лидерлик қилмоқда. Лекин охириги йилларда инвестицияларни жалб

⁶⁴ Рынок ценных бумаг, обеспеченных ипотекой и активами/ Под ред. Лахсбира Хейра; Пер. с англ. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2007. – 497 с.

⁶⁵ Халқаро ҳисоб-китоблар банки (BIS), Жаҳон банки, ХВФ ва WFE мильумотларига кўра.

⁶⁶ АҚШ, Буюк Британия, Германия, Япония, Франция, Канада, Италия.

қилиш бўйича яхши натижаларга Хитой, Ҳиндистон, Бразилия, Тайланд, Малайзия, Сингапур, Бирлашган Араб Амирликлари, Саудия Арабистони ва шу каби бошқа ривожланаётган мамлакатлар эришмоқда.

Таъкидлаш жоизки, юқорида келтирилган тенденциялар тизимли рискни⁶⁷ 2007 йилнинг ўрталаригача деривативлар ва секьюритизация бозорларининг хаддан ташқари қизиқ кетиши сабабли ортиб боришига олиб келди ва натижада индустриал ва кўпчилик ривожланаётган мамлакатларда ипотека инқирозини келтириб чиқарди. Ушбу инқироз ўз навбатида 2008-2009 йиллардаги жаҳон молиявий-иқтисодий инқирозига олиб келди.

Шу билан бирга айтиш мумкинки, жаҳон глобаллашуви шароитида Ўзбекистон Республикаси Президенти И.А. Каримов томонидан яратилган, босқичма-босқич ва изчил амалга оширилаётган тараққиётнинг «Ўзбек модели» асосида давлат томонидан муваффақиятли амалга оширилаётган прогрессив макроиқтисодий ва фаол инвестиция сиёсати доирасида (7-илова) мамлакатимизда молия инжинирингининг миллий молия-кредит тизими (МКТ)ни инновацион ривожланиши катализатори эканлигини ушбу тизимда содир бўлган ижобий натижалар асосида намоён бўлган. Чунки инновацион бўлган тараққиётнинг «Ўзбек модели»га асосланган давлатнинг бундай сиёсати мамлакатда барқарор иқтисодий ўсиш ва фаол инвестицион ривожланишини таъминлади. Бунда маълум даражада давлат томонидан яратилиб миллий МКТда жорий қилинган бир қатор молиявий инновациялар муҳим аҳамиятга эга бўлди. Шу сабабли, қуйидаги савол ўринли: «Давлатнинг замонавий макроиқтисодий ва фаол инвестицион сиёсати туфайли миллий МКТ ривожланишида эришилган ютуқлар – молия инжинирингининг инновацион маҳсулотлари сифатида – қандай натижалар берган? Ушбу саволга жавоб тариқасида 8-иловада келтирилган таҳлилий материаллар ўринли. Мазкур материаллар таҳлили асосида қуйидаги хулосавий схема намоён бўлади:

⁶⁷ Risk Management and Control Guidance for the Securities Firms and Their Supervisors, IOSCO, 1998; Миркин Я.М., Миркин В.Я. Англо-русский толковый словарь по банковскому делу, инвестициям и финансовым рынкам. -М.: Альпина Бизнес Букс, 2006; Миркин Я.М. Риск финансового кризиса в России: факторы, сценарии и политика противодействия//Финансовая академия при Правительстве РФ, 2008.-148 с. (www.mirkin.ru).

Давлатнинг замонавий макроиқтисодий сиёсати (фискал, монетар, инвестиция ва ташиқ иқтисодий сиёсатлар) —> Давлат томонидан босқичма-босқич яратилиб самарали жорий қилинган молиявий инновациялар (молия инжиниринги маҳсулотлари сифатида) —> Индикаторларнинг (пул массаси, миллий даромад, фоииз ставкаси, инвестиция, валюта захираси фонди, солиқ юки, инфляция, иқтисодий ўсиш ва шу каби бошқаларнинг миқдорлари) ўзгариши —> Миллий молия-кредит тизимининг инновацион ривожланиши.

Берилган схема асосида айтиш мумкинки, мазмун-моҳиятига кўра жаҳон глобаллашуви шароитида Ўзбекистон Республикаси Президенти И.А. Каримов томонидан яратилган, босқичма-босқич ва изчил амалга оширилаётган тараққиётнинг «Ўзбек модели» инновацион бўлганлиги сабабли унинг асосида давлат томонидан изчил ва муваффақиятли амалга оширилаётган прогрессив макроиқтисодий ва фаол инвестиция сиёсати ҳам инновациондир, демак, унинг доирасида давлат томонидан яратилиб мамлакатимиз иқтисодиётининг барқарор ривожланиши жараёнига самарали жорий қилинган молиявий инновациялар давлат молия инжинирингининг самараси сифатида миллий МКТнинг инновацион ривожланиши билан белгиланади. Бундай самара, умуман олганда, реал иқтисодиётнинг инновацион ривожланиши учун муҳим омил бўлиб хизмат қилмоқда.

1.3. Молия инжинирингининг жаҳон амалиётидаги концептуал йўналишлари ва тизимли молия инжиниринги хусусиятлари

Жаҳон иқтисодиёти амалиёти ривожланишининг муайян давларида янгидан-янги молиявий муносабатларнинг ва уларнинг ҳар бирига мос келадиган инновацион маҳсулотларнинг пайдо бўлиши билан бирга уларга хос равишда иқтисодиёт-молия илмлари қаторига доимо янги йўналиш ва қарашлар қўшилиб борганлиги барчага маълум. Бунда айниқса молиявий инновацияларнинг ўрни аҳамиятлидир. Чунки улар иқтисодиётнинг самарали ва инновацион ривожланиши катализатори (1.1- ва 1.2-параграфлар) бўлиб хизмат қилган. Фикримизнинг тасдиғи сифатида, масалан, бир неча асрлар давомида иқтисодий ва молиявий муносабатларнинг борган сари ривожланиб ва такомиллашиб бориши жараёнининг ҳар бир муайян даврида янгидан

янги пул ва кредит шакллари ва турларини яратилиши ёки такомиллаштирилиб борилиши ва бунда уларнинг ҳар бирига мос келувчи янги усуллар, тамойил ва моделлар, дастак ва йўсинлар, инструментлар, технология ва схемалар, механизмлар ва ҳ.к. воситаларнинг пайдо бўлиб борганлигини келтириш kifоя. Худди шундай инновацион ривожланиш молия-кредит соҳасининг барча бўғинларига (давлат, муниципал, корпоратив молияга) ҳам хосдир.

Агарда молия-кредит соҳасидаги инновацияларнинг ўтмиш тарихи ретроспективасини ХХI-аср бошларигача бўлган давргача чуқур ва объектив таҳлил қилсак, у ҳолда молиявий инновациялар амалиётининг ривожланиш тенденциялари ўз-ўзидан инновациялар тарихи билан бевосита боғлиқликда шаклланган деб айтсак хато бўлмайди. Бунда таъкидлаш жоизки, ўтмишда молиявий инновациялар амалиётида вужудга келган инновациялар фақат иқтисодиёт назарияси ва молия назарияси илм-фани асосида яратилувчи ва моҳияти тушунтирилувчи янги молиявий маҳсуотлар деб қаралган бўлиб ва бунда ижод методологияси ва унинг ижодий ёндашуви ушбу назариялар билан уйғунлаштирилмаганлиги сабабли, ўз-ўзидан молия инженерияси (инжиниринги) тушунчасига алоҳида аҳамият берилмаган, натижада у ХХ-асрнинг бошларигача сахна ортида қолиб келган. Лекин бунга қарамасдан, айнан ушбу амалиёт ва унинг йилдан-йилга кучайиб борган объектив талаблари доирасида ўз-ўзидан стихияли тарзда молия инжиниринги амалиёти ҳам аста-секин шаклланиб борган. Шу нуқтан назардан қаралса, демак аслида молия инжиниринги амалиёти ва унинг назарий асосларининг даслабки контурлари молиявий инновациялар амалиёти билан ҳамоҳанг анча чуқур ва бой тарихга эга бўлганлигини кўриш мумкин. Бунда молия инжиниринги амалиёти ўзининг қадимги тарихини дунёда пул-товар муносабатлари пайдо бўлиши давридан бошлаган десак хато бўлмайди.

ХХ-асрнинг ўрталарига келиб иқтисодиёт ва молия илм-фанларига такомил математик аппарат ва уни қўлловчи тизимли ёндашувнинг шиддатли кириб келиши, илмий-техник тараққиётнинг, молия бозорлари, молиявий глобаллашув жараёнларини тез суръатлар билан ривожланиши, бунда молиявий ресурсларга бўлган рақобатнинг кескин кучайиши, молиявий рисклар ва спекуляциянинг кескин ўсиши, инвестициялар портфелининг математик назариясининг пайдо бўлиши, банк ва суғурта соҳасида

инновацияларнинг кенг жорий қилиниши ва шу каби бошқа омилларнинг таъсири сабабли молия инжиниринги тушунчаси молиявий инновациялар амалиёти доирасида иқтисодчи-олимлар томонидан аста-секин тилга олина бошланди. Бунда илмий-техник тараққиётнинг (унинг инновацияларини) иқтисодиёт ва молияга таъсирини кучайиши ва инновацион иқтисодиётнинг тобора ривожланиши сабабли ижод методологияси ва унинг ижодий ёндашуви муҳим аҳамият касб эта бошлади. Натижада молиявий инновациялар амалиётига иқтисодиёт ва молия илм-фанлари нуқтаи назаридан тизимли ёндашув ва ижод методологияси сингиб бора бошлади ва ушбу амалиётнинг такомил бўлмасида дастлабки иқтисодий-назарий тушунчалари пайдо бўла бошлади. Булар эса ўз навбатида 70-80-йилларда маълум даражада молиявий инновациялар амалиётини молия инжиниринги жараёни маҳсули сифатида қаралишига ва уни алоҳида йўналиш сифатида дастлабки контурларини шаклланишига туртки бўлди (1.1-параграф). 90-йилларнинг биринчи чорагига келиб молия инжиниринги молия бозорларида амалий инновациялар яратиш билан боғлиқ йўналиш сифатида қаралиб, уларнинг аксарияти қимматли қоғозлар бозори ва оптимал портфел стратегияси ҳамда секьюритизация билан боғлиқ инновациялар ва уларга доир алоҳида амалий-интеллектуал ишланмалар бўлган. Ушбу йўналиш ҳозирга келиб қимматли қоғозлар ва бошқа турдаги молиявий инструментлар (кредит ва полис турлари ва тоифалари) ҳамда секьюритизация билан боғлиқ молия ва кредит институтларининг молия инжиниринги сифатида кескин ривожланганлиги билан тавсифланади.

Шу билан бирга, молия инжиниринги молия-кредит соҳасининг функционал тузилмаси ва унинг инфратузилмаси таркибий қисмлари доирасида ҳам шаклланиб ривожлана борди. Бунга сабаб, глобаллашув ва кучли рақобат шаронтида молиявий ва номолиявий институтларнинг бизнеси ва молиясини инновацион ривожлантириш ва бошқариш, молиявий оқимларни оптималлаштириш ҳамда уларга жавобан янги молиявий манбалар, инструментлар, технологиялар, моделлар, схемалар, бозорлар ва муносабатларни топиш ҳамда уларни оптимал ва самарали бюджетлаштириш зарурати кучайиб борганлиги бўлди. Бундай зарурат деярли барча мамлакатларнинг молия-кредит институтлари ва уй хўжаликлар фаолиятида ҳам ўз аксини топмасдан қолмади. Чунки молия инжиниринги соҳасида шу вақтгача тупланган

терминологик аппарати ва билимлар тизими (методологик асослари) ҳозирда молия-кредит соҳаси ва унинг барча жабҳаларини комплекс қаралиши ва тизимли ифодаланишини, уни инновацион ривожлантириш муаммосининг тизимли таҳлил қилиниши ва ечилишини тақозо эта бошлади. Бунга сабаб қилиб юқорида қайд этилган омиллар таъсирининг кескин кучайганини, улар глобаллашув жараёнларида тез ўзгарувчан ва тизимли характерга эга эканлигини ва бу шароитларда давлатлардан инновацион иқтисодий (жумладан унинг инновацион молия-кредит тизимини) тизимли ва ижодий ёндашувлар асосида кескин ривожлантириш заруратини кўрсатиш мумкин.

Юқорида келтирилган молия инжинирингининг тарихи, мавжуд сабаб ва оқибатлар ҳамда 1.1- ва 1.2-параграфларда берилганлар таҳлили асосида унинг ҳозиргача маълум даражада шаклланган концептуал йўналишларини шартли равишда⁶⁸ куйидагича (1.1-жадвал) гуруҳлаш мумкин.⁶⁹

Молия инжинирингининг 1.1-жадвалда келтирилган концептуал йўналишларнинг ҳар бир гуруҳи ўзига хос хусусиятларга эга бўлгани учун уларнинг тавсифини куйидагича бериш мумкин.

1.1-жадвал

Молия инжиниринги концептуал йўналишлари⁷⁰

Гуруҳ	Концептуал йўналишлар
1-гуруҳ	Қимматли қоғозлар ва улар бозори инновациялари, жумладан IPO ва PPO, билан боғлиқ молия инжиниринги
2-гуруҳ	Валюта бозори инструментлари ва улар инновациялари билан боғлиқ молия инжиниринги
3-гуруҳ	Активлар секьюритизация билан боғлиқ молия инжиниринги
4-гуруҳ	Банкларнинг инновацион маҳсулотлари ва очиқ молия бозорларидаги операциялари билан боғлиқ молия инжиниринги
5-гуруҳ	Сугурта компанияларининг инновацион маҳсулотлари ва очиқ молия бозорларидаги операциялари билан боғлиқ молия инжиниринги
6-гуруҳ	Номолиявий компаниялар корпоратив молия инжиниринги, жумладан бизнес-инжиниринг ва бизнес-реинжиниринг
7-гуруҳ	Шарият қонунларига асосланган Исломий модел доирасидаги инновациялар билан боғлиқ молия инжиниринги

⁶⁸ Шаръийлик шундан иборатки, ҳозирда барча йўналишлар амалиётда бир-бири билан ҳамбарчас боғлиқ.

⁶⁹ Чунки гуруҳлаш молия инжиниринги соҳасидаги йўналишларнинг хусусиятларини аниқлаш, тенденция ва муаммоларини чуқурроқ ўрганиш ва янроқ қилиш имконини беради.

⁷⁰ Муаллиф томонидан жаҳон амалиётидаги молия инжинирингининг барча майдонлари (концептуал йўналишлари) тизимлаштирилиб тузилган.

8-гурух	Иқтисодий субъектларнинг очик молия бозорлари ва улардан фаркли реал товар (хизмат)лар бозорларидаги операцион фаолиятида қўлланилувчи инновацион нарх-наво инжиниринги (бозор нарх-навоси молия инжиниринги)
9-гурух	Тизимли молия инжиниринги концепцияси

1-гурух концептуал йўналиш мазмунан қимматли қўғозлар ва улар бозори инновациялари (жумладан, деривативлар ва портфеллар), жумладан IPO ва PPO, билан боғлиқ молия инженерияси концепцияси.

Молия инженерияси соҳасига кирувчи 1-гурух йўналишнинг жаҳон амалиёти Ўзбекистон учун муҳим аҳамиятга эга бўлганлиги сабабли, унинг мазмун-моҳиятини кўриб чиқиш мақсадга мувофиқ.

Ушбу концептуал йўналиш вакиллари қарашига кўра молия инжинирингида қимматли қўғозлар тур (купрок деривативлар), уларнинг янги ёки такомиллаштирилган экзотик турлари, кобинациялари, композициялари (ёки декомпозициялари) ҳамда оптимал портфел стратегиясидан ва хеджирлашдан фойдаланиш асосида рискларини минимизация қилиш ва даромадлиликни ошириш тушунилади. Ҳосил бўлган инновацион маҳсулотлар бир вақтнинг ўзида савдо предмети (ликвид товар) ва капитал (фонд бойлиги) бўлиши мумкин. Бунда инвестиция институтлари ва банклари молия инженерларининг инновацион маҳсулотларни яратиш жараёни мижозларнинг молиявий муаммоларига узвий боғланган ҳолда фундаментал омиллар ва фонд бозори конъюнктураси, тенденциялари ва муаммолари таъсири остида кечади. Ушбу институтлар молия инженерлари томонидан асосан секьюриметрик усуллар⁷¹ қаторига кирувчи фундаментал ва техник таҳлил қўлланилади.

Молия инжинирингининг ушбу йўналиши намоёндалари бўлиб Америкалик Джон Ф.Маршалл, Викул К.Бансал⁷², В.Дафи⁷³, М.Къеперта⁷⁴ мактаблари ҳисобланиб, ҳозирда улар қаторига Россиялик Я.М.Миркин⁷⁵ ва унинг издошлари, масалан

⁷¹ Шохяззамой Ш.Ш. Основы секьюриметрики. -Т.: Iqtisod-moliya, 2005.-376 с.

⁷² Джон Ф.Маршалл, Викул К.Бансал. Финансовая инженерия: Полное руководство по нововведениям. Пер. с англ. -М.: ИНФРА-М, 1998.-784 с. (Дж.Ф.Маршалл ҳозирда Американинг халқаро молия инженерлари уюшмасининг президенти).

⁷³ V.G.Dufey, J.N.Giddy. The Evolution of Instruments and Techniques and International Financial Markets.- Washington: Suertf Series. 1981. p.4.

⁷⁴ Швейцария молия инженерлари Уюшмасининг президенти Мишел Къеперта (Une publication financiere/ du journal de Geneva de Lausanne – 1997).

⁷⁵ www.mirkin.ru

Ю.И. Капелинский⁷⁶, ҳам қўшилади. Уларнинг фикрича, молия инжиниринги инвестиция институлари ва банкларида қимматли қоғозлар билан боғлиқ инновацион маҳсулотлар ишлаб чиқишда қўлланилиб, ушбу институтларнинг асосий эътибори миқдорларнинг қимматли қоғозлари бозоридаги молиявий муаммоларини – самарали эмиссия (IPO, RPO ва б.) ва портфел инвестиция стратегияларини қуриш ва амалга ошириш ҳамда уларнинг эмиссион ва инвестицион рискларини пасайтириш, бунда улар учун мақбул бўлган даромадлилик ва ликвидлилик даражасини таъминлаш – ҳал этишга қаратилган бўлади.

Мазкур концептуал йўналиш амалиётининг таҳлили асосида Ўзбекистон учун фойдали бўлган қуйидаги хулосаларни чиқариш мумкин:

Жаҳон амалиётидаги қимматли қоғозлар ва уларнинг бозори инновациялари билан боғлиқ молия инжиниринги иқтисодиётнинг самарали ва инновацион ривожланиши ва спекулятив бозорни катализатори бўлиб намоён бўлди. Ушбу йўналиш амалиётининг шаклланиши давомида фонд бозорида борган сари иқтисодий ва молиявий муносабатларнинг ривожланиб ва такомиллашиб бориши жараёнининг ҳар бир муайян даврида янгидан янги маҳсулотлари – қимматли қоғозларнинг шакллари ва турларини яратилиши ёки такомиллаштирилиб борилиши ва бунда уларнинг ҳар бирига мос келувчи янги концепция ва усуллар, тамойил ва моделлар, дастак ва йўсинлар, инструментлар, технология ва схемалар, механизмлар ва ҳ.к. воситалар – пайдо бўлиб борган. Буларнинг барчаси 1.1-параграфда берилган 1-гурух концептуал йўналишининг ўзига хос терминологик аппарати ва методологиясини ҳамда унинг бир талай тарафдорлари гуруҳини шаклланишига олиб келди.

Бунда инновацион маҳсулотлар охириги 30 йил давомида жаҳон қимматли қоғозлар бозори ҳажми ва рақобатни кескин ошишига, капиталларнинг глобал оқимининг кучайишига, инвестиция рискларини диверсификацияланишига, молиявий глобаллашув жараёнларини кескин ривожлантирилишига олиб келди. Бундай ижобий тенденциялар билан бирга фонд бозорларида бир қатор салбий ҳолатлар ҳам вужудга келди, масалан, хаддан ташқари спекулятив операциялар, қимматли қоғозлар буйича

⁷⁶ Капелинский Ю.И. Финансовый инжиниринг с использованием ценных бумаг. -М.: Финансовая академия при правительстве РФ /Автореферат кандидатской диссертации, 1998.

«кўпик» ва молиявий инқирозлар кўпайди, беқарорликлар ва глобал риск кучайди.

Ушбу гуруҳ концептуал йўналиши амалиёти ва унинг маҳсулотлари ўзига хос хусусиятларга, камчилик ва ижобий тарафларга эга эканлиги, уларни Ўзбекистон шароитида ривожланишнинг «Ўзбек модели»га мос давлатнинг ижтимоий-иқтисодий сиёсатида мақбул бўлган мамлакат фонд бозори учун алоҳида ишлаб чиқилган методология асосида қўллашни тақозо этади. Чунки, уларни мамлакатдаги мавжуд фундаментал омилларни тўлиқ ҳисобга олмасдан тўғридан тўғри қўллаш глобал инқирозлар гирдобига тўлиқлигича тортиб кетиш ва ўта ривожланган бозорларга қарамлик ҳолати эҳтимолини кучайтиради.

2-гуруҳ концептуал йўналиш мазмунан валюта ва пул ҳамда улар билан боғлиқ бозор инструментлари (уларнинг функциясини бажарувчи молиявий воситалар – вексел, нота, монетар ва бюджет сиёсатлари мақсадида чиқарилган давлат облигациялари, валюта ва олтин билан таъминланган облигациялар, қарз олишнинг махсус мажбуриятлари – CDR, қимматбаҳо металл ва тошлар, валюта базисли деривативлар ва ҳ.к.) бозор муомаласи билан боғлиқ инновацион молиявий маҳсулотлар яратишга қаратилган молия инженерияси концепцияси. Бунда масалан, валюта опционларини бир томондан чекланган форвард шартномаларда қўллаш имконияти мавжудлиги билан бирга уларни улуш муносабатларда иштирок этишларда ҳам қўллаш мумкин.

Мазкур йўналиш намоёндалари ичида Джордж Сорос⁷⁷ ва Л.Галиц⁷⁸ алоҳида нуфузга эга. Масалан, Л. Галицнинг фикрича, молия инжиниринги маҳсулотлари асосан валюта бозори, пул бозори, облигациялар бозори ва фонд бозорларида вужудга келишини таъкидлаб, уларнинг инструментларини базавий инструментларга ва ҳосилавий (дереватив) категорияларига бўлган. Ушбу бозорларни алоҳида жиҳатлари бўйича қўриб чиқилганда валюта бозоридаги молия инжиниринги инструментларини асосан 1970-йилларнинг бошигача дунёнинг асосий валюталари қатъий белгиланган паритетлар тизими асосида АҚШ доллари билан боғлиқ бўлган. Аммо жаҳон иқтисодиётида мамлакатлар иқтисодий ўсиши суръатларининг доимий ортиб бориши натижасида

⁷⁷ Сорос Дж. Аллопий финансов. - М.: Инфра-М, 1996.

⁷⁸ Л. Галиц. Финансовая инженерия: инструменты и способы управления финансовым риском. - М.: ТВП, 1998. - 576 с.

уларнинг валюта курслари ўртасидаги тафовут кучайиб, уларга тез-тез ўзгартиришлар киритилишини тақозо этди, натижада қатъий белгиланган валюталар курси тизими барбод бўлди.

Валюталар айирбошлаш курсларининг сузувчи фойз ставкаларга эга бўлиши банк ва улар миждозларининг валюта рискларини бошқариш учун янги маҳсулотларга эҳтиёжини оширди ва валюта бозорларидаги чайқовчи (спекулят)ларни вазиятдан фойдаланиб маржинал даромад олишлари учун замин яратди. Бундай ҳолат FOREX халқаро валюта бозорининг кескин ривожланишига ва унда валюта рисклари ва спекуляциялари эвазига валюта интервенцияларининг кучайиши ва валюта инқирозларига олиб келди.

Молия инжиниринги инновацияларининг бозори бўлган пул бозорларини асосан қисқа муддатли қарз мажбуриятлари бозорлари деб, уларда асосан операциялар бир кечадан бир йилгача муддатларда амалга ошириладиган операциялардан иборат. Мазкур бозорнинг инструментлари сифатида ғазначилик векселлари, савдо векселлари, банк акцептлари, банк депозит сертификатлари, евро-тижорат қоғозлари, евробанкноталар, тижорат қоғозлари ва векселларни қайд этиш мумкин. Бундай инструментларнинг кўпчилиги иккиламчи бозорга эга бўлиб, улрнинг сотувчилари ва сотиб олувчилари учун ушбу мажбуриятларни сўндириш муддатлари етиб келмасдан уларнинг савдосини ташкил этиш учун имконият яратилган.⁷⁹ Дунёнинг барча мамалкатларида асосий эмитентлар сифатида ҳукумат ва ҳудудий бошқарув органлари (мунипалитетлар) ташкил этиб, қолган қисмининг асосий улуши йирик корпорациялар эмиссияларига тўғри келади. Бу эса мазкур бозорнинг инструментларини таснифлаш ва тавсифлашга имкон яратади.

Юқорида қайд этилган молия инструментлари халқаро пул (валюта) бозори асосини ташкил этиб, ундаги инновациялар молия инжинирингининг маҳсулотлари сифатида қайд этилган.

Мазкур концептуал йўналиш амалиётининг таҳлили асосида Ўзбекистон учун фойдали бўлган қуйидаги хулосаларни чиқариш мумкин:

Жаҳон амалиётидаги валюта ва пул бозори инструментлари бозор муомаласи билан боғлиқ инновацион молиявий маҳсулотлар

⁷⁹ Бунда облигациялар бозори пул бозоридан тўлов муддатлари билан фарқланади. Облигациялар бозорларида асосан сўндириш муддатлари бир йилдан юқори бўлган молиявий инструментлар оборотидан ташкил этилган бозор тушунилади.

молия инжинирингига нисбатан ҳам 1-гурӯх концептуал йўналиш бўйича берилган ҳулосалар ўз кучини йўқотмайди. Фақат бунда асосий урғу ушбу йўналиш амалиётининг шаклланиши давомида яратилиб ва ҳозирда оддий ҳолат бўлиб қолган инновацион маҳсулотларнинг мазмун-моҳияти ва бозор муомаласи, улар билан боғлиқ муносабатларга берилади.

Ушбу гурӯх амалиёти 1.1-параграфда берилган 2-гурӯх концептуал йўналишига хос терминологик аппарат ва методологияни ҳамда унинг бир талай тарафдорлари гуруҳини шаклланишига олиб келди.

2-гурӯх концептуал йўналиши амалиёти ва унинг маҳсулотлари ўзига хос хусусиятларга, камчилик ва ижобий тарафларга эга эканлиги, уларни Ўзбекистон шароитида тараққиётнинг «Ўзбек модели»га мос давлатнинг ижтимоий-иқтисодий сиёсатида маъқул бўлган мамлакат пул ва валюта бозорлари учун алоҳида ишлаб чиқилган методология асосида қўллашни тақазо этади. Чунки, уларни мамлакатдаги мавжуд фундаментал омилларни тўлиқ ҳисобга олмасдан туғридан-туғри қўллаш глобал инқирозлар гирдобига тўлиқлигича тортиб кетиш ва ўта ривожланган мамлакатлар валюта бозорларига қарамлик ҳолатини келиб чиқиши эҳтимолини кучайтиради.

3-гурӯх концептуал йўналиш мазмунан активлар секьюритизацияси ва ундаги қимматли қоғозларни тузилмалаштириш (структуризациялаш) билан боғлиқ молия инженерияси.⁸⁰

Секьюритизация ўзининг иқтисодий мазмунига қўра, банк ва компаниялар активларидан пайдо бўлган тўпламлар (pool)нинг молиявий оборотга кириш имкониятини беради. Унинг ёрдамида тўпламга кирган мажбуриятлар бўйича тўловлар муддати етиб келмасдан, улардан активлар сифатида фойдаланиш мумкин бўлади. Бунда ипотека билан таъминланган қимматли қоғозлар (mortgage-backed securities MBS ва pfandbrief) ва бошқа турдаги активлар (автокредитлар бўйича талаблар, кредит карталари бўйича тушумлар, савдо шартномалари бўйича талаблар, лизинг

⁸⁰ Секьюритизация – солиқсиз молиявий активларни (масалан, ипотека кредитлари, лизинг шартномалари ва автомобил кредитлари ва бошқа мажбуриятлар) қайта молиялаштириш мақсадида улар билан таъминланган облигациялар чиқариш, яъни уларни қимматли қоғозларга трансформациялаш. Структуризациялаштирилган молиявий маҳсулот – инвестицион инструмент (восита) бўлиб, ўз ичига бир маҳсулотга комбинацияланган қимматли қоғозлар портфели ва бошқа ҳосиллавий инструментларни олади (The ABS of Equity Derivatives and Structured Products – Incisive Media Investment Limited, 2006). Структуризациялаштирилган молиявий маҳсулот – молиявий инструмент бўлиб, унинг даромадийлиги ушбу инструмент таркибига кирувчи янада мураккаброк инструментларга боғлиқ (Roberto Knap. Structured Product, Complete Toolkit to Face Changing Financial Market – John Wiley & Sons Ltd. 2002).

туловлари) билан таъминланган қимматли қоғозлар (asset-backed securities ABS)⁸¹ билан боғлиқ операциялар, жумладан тузилмалаштириш, амалга оширилади.

Жаҳондаги мавжуд секьюритизация бозорини шартли равишда асосан қуйидаги иккита — бир поғанали⁸² ва икки поғанали⁸³ — моделга ажратиш мумкин. Шу ўринда баъзи мамлакатларда қўлланилаётган қўшма — яъни ҳар иккала моделни маълум даражада қўллашга асосланган уларнинг хосса ва имкониятларидан бирдек фойдаланишга йўналтирилган — моделни⁸⁴ ҳам шартли равишда ажратиш мумкин.

Молия инженерияси соҳасига кирувчи ипотека қимматли қоғозлари ва секьюритизация бозорларининг жаҳон амалиёти Ўзбекистон учун муҳим аҳамиятга эга бўлганлиги сабабли, ушбу моделларнинг мазмун-моҳиятини, уларнинг ҳар бирининг хусусиятларини ҳамда улар билан боғлиқ тенденциялар 1- ва 9-иловаларда берилган.

Юқорида келтирилганлар таҳлили асосида Ўзбекистон учун фойдали бўлган қуйидаги ҳулосаларни чиқариш мумкин:

1. Жаҳон амалиётидаги ипотека ва секьюритизация бозори (ундаги шакллар, усуллар ва маҳсулотларнинг молия инжиниринги маҳсулотлари эканлигини ҳисобга олган ҳолда) ташиқи ва ички омилларнинг таъсири қонуниятлари ва даражаси ҳамда бошқа белгиларга қараб фарқланади.

2. Ҳозирда ипотекани кредитлашнинг жаҳон амалиётида асосан икки модел мавжуд бўлиб, уларининг ичида энг ривожлангани, ҳажмли ва мукаммали ҳамда, бир вақтнинг ўзида,

⁸¹ Дастлабки ABS чиқариш 1983 йил рўй берган. Шу сабабли адабиётларда мавжуд олдинроқ пайдо бўлган MBS ва кейинроқ фойдаланила бошлаган ABSни бир-биридан фарқлаш соф тарихий жиҳатларга эга. Бироқ бундай фарқлаш, эҳтимол, ипотека кредитлари ва секьюритизацияда фойдаланиладиган бошқа активларнинг таъсирдорлиги асосида, шунингдек, MBS структуралари ва ABS трансакциялари ўхшашлиги туфайли унчалик мақсадга мувофиқ эмас. Ўз-ўзидан тушунарлироқ, ипотека кредитлари ҳам активлар ҳисобланади, яъни кредитдорнинг балавос активида акс этади ва шунга мувофиқ MBSни ABS тоифасига киритиш тўғри бўларди. Шу сабабли охириги пайтларда MBS тобора кўпроқ ABS турларидан бири сифатида қўриб чиқилимоқда. Чиқарилаётган қимматли қоғозлар тури кўп жиҳатдан Махсус молиявий жамиятнинг (SPV) таъсирдор-ҳуқуқий шакли билан белгиланади. Унга қараб, ёки мулкдаги улуш ҳуқуқини тасдиқлайдиган қимматли қоғозлар, ёки классик қаро мажбуриятлари эмиссияси амалга оширилади.

⁸² Биринчи модел асосан Европада — Германия, Дания, Франция, Швеция, Норвегия, Финляндия, Испания, Австрия, Нидерландия, Швейцария, Польша, Чехия, Венгрия, Словакия, Словения, Румолия, Болгария, Туркия ва шу каби бошқа континентал мамлакатларда ҳамда Исроилда — қўлланилади. Паст даражада ривожланаётган мамлакатларда эса биринчи шаклнинг асосан биринчи икки усули қўлланилади.

⁸³ Иккинчи модел асосан англо-америка давлатларида — АҚШ, Буюк Британия, Канада, Австралия, Хитой, Таиланд, Янги Зеландия, Лотин Америкаси ва Африка мамлакатлари, Ҳиндистон, Россия, Украина ва шу каби мамлакатларда — қўлланилади.

⁸⁴ Учинчи, яъни қўшма модел айрим давлатларда, масалан, Япония, Қозғоғистонда қўлланилади.

глобал риск сабабчиларидан бири англо-америка модели ҳисобланади.

3. Ҳар бир модел ўзига хос хусусиятларга, камчилик ва ижобий тарафларга эга эканлиги, уларни Ўзбекистон шароитида қўллашда тараққиётнинг «Ўзбек модели»га мос давлатнинг ижтимоий-иқтисодий ривожлантириш сиёсатига асосланиш зарур.

4. Ҳар иккала моделни бирдек қўллаш ипотекани қайта молиялаштиришни ривожлантиради, лекин бунда мамлакатдаги мавжуд фундаментал омилларни тўлиқ ҳисобга олинмаслик глобал инқирозлар гирдобига тортиб кетиш эҳтимолини кучайтиради (мисол учун ипотека ва жаҳон молиявий-иқтисодий инқирози даврида Қозоғистоннинг қўш модели).

4-гуруҳ концептуал йўналишнинг мазмуни банкларнинг инновацион маҳсулотлари ва очиқ молия бозорларидаги операциялари билан боғлиқ.

Тижорат банклари ўзларининг корпоратив миқозлари учун инновацион маҳсулотларни яратишда молия инженерлари фаолиятига алоҳида эътибор беради. Бунда молия инженерлари узок, ўрта ва қисқа муддатли инвестицияларни бошқариш, банкнинг инновацион маҳсулотларини яратиш асосида банкларнинг банк хизматлари ва очиқ молия бозорларидаги рақобатбардошлилигини оширишда ва унинг миқозлари манфаатларини талаб даражасида таъминлашда катта роль ўйнайди.

Замонавий халқаро банк амалиётида банк инновацияларининг турлари сифатида қуйидагилар эътироф этилади:

1. Янги сегментлардаги банк маҳсулотлари. Буларга кўчмас мулкка (ипотекага) инвестиция қилиш, суғурта бизнеси, молиявий лизинг, траст операциялари киради.

2. Пул-молия бозорининг янги соҳаларидаги инновациялар. Буларга тижорат қоғозлари, молиявий фьючерслар ва молиявий опционлар бозори ҳамда котировка қилинмайдиган қимматли қоғозлар бозори киради.

3. Нақд пул маблағларини бошқариш ва янги информацион технологиялардан фойдаланиш.

4. Активлар ва пасивларни самарали бошқариш ва операцион харажатларни камайтиришга қаратилган хизматлар.

5. Сузувчи ставкаларга эга бўлган инструментлар, своплар.

Янги банк маҳсулотлари лимитлаштирилган ёки лимитлаштирилмаган бўлиши мумкин. Лимитлаштирилган банк маҳсулоти-

нинг миқдори уни ишлаб чиқариш бошланишидан олдин белгиланади. Унинг ҳажми куп омилларга боғлиқ бўлиши мумкин. Масалан, банкнинг устав капиталини миқдори, унга бўлган талаб ва бошқ. Бу тоифадаги банк маҳсулотларига кредит турлари, облигация ва акцияларни киритиш мумкин.

Лимитлаштирилмаган банк маҳсулотларининг миқдори ҳеч нарса билан чеклаб қўйилмаган бўлади. Масалан, пластик карточкаларнинг сони ҳеч қандай меъёр билан чекланмайди ва мавжуд талабга қараб ишлаб чиқарилади.

Иқтисодий адабиётда банкларнинг янги хизматлари ва маҳсулотлари йиғиндиси банк инновацияси сифатида талқин этилади. Банк инновацияси тижорат банкига қўшимча даромад келтириш билан бирга, миқдорларнинг оладиган даромадлари миқдорининг ошишига олиб келади.

Ўз вақтида қайтмаган кредитлари ёки ҳўжалик юритувчи субъект-ларнинг банкротлик ҳолати эълон қилинганлиги боис пайдо бўлган кредиторлик қарзлари эвазига банк балансига қабул қилинган мол-мулклар билан банкларнинг ишлашлари, улар учун инновацион тизимни ташкил этишни ва молия инжиниринги схемаларининг алоҳида ёндашувини талаб қилади. Мазкур амалиёт, 1980-йилларда бошланган бўлиб, банкларнинг муаммоли активларидан халос бўлиш мақсадида бридж-банкларни⁸⁵, муаммоли активлар билан ишлайдиган бошқарувчи компаниялар ташкил этишлари билан боғлиқ инновацион жараёни ўз ичига олади.

Ушбу йўналиш амалиётининг шаклланиши давомида банк хизматлари бозорида борган сари иқтисодий ва молиявий муносабатларнинг ривожланиб ва такомиллашиб бориши жараёнининг ҳар бир муайян даврида янгидан янги банк маҳсулотлари – кредит, депозит, ритейл, операцион техника, банк қимматли қоғозлари, инвестицион портфел, банк менежменти ва маркетинги, банкнинг электрон маҳсулотлари (кредит, дебет, смарт ва ҳ.к. карточкалар), банк хизматлари ва сиёсатининг шакллари ва турларини яратилиши ёки такомиллаштирилиб борилиши ва бунда уларнинг ҳар бирига мос келувчи янги усуллар, тамойил ва моделлар, дастак ва йўсинлар, инструментлар, технология ва схемалар, механизмлар ва ҳ.к. воситалар – пайдо бўлиб борган. Буларнинг барчаси ва банк

⁸⁵ Бридж-банк - бу инновацион юз тутган йирик банкнинг вориси сифатида ташкил этиладиган банк. Бридж-банк молиявий инновацион оқибатларини бартараф этиш мақсадида йирик банк томонидан кичик банкнинг лицензияси сотиб олинган ҳолда, банкнинг фаол активлари ва миқдорлари мазкур банкка ўтказилади.

соҳаси молия инженериясига дахлдор мутахассислар⁸⁶ саъй-харакати билан ушбу гуруҳ концептуал йўналишининг ўзига хос терминологик аппарати ва методо-логиясини ҳамда унинг бир талай тарафдорлари гуруҳининг шаклланишига олиб келди.

Ушбу концептуал йўналиш амалиётининг инновацион маҳсулотлари XX-аср давомида жаҳон банклари бозори ҳажми ва рақобатининг кескин ошишига, информацион-коммуникацион технологияларни кенг жорий қилинишига, капиталларнинг глобал оқимининг кучайишига, банк рискларининг диверсификацияланишига, банк синдикатлари, банк холдинглари ва банк-саноат гуруҳлари, молиявий глобаллашув жараёнларининг кескин ривожлантирилишига олиб келди. Бундай ижобий тенденциялар билан бирга банк бозорларида бир қатор салбий ҳолатлар ҳам вужудга келди, масалан, хаддан ташқари спекулятив операциялар, миқозлар учун курашнинг қўпол йўллари, кредит «қўпиги» ва «пирамида»лар, бошқа банкларни ютиб юбориш ва сунъий банкротликка дучор қилишлар, натижада молиявий инқирозлар ва уларнинг салмоғи кўпайди, беқарорликлар ва глобал риск кучайди.

Хулоса тарзида айтиш мумкинки, бунда ҳам мазкур 4-гуруҳ концептуал йўналиши амалиёти ва унинг маҳсулотлари ўзига хос хусусиятларга, камчилик ва ижобий тарафларга эга эканлиги, уларни Ўзбекистон шароитида тараққиётнинг «Ўзбек модели»га мос давлатнинг ижтимоий-иқтисодий сиёсатига мақбул бўлган мамлакат банк хизматлари бозори учун алоҳида ишлаб чиқилган методология асосида қўллашни тақозо этади. Чунки, уларни мамлакатдаги мавжуд фундаментал омилларни тўлиқ ҳисобга олмасдан тўғридан тўғри қўллаш глобал инқирозлар гирдобига тўлиқлигича тортиб кетиш ва ўта ривожланган мамлакатлар банк хизматлари бозорларига қарамлик ҳолати эҳтимолини кучайтиради.

5-гуруҳ концептуал йўналишнинг мазмуни суғурта компанияларининг инновацион маҳсулотлари ва очиқ молия бозорларидаги операциялари билан боғлиқ молия инжиниринги.

⁸⁶ Масалан: амалиётчилар - Ротшильд, Рокфеллер, Варбург, Б.Бернаке ва бошқалар, олимлар - И.Фишер, М.Фридман, А.Гриф, П.Роз, V.Niechans (Financial Innovation, Multinational Banking and Monetary Policy.- Washington: Journal of banking and finance, N7. 1983, p.539), K.R. Nageswara (Innovations in Banks.- ICAFI, 2010.-200 p.), O. P. Agarwal (Innovations in Banking and Insurance.- Himalaya, 2009), Луишкова Н.А. Финансовый инжиниринг в банке как инструмент активизации привлечения клиентов./Авт. дисс. на соис. к.э.н. - СНТУ, 2004. - 21 с.; Павлова Г.С. Кредитная политика коммерческого банка - М.: ИКЦ «ДИС», 1997; Масленченко Ю.В. Финансовый менеджмент в коммерческом банке. Технология финансового менеджмента клиента. - М.: Перспектива, 1997; Мороз А.Н. Банковские операции - Киев: КНЕУ, 2002 - С. 379; К. Тагирбеков, О.Лаврушина, А.Полудук ва бошқалар.

Суғурта ташкилотлари ўз миқозларининг турли рисклари самарали молиялаштириш орқали олдини олиниши борасида суғурталашнинг турли инновацион маҳсулотларини яратишда молия инженерлари фаолиятига алоҳида эътибор беради. Бунда молия инженерлари узоқ, ўрта ва қисқа муддатли инновацион полисларни яратиб суғурталаш амалиётига жорий қилиш ва инвестицияларини самарали бошқариш асосида суғурта хизматлари ва очиқ молия бозорларидаги рақобатбардошлилигини оширишда ва унинг миқозлари рисклари ва манфаатларини талаб даражасида таъминлашда катта роль ўйнайди. Ушбу йўналиш амалиётининг шаклланиши давомида суғурта хизматлари бозорида борган сари иқтисодий ва молиявий муносабатларнинг ривожланиб ва такомиллашиб бориши жарёнининг ҳар бир муайян даврида янгидан янги суғурта маҳсулотлари – полислар, ритейл, қайта суғурталаш, операцион техника, қимматли қоғозлар, инвестицион портфел, суғурта менежменти ва маркетинги, риск-менежмент, актуарий, суғурталаш хизматлари ва сиёсатининг шакллари ва турларини яратилиши ёки такомиллаштирилиб борилиши ва бунда уларнинг ҳар бирига мос келувчи янги усуллар, тамойил ва моделлар, дастак ва йўсинлар, инструментлар, технология ва схемалар, механизмлар ва ҳ.к. воситалар – пайдо бўлиб борган. Буларнинг барчаси ва суғурта соҳаси молия инженериясига дахлдор мутахассислар⁸⁷ саъй-ҳаракати билан 1.1-параграфда берилган 5-гурух концептуал йўналишининг ўзига хос терминологик аппарати ва методологиясини ҳамда унинг бир талай тарафдорлари гуруҳини шаклланишига олиб келди.

Ушбу концептуал йўналиш амалиётининг инновацион маҳсулотлари XX-аср давомида жаҳон суғурта компаниялари бозори ҳажми ва рақобатининг кескин ошишига, информацион-коммуникацион технологияларнинг кенг жорий қилинишига, капиталларнинг глобал оқимининг кучайишига, суғурта рискларининг диверсификацияланишига, суғурта синдикатлари, суғурта холдинглари ва суғурта-саноат гуруҳлари, молиявий глобаллашув жараёнларини кескин ривожлантирилишига олиб келди. Бундай ижобий тенденциялар билан бирга суғурта бозорларида бир қатор

⁸⁷ Масалан, Ivanov S.S. Risk insurance theory and practice (на англ. языке).-М.: Амол, 2010.-496 с.; О. Р. Agarwal. Innovations in Banking and Insurance. -Himalaya, 2009; Ben G. Baldwin. The Complete Book of Insurance: The Consumer's Guide to Insuring Your Life, Health, Property and Income, Revised Edition.- Irwin Professional Publishing, 1996.-275 p.; Хейдема Джеймс М.Уалеченный агент: практическое пособие для страховых агентов. -М.: Волтерс-Клувер, 2008; Федорова Т.А. Страхование.-М.: Магистр, 2008.-1006 с. ва бошқалар.

салбий ҳолатлар ҳам вужудга келди, масалан, хаддан ташқари спекулятив операциялар, мижозлар учун курашнинг қўпол йўллари, суғурта «кўпиги» ва «пирамида»лар, бошқа суғурта компанияларини ютиб юбориш ва сунъий банкротликка дучор қилишлар, натижада молиявий инқирозлар ва уларнинг салмоғи купайди, беқарорликлар ва глобал риск кучайди.

Хулоса тарзида айтиш мумкинки, бунда ҳам мазкур 5-гуруҳ концептуал йўналиши амалиёти ва унинг маҳсулотлари ўзига хос хусусиятларга, камчилик ва ижобий тарафларга эга эканлиги, уларни Ўзбекистон шароитида тараққиётнинг «Ўзбек модели»га мос давлатнинг ижтимоий-иқтисодий сиёсатиغا мақбул бўлган мамлакат суғурта хизматлари бозори учун алоҳида ишлаб чиқилган методология асосида қўллашни тақозо этади. Чунки, уларни мамлакатдаги мавжуд фундаментал омилларни тўлиқ ҳисобга олмасдан тўғридан-тўғри қўллаш глобал инқирозлар гирдобига тўлиқлигича тортиб кетиш ва ўта ривожланган мамлакатлар суғурта хизматлари бозорларига қарамлик ҳолати эҳтимолини кучайтиради.

6-гуруҳ концептуал йўналишнинг мазмуни номолиявий компаниялар корпоратив молия инжиниринги, жумладан бизнес-инжиниринг ва бизнес-реинжиниринг инновацион маҳсулотлари билан боғлиқ (1.1-параграф). Ушбу йўналиш маҳсулотлари асосан ҳўжалик юритувчи субъектлар ва улар гуруҳларининг молиявий фаолияти ва бизнесни бошқаришда янги молиявий технологияларни, инструментларни ва жараёнларни ҳамда реал, номоддий ва молиявий активларни молиялаштириб, капитал жалб қилишнинг янги шакллари ишлаб чиқишга, инвестицион лойиҳаларнинг самарадорлигини баҳолаш, бенчмаркинг ва оптимал бюджетлаштиришга, қайта ташкил қилиш (реструктуризация) ва санация (соғломлаштириш)га, рискларни бошқариш ва инқирозга қарши бошқаришга қаратилган. Асосий эътибор, асосан долзарб муаммо бўлган корпоратив гуруҳларда пул (молиявий) оқимларани самарали бошқаришга қаратилган. Буларнинг барчаси ва корпоратив соҳаси молия инженериясига даҳлдор мутахассислар⁸⁸ саъй-ҳаракати билан 1.1-параграфда берилган 6-гуруҳ концептуал йўналишининг ўзига хос терминологик аппарати ва методо-

⁸⁸ Масалан, Р.Коҳ, М.Хаммер, Дж.Ван Хорн, Дж.Майерс, Л.Крушниц, В.Бочаров, И.Бланк, Б.Рапопорт, А.Скубечко, В.Балашов, Е.Ойсман, ЭюПопов ва бошқалар.

логиясини ҳамда унинг бир талай тарафдорлари гуруҳини шаклланишига олиб келди.

7-гуруҳ концептуал йўналишнинг мазмуни Шарият қонунларига асосланган молия-кредит тизимининг Ислом динига асосланган модел доирасидаги эволюционлашиб боровчи маҳсулотлар ва улар бўйича шартномалар билан боғлиқ. Ушбу йўналиш мутахассисларининг Ислом модели доирасидаги молия инжиниринги турли жиҳатларини очиб беришга қаратилган бир қатор ишлари маълум бўлиб⁸⁹, мазкур моделнинг мазмун-моҳияти ва маҳсулотлари 10-иловада берилган.⁹⁰

Мамлакатимизда исломий банкларни юзага келиши Ўзбекистон молия бозорига янги молиявий инструментларни ва узоқ муддатли инвестиция-ларни кириб келишига замин яратади. Бу эса мамлакатимиз тижорат банкларининг хизматлар доирасини кенгайтишига, аҳоли ва компаниялар учун янги қулайликларни яратилишига олиб келиши мумкин.

8-гуруҳ концептуал йўналиш иқтисодий субъектларининг очиқ молия бозорлари ва улардан фарқли реал товар ва хизматлар бозорларидаги операцион фаолиятида қўлланилувчи инновацион нарх-наво инжиниринги (нарх-наво молия инжиниринги) билан боғлиқ.

Нарх-наво молия инжиниринги дунё бозорларидаги нархлар барқарор эмаслиги туфайли ва уларга турли омиллар билан бир қаторда психологик омилнинг харидорлар хатти-ҳаракатига таъсири сезиларли бўлганлиги сабабли охириги 50 йил давомида кучли ривожланди. Мисол тариқасида давлат антимонопол органининг миллий бозордаги монополистлар нархларини тартибга солишини, давлат эҳтиёжлари бўйича нархлар сиёсатини, ташқи иқтисодий фаолиятни тартибга солишда экспорт ва импорт операцияларидаги тарифлар сиёсатини келтириш мумкин. Корпоратив секторда банкларнинг ритейл ва спекулятив валюта операциялари, спекулятив-портфел инвесторларнинг қимматли қозғалар бозоридаги маркет-мейкерлик, дилерлик ва брокерлик операциялари, фонд биржалари маклерларининг савдони бошқариш ва котировкани белгилаш фаолияти, ризлторларнинг уй-жой бозоридаги спекулятив операциялари, улгуржи ва чакана савдо

⁸⁹ Salman Syed Ali Muhammad Ubaydulloh (Islamic Capital Market Products, Developments and Challenges, Islamic Development Bank Group Islamic research and Training Institute, 1425 H/2005 year, 92-p.), Аббос Мираҳорор, Аҳмад Зиёуддин, Абдуллох Юсуф, Айюб Мухаммад, Э. Икбал, Д. А. Ал-Шарайех ва х.к.

⁹⁰ Ҳозирда Бирлашган Америкада ГРО механизмлари юритилиши ҳам шулар жумласидан ҳисобланади.

ташкilotларининг спекулятив операциялари, коммивояжер ва тармоқланган маркетингни қўлловчи фирмалар хизматлари бўйича нарх-наволар тарифи (нархни шакллантириш) сиёсатларини келтириш мумкин. Яна бир мисол – бу уяли алоқа операторлари хизматлари бўйича нарх-навонинг турли тарифлари сиёсати.

Ушбу мисолларда келтирилганларда нарх-наво молия инжиниринги айниқса кучли намоён бўлган. Уларда ҳар бир янги жорий қилинган нарх ва тариф муайян даврда инновацион бўлганлиги сабабли, бу нарх (тариф)ни нарх-наво молия инжиниринги маҳсули деб қаралса бўлади. Чунки, бундай иқтисодиёт субъектларида янги нарх тарифларини ишлаб чиқиш билан шугулланувчи махсус креатив (инноватор) мутахассислар ишлайди. Фикримизча, айнан шундай мутахассисларни бозор нарх-навоси молия инжинирингининг молия инженерлари деб қаралса бўлади.

Нарх-наво молия инжиниринги ушбу бозорларда товарлар қийматининг бозор баҳоси ва нархи эквивалентлигини бузилиши (2.7-параграфга қаралсин) рисқи меъёр даражасида бўлмаганлиги сабабли долзарб ва спекулятив бозор операциялари амалиётида айниқса аҳамиятли (1.1-параграф). Бунда нарх-наво молия инжиниринги ушбу бозорларда рақобатбардошлиликни таъминлаш мақсадида товар қийматининг баҳоси ва нархи орасидаги салбий тафовутни бартараф этиш асосида курс даромад (фойда)ни таъминлашга ва умуман юқори волатиллик ва рисклар шароитида рақобатни кучайтирувчи ва даромадни оширувчи инновацион спекулятив нарх-наво стратегиялари ва тариф (нарх ва баҳо)лари миқдорларини ишлаб чиқиш ва жорий қилиш жараёнига қаратилган. Бу дегани, товар қийматининг бозор баҳоси ва нархи бўйича баҳолаш хизматлари бозори ва молия (товар) бозоридаги номутаносиб спекуляция ва нарх-наво манипуляцияларига, ноқонуний инсайдерлик ва бозор конъюнктурасига психологик тайзикларга, бозор монополиясига ва шу каби бошқа салбий ҳолларга йўл қўйиш мумкин эмас. Бундай салбий ҳолатларни бартараф этишда ва ижобий тарафини таъминлашда антимонополия ташкилоти ва компанияларнинг товар қиймати адолатли бозор баҳосини ҳолис баҳоловчи ҳисоб-китоблари асосида таъминланиши ва унга мос (эквивалент) келувчи объектив бозор нархини эркин (очиқ) бозор конъюнктураси асосида белгила-нишини кўрсатиш мумкин. Шунинг учун ҳам, айнан нарх-наво молия инжиниринги, унинг ижобий ва салбий тарафлари ва

таъсирини чуқур ўрганиш, уларнинг натижаларини мониторинг қилиб бориш ҳозирда барча мамлакатлардаги антимонополия ташкилотлари ва молия бозори регуляторларининг миллий бозорда нарх-навои мувофиқлаштириш ва назорат қилиш сиёсатида асосий муаммолардан бири сифатида қаралиши зарур. Ҳозирда товарларнинг объектив бозор нархлари шаклланишига ва адолатли қиймати баҳоланишига кўпдан-кўп омиллар таъсир кўрсатганлиги, мос равишда улар ўта тез ўзгарувчан ва волатил бўлганлиги сабабли, уларни бошқариш ўта мушкул ҳисобланади. Одатда, мулкнинг қиймати унинг нархи эмаслиги сабабли, бозор айлан-масидаги реал товарларнинг объектив бозор нархларини шакллантириш маркетинглар ва савдо тизимларга тегишли фаолият, адолатли қийматини баҳолаш эса ҳолис баҳоловчилар томонидан амалга оширилади. Лекин инновацион ҳисобланган янги ёки такомиллашган молиявий маҳсулот қиймати ҳолис баҳоловчи томонидан дастлабки тарзда баҳолангани билан, унинг конфиденциал товар бўлганлиги ва кўпинча келажакдаги бозор нархи мавҳумлиги муносабати билан истиқболий бозор қиймати ва нархини ўзаро эквивалент равишда шакллантиришга, фикримизча, нарх-наво молия инжиниринги дахлдор деб биламиз.

9-гурӯҳ концепцияси, яъни инновацион молия асоси бўлган тизимли молия инжиниринги (ТМИ), гоёсининг мазмунини (1.1-параграф) мавжуд чет эл концепциялардан – юқорида келтирилган саккизта концепциядан – фарқли, ўз ичига глобал (мета) ва дунё (ҳамда миллий) минтақалари (меза) молияси, давлат ва муниципал (маҳаллий ҳокимиятлар) молияси, корпоратив (молиявий ва номолиявий институтлар) молия, уй ҳужаликлар (жумладан индивидумлар) молияси ва уларнинг молия бозорларидаги молия инжиниринги йўналишларини комплекс олиб⁹¹, умуман МКТнинг турли иерархик – мета-⁹², меза-⁹³, макро-⁹⁴, микро-⁹⁵ ва нано-⁹⁶ – поғоналарда рақобатбардошлиги, молиявий барқарорлиги ва

⁹¹ Фикримизча, ушбу йўналишлар Жаҳон банки ва Халқаро валюта фонди томонидан молия-кредит соҳаси таркибига берган таъсифига туғридан-туғри мос келади. Яъни, ушбу халқаро институтлар молия-кредит соҳаси давлат (жумладан, муниципал) ва корпоратив (жумладан, молиявий ва номолиявий ташкилотлар молияси) молия ҳамда молия бозоридан яборат деб ифодалайди.

⁹² Мета поғона – глобал иқтисодийёт микёсида қўрилувчи масалалар.

⁹³ Мезо поғона – минтақа (ҳудуд) мамлакат ичидан ва давлатлар уюшмаси (масалан, Еуропа аттифоки, МДХ ва ҳ.к.) доирасида бўлиши мумкин.

⁹⁴ Макро поғона – мамлакат иқтисодийёт микёсида қўрилувчи масалалар.

⁹⁵ Микро поғона – тармоқлар ва ҳужалик юритувчи институтлар доирасидаги иқтисодий масалалар.

⁹⁶ Нано поғона – индивидумлар, яъни инсонлар ва уларнинг уй ҳужаликлари доирасидаги иқтисодий фаолияти микёсида қўрилувчи масалалар.

жавфсизлиги уларни таъминловчи инновацион маҳсулотлар билан боғлиқ. Бунда ТМИнинг ҳар бир йўналиши ўзига хос хосса ва хусусиятлардан иборат бўлиб, 1.1-параграфда берилган умумий ғоя доирасидаги терминологик аппарат ва методологияга асосланади.

ТМИ ғояси ва унинг ҳар бир йўналиши мазмунан ва шаклан Жаҳон банки ва Халқаро валюта фонди томонидан молия-кредит соҳаси таркибига берилган тавсифига тўғридан-тўғри мос келади. Мазкур ғоядан ўз-ўзидан кўриниб турибдики, юқорида келтирилган 1-8 гуруҳ концепцияларининг ҳеч бири ушбу халқаро институтлар тавсифига мос равишда молия-кредит соҳаси (МКС)нинг барча таркибий қисмларини тўлиқ, тизимли ва комплекс қамраб ололмайди. Яъни, юқорида келтирилган биринчи олтита концепциянинг ҳар бири МКСнинг алоҳида таркибий қисмини (масалан, қимматли қоғозлар бозори – 1-гуруҳ ва 3-гуруҳ концептуал йўналишлари – ёки пул ва валюта бозори – 2-гуруҳ концептуал йўналиши – ёки бундай қисмнинг алоҳида жиҳатини (масалан, корпоратив молияга турига кирувчи банк – 4-гуруҳ концепция – ёки суғурта ташкилотлари – 5-гуруҳ концепция – молияси ва номолиявий компаниялар – 6-гуруҳ концепция – молияси) қамраб олиши мумкин. Лекин кўламига кўра 7-гуруҳ концепцияси – Шариат қонунларига асосланган МКСнинг Ислом модели доирасидаги эволюционлашиб боровчи маҳсулотлар ва улар бўйича шартномалар билан боғлиқ молия инжиниринги 9-гуруҳ концепциясига қараганда бир мунча чекланган бўлиб, уларнинг ғоялари – терминологик аппарати ва методологик асослари – бир-биридан кескин фарқланади. Аммо ТМИ ўзининг тизимлилигига кўра 7-гуруҳ концепцияси амалиётни дастаклари ва маҳсулотларини ҳам қамраб олади. Бунда шуни айтиш мумкинки, молиявий глобаллашув жараёнларининг янада ривожланиши келажакда 7-гуруҳ концепциясининг борган сари маълум жиҳатдан интер-националлаштириб боришини тақозо қилмоқда. Ушбу фикрни молия инжиниринги борасида 1.1- ва 1.2-параграфларда ҳамда юқорида айтилганлардан ҳам англаш мумкин.

Шундай қилиб айтиш мумкинки, ТМИ замонавий МКСни ва унинг жаҳондаги мавжуд барча концепцияларни тўлиқ қамраб олувчи бир бутун концептуал йўналиш бўлиб, ўзининг ғояси ва иқтисодий мазмун-моҳиятига кўра Ўзбекистон шароитида тараққиётнинг «Ўзбек модели»га мос давлатнинг ижтимоий-иқтисодий сиёсатига мос бўлган мамлакат МКТни инновацион ривожланти-

ришнинг бир бутун назарий-методологик базиси ва амалий дастаклари сифатида қабул қилиниши мумкин десак бўлади.

1.4. Тизимли молия инжиниринги ривожланишини шакллантирувчи омиллар таснифи

Жаҳон глобаллашуви шароитида жаҳон молия-кредит тизими (МКТ)ни инновацион ривожланишининг катализатори сифатида намоён бўлган (1.1-1.3-параграфлар) молия инжиниринги амалиёти ва унга боғлиқ равишда назарияси ривожланишини шакллантирувчи омилларни тизимли ўрганиш ва унинг асосида Ўзбекистон учун фойдали хулосаларга эга бўлиш муҳим масала ҳисобланади. Зеро Ўзбекистоннинг инновацион иқтисодий ва ривожлантириш сиёсати мамлакатда молия инжиниринги ва унинг инновацияларини кенг жорий қилинишини тақозо этганлиги сабабли кўйидаги саволларга жавоб топилиши зарурлиги табиийдир:

1. «Қандай омиллар жаҳонда молия инжиниринги ривожланишини шаклланишига сабаб бўлган ва улар қандай характерга эга?»,

2. «Бу омиллар Ўзбекистон шароитида молия инжинирингини шакллантирилишида қандай хусусиятларга эга?»

Ушбу саволларга жавоб топиш учун, авваламбор, жаҳон иқтисодий амалиётида молия инжинирингининг шаклланиши ва ривожланишини белгилловчи омилларни таснифлаш ва тавсифлаш зарур. Зеро таснифлаш кўйилган саволларга жавоб топишга ва унинг асосида молия инжиниринги ва унга таъсир этувчи омилларнинг мазмун-моҳиятини, молия инжиниринги жараёнлари ва омилларни сабаб-оқибат категорияси асосида ўзаро боғлиқлигини, уларнинг хосса ва хусусиятлари ҳамда молиявий инновациялар ижоди жараёнлари ва қонуниятларини иқтисодий билан боғлиқлигини чуқурроқ очиб беришга ва тушунишга ҳамда ва унинг асосида Ўзбекистон учун фойдали хулосаларга эга бўлиш учун хизмат қилади.

Молия инжиниринги ривожланишини шакллантирувчи омилларни тўртта йirik гуруҳга ажратиб (1.2-жадвал) таснифлаш ва ҳар бир гуруҳга киритилган омилларни уларнинг мазмун-моҳиятига кўра кўйидагича тавсифлаш мумкин.

**Молия ижтимоиринги ривожланишини шакллантирувчи
омиллар таснифи⁹⁸**

Т.р.	Тасниф гурухи	Таъсири турли сифатий ва миқдорий индикаторларда намоён бўлувчи асосий омилар
1	Ташқи омиллар	• иқтисодий ва молиявий глобаллашув тенденциялари • иқтисодий цикллار ва уларга мос инқирозлар • жаҳон бозоридаги нархлар • жаҳондаги муаммолар: табиий офат ва катаклизмлар, уруш ва революциялар, терроризм ва ҳ.к. • дунёнинг етакчи давлатларини глобал ва минтақавий миқёсдаги сиёсатлари ва шу каби бошқалар.
2	Ички макро фундаментал омиллар	• жамиятнинг танлаган ижтимоий-маданий, ижтимоий-иқтисодий ва сиёсий ривожланиш модели, унда миллат менталитети, урф-одати, психологияси ва унинг ҳудудий хусусиятлари • мамлакат ва унинг ҳудудларида инсон омилининг ривожланиши даражаси, инновацион салоҳияти • мулкчилик тизими модели, хусусий мулкнинг ҳимояланганлик даражаси • мамлакатнинг барқарорлиги ва кредит рейтинги • миллий бозор инфратузилмасининг ривожланганлик ва очиклик даражаси, ҳуфий бозорнинг кўлами • давлат институтларининг ривожланганлик даражаси ва бизнес ҳуқуқларини кафолатланганлиги • мамлакатнинг табиий ва иқтисодий ресурсларга эгаллиги, географик жойлашуви, унда ресурсларнинг ҳудудлар бўйича тақсимланганлиги • мамлакатдаги мавжуд макроиқтисодий шароит, бизнес ва инвестиция муҳити, миллий ва ҳудудий иқтисодиётнинг рақобатбардошлиги ва ҳ.к.
3	Ички мезо ва микро омиллар	• бизнес ташкилотларининг риск, рақобатбардошлик ва молиявий ҳавфсизлик даражаси, рейтинги • фирмаларининг корпоратив бошқарув сиёсати модели ва рейтинги, бунда транспарентлилик ва инвесторлар ҳақ-ҳуқуқларини ҳимояланганлик даражаси • тадбиркорлик субъектларининг бизнес ва инвестицион фаоллиги, иқтисодий барқарорлиги, географик ва иқтисодий эркинлиги, ҳудудий тақсимланиши

⁹⁷ Манба: муаллиф томонидан тузилган.

⁹⁸ Таъкидлаш жоизки, ушбу жадалда келтирилган омиларнинг мазмун-моҳияти ва тенденция характери, уларни дунё миқёсида ва мамлакатимизга таъсири ва натижалари Ўзбекистон Республикаси Президенти И.А.Каримовнинг фундаментал асарлари ва ҳўп соқли маърузаларида батафсил очиб берилган.

		• ҳудудлар ва иқтисодиёт тармоқлари ҳамда ички бозорларнинг барқарорлиги ва бир-бири билан боғлиқлиги • молия ва кредит тизимининг, айниқса молия ва инвестициялар бозорининг, ривожланганлиги, барқарорлиги ва рақобатбардошлиги • иқтисодиёт тармоқлари ва тадбиркорлик субъектларининг экологик маданияти, инновационлик даражаси ва ҳ.к.
4	Ички наво омиллар	• инсон ва онла жипслиги (бирдамлиги), тоғувлиги, маданияти, кадр-қиммати, урф-одатлари, менталитети ва ҳақ-ҳуқуқлари, унинг иқтисодий ва сиёсий фаоллиги • инсонларнинг ўртача ёши, турмуш, билим ва даромадлари даражаси ҳамда уй ҳўжаликларининг ривожланганлиги • уй ҳўжаликлари капитали, кўчмас мулки, уй-жой билан таъминланганлиги даражаси ва ҳ.к.

Айтиш жоизки, ушбу 1.2-жадвалда келтирилган ҳар бир гуруҳ омилларини комплекс тарзда – бир-бири билан боғлиқликда – тавсифлаш ва уларни бошқа гуруҳ омилларига боғлиқликда («Сабаб-оқибат» категорияси нуқтаи назаридан) тизимли ўрганиш зарур. Бунда жаҳон иқтисодиёти ҳолатини тулиқ акс эттирувчи асосий восита – «барометр» – сифатида жаҳон молия бозорларининг ривожланиш тенденцияларига ушбу омилларнинг таъсирини кўриш мумкин. Бу борада 1.1-параграфда номлари келтирилган молия инжинирингини ўрганган йирик иқтисодчи-олимлар, жумладан Я. Миркин⁹⁹ ва Б. Рубцов¹⁰⁰ ҳамда Халқаро валюта фонди ва Жаҳон банки томонидан¹⁰¹ жаҳон МКТ бўйича ўтказилган тадқиқот натижаларини асос қилиб олинса бўлади. Ушбу тизимли тадқиқотларнинг натижаларидан айтиш мумкинки, молия инжинирингини тез суръатлар билан ривожланишига 1.2-жадвалда келтирилган омилларнинг барчаси комплекс таъсир кўрсатган бўлиб, дунёда катта иқтисодий-иқтисодий ва сиёсий ўзгаришлар, рақобат ва илмий техникавий тараққиётни кучайгани сабабли унинг

⁹⁹ Миркин Я.М. Рынок ценных бумаг России: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития.- М.:Альпина Паблишер, 2002.-624с.; www.mirkin.ru (Миркин Я.М. Риски финансового кризиса в России: факторы, сценарии и политика противодействия//Финансовая академия при Правительстве РФ, 2008).

¹⁰⁰ Рубцов Б.Б. Современные фондовые рынки. - М.: Альпина Бизнес Букс, 2006; Рубцов Б.Б. Мировые фондовые рынки: современное состояние и закономерности развития.-М.: Финансовая Академия при Правительстве РФ, 2000.

¹⁰¹ www.worldbank/wdi.org; www.wfi.org.

инновациялари ҳажми кескин ортгани жаҳон МКТда ҳам кескин ўзгаришларга олиб келди. Бунда МКТнинг ривожланиш тенденциялари бекарор бўлсада салмоқли тус олди – бир бутун интеграллашган архитектураси шаклланди (молия бозорларининг ҳаракати ўзаро синхрон бўлганлиги, демак уларни бир-бири билан сезиларли даражада кучли эканлиги, уларнинг ривожланиши Кондратьев иқтисодий циклларига мослиги сабабли), ҳозирга келиб дунё жамиятининг маблағлари тахминан 1,1 триллиард АҚШ доллари миқдорида барча муомаладаги қимматли қоғозларда мужассамлашган бўлиб¹⁰², бундай ҳолат (1.1-параграф) жаҳон иқтисодиётининг ривожланишида муҳим рол ўйнаши билан бир қаторда унга салбий таъсир ҳам кўрсатапти. Бундай ҳажмдаги молиявий активлар бир вақтнинг ўзида ривожланаётган давлатлар иқтисодиётини ўзгартишга ҳам қодирлигини кўрсатмоқда. Умуман олганда, молиявий инновацияларни жаҳон МКТнинг ҳеч бир бўғинига кирмаган жойи қолмади. Тахминий ҳисоб-китобларга кўра, молия инжиниринги инновацион маҳсулотлари қўлланилишининг салмоғи жаҳон МКТ ўсишининг 70-80 фоизни ташкил қилмоқда. Жаҳон глобализациясининг инновациялар бозорига таъсири миллий бойликнинг жамланиши омилига ўхшашдир. Мазкур жараён натижасида бозорлар рисклар ва 1.2-жадвалда келтирилган омилларга таъсирчан халқаро миқёсда интеграллашган шаклга эга бўлиб «чуқурроқ», ликвидлироқ ва сегментларга ажралган бўлади. Шу билан бирга, бу жараёнда дунёнинг етакчи индустриал ривожланган давлатларнинг жаҳон МКТда ҳукмронлиги сезиларли эканлигини кузатиш мумкин. Хусусан, XX-асрнинг охириги 30 йили мобайнида ва XXI асрнинг ҳозирги йилларигача жаҳон МКТ ва унинг молия бозорида индустриал давлатларнинг улуши унда молиявий инновацияларни фаол қўлланилганлиги ва ривожланаётган мамлакатларнинг кўпчилиги фаоллашгани эвазига сезиларлилигича қолсада йиллар сайин камаймоқда. Масалан, индустриал ривожланган мамлакатларнинг жаҳондаги акциялар бозори капитализацияси кўрсаткичи бўйича улуши 80-йилларда 53,1 фоизни ташкил этган бўлса, 1996 йилда ушбу кўрсаткич 41,9 фоизга тушди, аммо 1997-1998 йиллар мобайнида бўлиб ўтган молиявий инқироз эвазига АҚШнинг жаҳон бозори капитализациясидаги улуши ошиб 50,1% бўлди. Худди шундай ҳолат охириги (2008-2010 йй.) жаҳон молиявий-иқтисодий инқирозни даврида ҳам

¹⁰² Халқаро ҳисоб-китоблар банки (BIS), Жаҳон банки, ХВФ ва WFE маълумотларига кўра.

унинг жаҳондаги улуши 51,2 фоизни ташкил этди.¹⁰³ Ушбу маълумотлардан кўриниб турибдики, ривожланган мамлакатларнинг ҳукмронлиги молиявий инқирозлар юз берган ҳолларда кўпроқ ифодаланади ва бунда янги молиявий инновациялар синовдан ўтиб амалиётга жорий бўлади.

Таъкидлаш зарурки, ҳар қандай инновация, товар, капитал ва мулк сингари, қийматга эга бўлганлиги сабабли, қиймат наза-риясига кўра, молиявий инновация қийматига таъсир этувчи тўртта асосий омилни кўрсатиш мумкин: нафлилик (фойдалилик), дефицит (ноёблик, камёблик), истемолчанлик ва реал харид имконияти. Ушбу омиллар қуйидаги тамойиллар орқали намоён бўлади:

1) инновацион объектни нафлилиги тўғрисидаги тасаввурига асосланган тамойиллар;

2) инновацион объектнинг кўрсаткичларига асосланган тамойиллар;

3) инновациялар бозори муҳити таъсирини назарда тутувчи тамойиллар;

4) энг яхши ва энг самарали трансфер ва фойдаланиш тамойиллари.

Юқорида келтирилган омилларнинг Ўзбекистон шароитида молия инжинирингининг шакллантирилиши жараёнига таъсири шаклан ва мазмунан ўзига хос тарзда кечган. Бунда барча гуруҳларга қирувчи омилларнинг таъсири характери шаклла-нишида Ўзбекистон Республикаси Президенти И.А. Каримов томонидан яратилган, босқичма-босқич ва изчил амалга оширилаётган ривожланишнинг «Ўзбек модели» ва унинг асосида давлат томонидан самарали амалга оширилаётган жамият ва иқтисодий инновацион ривожлантириш сиёсати муҳим рол ўйнайди (1.2-параграф). Масалан, ташқи омил сифатида қараладиган жаҳон молиявий-иқтисодий инқирозининг Ўзбекис-тонга таъсири бошқа мамлакатлардагидек мудҳиш кечмади. Бунга сабаб, ички фундаментал омиллар сифатида мамлакатда етарлича яратилган қулай макроиқтисодий шароит ва ресурслар ҳамда ушбу инқирозга қарши 2009-2012 йилларга мўлжалланган чоралар дастури ва 2011-2015 йилларга мўлжалланган молия-банк тизимини ислоҳ қилиш Дастурининг юқори потенциали бўлди. Ушбу сабаб

¹⁰³ Ҳисоб-китобда муаллиф томонидан Emerging Market Factbook 1994-2010 йиллар маълумотларидан фойдаланилди.

Ўзбекистон шароитида молия инжиниринги ривожланишини давлатнинг прогрессив макроиктисодий сиёсати (7- ва 8-иловалар) доирасида шакллантирилишига ҳам муҳим омил бўлиб хизмат қилади. Бунда махсус ички омиллар таъсири борган сари ижобийлашиб боради. Хусусан, 1.2-параграфда берилган схема асосида айтиш мумкинки, мазмун-моҳиятига кўра жаҳон глобаллашуви шароитида Ўзбекистон Республикаси Президенти И.А. Каримов томонидан яратилган, босқичма-босқич ва изчил амалга оширилаётган тараққиётнинг «Ўзбек модели» инновацион бўлганлиги сабабли унинг асосида давлат томонидан изчил ва муваффақиятли амалга оширилаётган прогрессив макроиктисодий ва фаол инвестиция сиёсати ҳам инновациондир, демак, унинг доирасида давлат томонидан яратилиб мамлакатимиз иқтисодиётининг барқарор ривожланиши жараёнига самарали жорий қилинган молиявий инновациялар давлат молия инжинирингининг самараси сифатида миллий МКТнинг инновацион ривожланиши билан белгиланади. Бундай самара, умуман олганда, реал иқтисодиётнинг инновацион ривожланиши учун муҳим омил бўлиб хизмат қилмоқда.

1.5. Тизимли молия инжинирингининг маҳсулотлари таснифи ва тавсифи

Молия-кредит соҳаси (МКС) жаҳон амалиёти ривожланишининг муайян тарихий даврларида янгидан-янги молиявий муносабатларнинг ва уларнинг ҳар бирига мос келадиган инновацион маҳсулотлар пайдо бўлиб боргани барчага маълум. Масалан, бир неча асрлар давомида иқтисодий ва молиявий муносабатларнинг борган сари ривожланиб ва такомиллашиб бориши жарёнининг ҳар бир муайян тарихий даврида янгидан-янги пул, валюта ва кредит шакллари ва турларини яратилиши ва такомиллаштирилиб бориши ва бунда уларнинг ҳар бирига мос келувчи янги ёндошув ва усуллар, тамойил ва моделлар, дастак ва йўсинлар, инструментлар, технология ва схемалар, механизмлар ва ҳ.к. воситалар пайдо бўлиб борган. Айнан худди шундай йўсиндаги инновацион ривожланиш МКСнинг барча бўғинларига (давлат, муниципал, корпоратив молияга) ҳам хосдир. Умуман олганда, бундай маҳсулотлар иқтисодиётнинг самарали ва инновацион ривожланиши катализатори (1.1-1.4-параграфлар) бўлиб хизмат қилган.

Агарда МКСдаги инновациялар амалиётининг ўтмиш тарихи ретроспективасини чуқур ва объектив таҳлил қилсак, у ҳолда унинг ривожланиш тенденциялари дунёда пул-товар муносабатлари пайдо бўлиши давридан бошлаганлигини ва МКС ўз-ўзидан молиявий инновацияларнинг қадимги тарихи билан бевосита боғлиқликда шаклланган деб айтсак хато бўлмайди. Айнан ушбу амалиёт ва унинг йилдан-йилга объектив кучайиб борган талаблари доирасида ўз-ўзидан стихияли ва билвосита тарзда молия инжиниринги амалиёти ҳам аста-секин шаклланиб борган. Шу нуқтаи назардан қаралса, аслида молия инжиниринги амалиёти ва унинг назарий асосларининг даслабки контурлари молиявий инновациялар амалиёти билан ҳамоҳанг анча чуқур ва бой тарихга эга бўлганлигини куриш мумкин. Бунда илмий ижод методологияси ва унинг ижодий ёндашуви муҳим аҳамият касб этганлиги сабабли, молиявий инновациялар амалиёти назарий асосланишни тақозо эта бошлади (1.1-1.4-праграфлар). Натижада 70-80-йилларда маълум даражада молиявий инновациялар амалиётини молия инжиниринги жараёни маҳсули сифатида қаратишига ва уни алоҳида йўналиш сифатида дастлабки контурларининг шаклланишига тўртки бўлди. 90-йиллардан бошлаб молиявий инновациялар молия инжинирингинг маҳсулотлари сифатида шиддатли ривожлана бошлади. Бунда молия инжиниринги МКСнинг функционал тузилмаси ва унинг инфратузилмаси таркибий қисмлари фаолиятдан ўрин олиб, унинг маҳсулотлари бўлиб давлат ва нодавлат молиявий ва номолиявий институтларининг молиясини оптимал бюджетлаштириш ва самарали бошқариш, инновацион ривожлантириш, молиявий оқимларни оптималлаштириш ва бошқаларга қаратилган янги ёки такомиллаштирилган дастаклар, тузилмалар, молиявий манбалар, инструментлар, технологиялар, схемалар, бозорлар, муносабатлар, лойиҳалар ва шулар каби бошқа маҳсулотлар хизмат қилади.

Ҳозирда МКС инновациялари молия инжиниринги маҳсулотлари сифатида жаҳон иқтисодиётини инновацион ривожланишининг катализатори сифатида намоён бўлганлиги сабабли, уларни таснифий ўрганиш ва унинг асосида Ўзбекистон учун фойдали хулосаларга эга бўлиш муҳим масала ҳисобланади. Чунки Ўзбекистоннинг инновацион иқтисодиётни шакллантириш сиёсати мамлакатда молия инжиниринги ва унинг инновацияларини кенг жорий қилинишини тақозо этади. Зеро тарихий таснифлаш МКС

инновацион маҳсулотлари ва уларнинг молия инжиниринги мазмун-моҳиятини, уларнинг хосса ва хусусиятлари ҳамда молиявий инновациялар ижоди жараёнлари ва қонуниятларини иқтисодийёт билан боғлиқлигини чуқурроқ очиб беришга ва тушунишга ҳамда ва унинг асосида Ўзбекистон учун фойдали хулосаларга эга бўлиш учун хизмат қилади.

МКС инновацияларини 1.1-1.4-параграфларда келтирилганлар мазмун-моҳияти ва хусусиятлари таҳлили асосида турли белгилар бўйича таснифлаш мумкин. Баъзи асосий белгилар бўйича 1.3-жадвал кўринишидаги тасниф шаклини бериш мумкин.

1.3-жадвал

МКС инновацион молиявий маҳсулотлари таснифи¹⁰⁴

Тасниф белгиси	Инновацион маҳсулот тури ва тавсифи
1. Йўналиши бўйича	Давлат молияси, муниципал молия, корпоратив молия (молиявий, номолиявий ва жамоатчилик институтлари молияси)га, уй хўжалиги молиясига, молия бозорига ва халқаро молияга, нарх-наво комбинацияси ва синтезига йўналтирилган маҳсулот
2. Мавжуд қонунчилик доирасида	Стандарт ва ностандарт маҳсулот
3. Сיעсат доирасида	Монетар (пул-кредит), бюджет-солик (фискал), ижтимоий, ташқи ва ички, савдо, нарх-наво, инвестиция, корпоратив, очиқ молия бозорларидаги, регулятив ва шу каби бошқа сיעсатларга йўналтирилган маҳсулот.
4. Қўлами бўйича	Мета, меза (минтақа, ҳудуд), макро, микро ва нано (индивидуум, яъни инсон) миқёсдаги фаолиятга йўналтирилган маҳсулот.
5. Миллий моделга мослиги бўйича	Англо-америка, континентал (Европа), Узоқ Шарқ (Япония, Корея), Ислоний, Африка, Ўзбек ва бошқа халқлар ва миллатларнинг ривожланиш моделлари доирасидаги маҳсулот
6. Жамиятнинг ижтимоий-маданий ривожланиш тамойиллари бўйича	Халқнинг менталитети, урф-одати, анъаналарига асосланган: консерватизмлик, агрессивлик, прагматизм, коллективизм, индивидуализм, корпоратизмлик, меркантилизм, спеулятивизм, гегемонизм, фундаментализм каби давлатчилик ва инсоний тамойилларга асосланувчи молиявий инновациялар
7. Тузилма фаолиятга қаратилганлиги бўйича	Функционал, институционал, инструментал ва регулятив тузилмалар доирасидаги фаолиятга қаратилган маҳсулот

¹⁰⁴ Манба: Муаллиф томонидан тизимли молия инжиниринги мазмунидан келиб чиққан ҳолда тузилган.

8. Мақсади буйича	Рақобатбардошлилик, молиявий хавфсизлик, жалбдорлилик, ликвидлилик ва даромадлиликни оширишга, барқарорлилик ва иқтисодий ўсишни таъминлашга, ижтимоий ривожлантиришга, рискни бошқаришга, қонун ҳужжатини такомиллаштиришга, инкирозий ҳолатдан олиб чиқишга, модернизациялашга, регуляцияга ва шу каби бошқа ижобий самараларга эришишга қаратилган ҳамда инкироз, ҳуфиячилик, спекуляция, қонунни бузиш ва шу каби бошқа салбий ҳолатларга қарши курашиш мақсадига йўналтирилган маҳсулот
9. Хусусияти буйича	Такомиллашган, комбинациялашган, декомпозициялашган, оптимал, мослашган, мутлоқ ва нисбатан янги инновациялар
10. Тури буйича	МКС буйича инновацион: назарий қараш, метод, услуб, йўсин, лойиҳа, фундаментал ва аналитик тадқиқот хисоботи, дастак, тизим, тактика, стратегия, хизмат, тузилма, манба, инструмент, технология, алгоритм, схема, муносабат, функция, нарх-наво, дастур, операция, конструкция ва шулар каби бошқа маҳсулотлар
11. Жорий этилиши босқичи буйича	Фундаментал ва амалий тадқиқот, трансфер ва ишлаб чиқариш босқичидаги маҳсулот
12. Инновациянинг ҳаёт циклидаги шакли буйича	Инновацион гоя, илмий-тадқиқот натижаси, экспериментал намуна, лойиҳа, тажрибавий партия, майда серия ва оммавий шаклда яратиладиган маҳсулот
13. Эгаллик ҳуқуқига кўра	Давлатга, жисмоний ва юридик шахсга тегишли маҳсулот
14. Талабга кўра	Бир мартабали, индивидуал, серияли ва оммавий маҳсулот
15. Муддатига кўра	Қисқа, ўрта ва узок муддатли маҳсулот
16. Шаклига кўра	Моддий, номоддий, шахсий иомулкий ҳуқуқ шаклидаги маҳсулот
17. Узгаришига кўра	Трансформацияланувчи, трансферланмайдиган ва трансферланувчи маҳсулот
18. Грифи буйича	Ўта махфий, махфий, хизмат доирасида махфий, очик маҳсулот
19. Трансферланиш шаклига кўра	Лицензия асосида сотилувчи, шерикчилик асосида қўлланилувчи, буюртма асосида сотилувчи, хизмат доирасида сотилувчи интеллектуал мулк (капитал, товар)
20. Трансформация кўриниши буйича	Инновацияон гоя, фундаментал тадқиқот натижаси, амалий ва экспериментал тадқиқот натижаси, нарх-наво, капитал ва товар кўринишига айланган маҳсулот
21. Тоифаси буйича	Шахсий (индивидуал), хусусий ва давлат капитали ва интеллектуал мулк бозорининг товари тоифасидаги маҳсулот

22. Муносабатлар бўйича	Ташқи, ички ва халқаро муносабатларда қўлланилувчи маҳсулот
23. Омил сифатида	Ташқи ва ички омил сифатида таъсир кўрсатувчи маҳсулот
24. Гуруҳланиши	Инструментал, операцион (институционал), функционал, пруденциал ва регулятив маҳсулот
25. Кўзланган манфаат бўйича	Ижтимоий, корпоратив ва моддий манфаат (яъни, ижтимоий ва иқтисодий манфаат) ҳамда сиёсий дивиденд берувчи маҳсулотлар

Юқорида таснифланиб тавсифланган маҳсулотлар (1.3-жадвал) мазмунидан кўриниб турибдики, «молия инжиниринги», «инновацион молиявий маҳсулотлар» билан «молиявий инновациялар» тушунчаларини бир-биридан ажратиш шартлидир. Чунки улар ўз маъносига кўра инновацияларни яратиш ва жорий этишда молиявий ижоднинг ижодий ёндашувига асосланган жараён ҳисобланади, демак улар мазмун-моҳиятининг ўзаро қарама-қаршилиги мавжуд эмас.

Мазкур 1.3-жадвалдан кўриш мумкинки, ҳар бир молиявий инновация реал илмий, ҳуқуқий, иқтисодий, информацион базис билан таъминланган инновацион капитал бўлиб, ундан кутиладиган самарани бериши зарур. Бозор шароитида барча инновацион маҳсулотларни молия инжинирингининг инновацион товари деса бўлади, чунки уларни молия инженери молиявий инновациялар бозорининг талаб ва таклифидан келиб чиқиб яратади ҳамда ўз манфаати йўлида улар бўйича бозор муносабатларини қўради. Бунда молия инженери имиджи (нуфузи, обрўси), фойда, риск, молиявий инновациялар бозори конъюнктураси ва ундаги инновацион товарнинг потенциали ва психологик муҳит, информация қўлаи каби индикаторлар ўртасидаги нисбат молиявий инновациянинг товар ва бойлик сифатида бозор қийматини шаклланишига асос бўлади.

Молия инжиниринги маҳсулоти товар сифатида намоён бўлади қачонки, уни сотиш мумкин бўлса ва у ўз эгасига эга бўла олса.¹⁰⁵ Демак, молия инжиниринги маҳсулотлари, бошқа товарлар каби, истёъмол қийматига эга инновацион товар ва бойлик келтирувчи капитал бўлади. Умуман олганда молия инжиниринги маҳсулотлари (инновацион товар ва бойлик сифатида) юқори

¹⁰⁵ Америка молия инжинирлари уюшмаси Президенти Джон Ф.Маршаллнинг фикри (Джон Ф.Маршалл, Вилл К. Бансал. Финансовая инженерия. -М.: Инфра-М, 1998).

даражада тартиблашган ва ривожланган инновациялар бозорисиз, унинг иштирокчилари манфаатларисиз ва интеллектуал мулкка эгалик ҳуқуқнинг ҳимоясисиз тасаввур қилиш мумкин эмас. Чунки инновацион молиявий маҳсулотлар фақат шундай бозордагина иқтисодий мазмунга ва ҳуқуқий конструкцияга эга.

Таъкидлаш жоизки, жаҳон глобаллашуви жараёнининг ҳар бир алоҳида босқичида омиллар (1.4-параграф) таъсири ўзгача кечиши сабабли, бирламчи тарзда ҳар давлатнинг ушбу босқичга мос макроиқтисодий сиёсати ҳам инновацион характерга эга бўлади, демак, унинг доирасида давлат томонидан яратилиб иқтисодиётнинг барқарор ривожланиши жараёнига самарали жорий қилинган молиявий инновациялар давлат молия инжинирингининг самараси сифатида миллий МКТнинг инновацион ривожланиши билан белгиланади. Бундай самара, умуман олганда, ҳар бир мамлакат реал иқтисодиётининг инновацион ривожланиши учун муҳим омил бўлиб хизмат қилмоқда.

Бунда молия инжиниринги маҳсулотлари молия-кредит соҳасининг функционал тузилмаси ва унинг инфратузилмаси таркибий қисмлари доирасида ривожланиб боради. Бунга сабаб, глобаллашув ва кучли рақобат шароитида молиявий ва номолиявий институтларнинг бизнеси ва молиясини инновацион ривожлантириш ва бошқариш, молиявий оқимларни оптималлаштириш ҳамда уларга жавобан янги молиявий манбалар, инструментлар, технологиялар, схемалар, бозорлар ва муносабатларни топиш ҳамда уларни оптимал ва самарали бюджетлаштириш зарурати кучайиб борганлиги бўлди. Бундай зарурат деярли барча мамлакатларнинг давлат молия-кредит институтлари, уй ҳужаликлар ва молия бозорлари фаолиятида ҳам ўз аксини топмасдан қолмаган.

Умуман олганда молия инжинирингининг инновацион маҳсулотлари таснифи ва тавсифидан тизимли молия инжинирингини замонавий молия-кредит соҳасини, унинг жаҳондаги мавжуд концептуал йўналишлари ва молиявий маҳсулотларини тулиқ қамраб олувчи концептуал йўналиш эканлигини кўриш мумкин. Демак, ушбу йўналиш ўзининг ғояси ва иқтисодий мазмун-моҳиятига кўра Ўзбекистон шароитида ривожланишнинг «Ўзбек модели»га мос давлатнинг ижтимоий-иқтисодий сиёсатида мақбул бўлган мамлакат МКТни инновацион ривожлантиришнинг бир бутун назарий-методологик базиси сифатида қабул қилиниши мумкин ва бунда давлат томонидан яратилиб амалиётга жорий

қилинган молиявий инновациялар миллий МКТ ривожланишига сезиларли таъсир кўрсатган десак бўлади. Бу эса Ўзбекистонда келажакда молия инжинирингининг бошқа турдаги маҳсулотларини яратилишига замин яратади.

1.6. Тизимли молия инжинирингининг таъминот турлари

Молия инжиниринги жаҳон амалиётининг ривожланиши жараёни унинг таъминоти – ташкилий, илмий-методологик, регулятив ҳукукий-меъёрий, математик, информацион, инструментал, институционал, функционал – турларининг ривожланиши билан уйғунликда кечган. Бунда бир неча асрлар давомида иқтисодий ва молиявий муносабатларнинг борган сари ривожланиб ва такомиллашиб бориши жарёнининг ҳар бир муайян тарихий даврида янгидан-янги молиявий инновациялар – молия, пул, валюта ва кредит шакллари ва турларини яратилиши ва такомиллаштирилиб бориши ва бунда уларнинг ҳар бирига мос келувчи янги ёндошув ва усуллар, тамойил ва моделлар, дастак ва йўсиялар, инструментлар, технология ва схемалар, механизмлар ва ҳ.к. воситалар – пайдо бўлиб борган (1.1-1.5-параграфлар). Айнан шу амалиёт ва унинг йилдан-йилга объектив кучайиб борган талаблари доирасида ўз-ўзидан стихияли, бевосита ва билвосита тарзда молия инжиниринги амалиёти ва унинг таъминот турлари ҳам аста-секин шаклланиб ва такомиллашиб борган.

Шу билан бирга айтиш жоизки, жаҳон глобаллашуви жараёнининг ҳар бир алоҳида босқичида омиллар (1.4-параграф) таъсири ўзгача кечиши сабабли, бирламчи тарзда ҳар бир давлатнинг ушбу босқичга мос макроиқтисодий сиёсати ҳам инновацион характерга эга бўлади. Демак, ҳам унга жавобан ва ҳам унинг доирасида яратилиб иқтисодиётнинг барқарор ривожланиши жараёнига самарали жорий қилинган молиявий инновациялар мос равишда молия инжиниринг таъминот турларининг такомиллашиб ривожланишини англатади.

Шундай қилиб, молия инжиниринги таъминот турларини урганиш ва бунинг асосида Ўзбекистон учун фойдали хулосаларга эга бўлиш ва тегишли тавсиялар ишлаб чиқиш муҳим масала ҳисобланади.

Молия инжинирингининг илмий-методологик ва функционал, инструментал (инновацион маҳсулотлари) таъминот турларига доир фикрлар 1.1-1.5-параграфларда берилган.

Молия инжинирингининг методологик, информацион, ҳуқуқий-меъёрий, институционал таъминотларига доир масалалар муаллифнинг аввал чоп этилган асарларида¹⁰⁶ батафсил берилган.

Умуман олганда, ҳозирда молия инжинирингининг таъминот турлари бошқа соҳаларга (масалан аудиторлик, баҳоловчи ва консалтинг фирмалари, молия компаниялари, банклар ва ҳ.к.) ўхшаб алоҳида бўлиб шаклланмаган. Унинг бундай соҳалардагидек алоҳида қонуний-меъёрий базаси ва инфратузилмаси ҳозирча йўқ. Лекин бунга қарамай молия инжиниринги амалиёти мазкур соҳаларнинг таъминот турларини самарали қўллаб келмоқда. Гарчи молия инжинирингининг жаҳон амалиёти, унинг кучли математик аппарати ва ахборот тизими мавжуд бўлсада, лекин ҳозирча молия инжинирингининг бир бутун (барчага умумий бўлган) илмий-методологик базиси шаклланиш жараёнида (1.1-параграф). Бунда ахборот таъминоти молия инжиниринги амалиётида жамланиб бориладиган маълумотлар сифатида бўлиб, улар молия инженерлари томонидан конфиденциал (махфий) тарзда алоҳида сақланади. Молия инжинирингида қўлланиладиган математик аппарат эса тизимли таҳлилда қўлланиладиган турли мураккаб тадқиқот усуллари (1.4-жадвал) ва уларда қўлланиладиган кўрсаткичлар (индикаторлар) тизимини ўз ичига олади.

1.4-жадвал

Молия инжинирингининг тадқиқот усулларини гуруҳлаш¹⁰⁷

Тадқиқот усулларининг гуруҳи ¹⁰⁸			
I. Молия инженерининг билим ва интуициясига асосланган усуллар	II. Тадқиқот объектини формал ифодалашга асосланган усуллар	III. Комбинациялаштирилган усуллар	IV. Ихтисослашган усуллар
1. «Ақлий атака»	1. Аналитик	1. Комбинаторика	1. Эконометрика
2. «Сценарийлар»	2. Статистик	2. Ситуацион моделлаштириш	2. Маркетметрика
3. Эксперт баҳолаш	3. Назарий-тушунчалар	3. Топология	3. Финансометрика

¹⁰⁶ Ушбу монографияда қўлланилган адабиётлар рўйхатида келтирилган.

¹⁰⁷ Манба: муаллиф томонидан тизимлаштирилиб тузилган.

¹⁰⁸ Ушбу гуруҳларга қаровчи усуллар таснифи ва таснифи муаллифнинг иккунчи монографияларида келтирилган (Экономическая системология: концепция и применение.-Т.: Iqtisod-moliya, 2010.-420 с.; Основы секьюритетрики.-Т.: Iqtisod-moliya, 2005.-376 с.; Основы финансового инжиниринга.-Т.: Iqtisod-moliya, 2005.-264 с.)

4. «Дельфи»	4. Мантикий	4. Графо-семиотик моделлаштириш	4. Секьюриметрика
5. Морфологик ёндашув	5. Лингвистик	5. Информацион оқимларни тадқиқ этиш	5. Квалиметрия
6. Иш уйивлари	6. Семиотик	6. Агентли моделлаштириш	6. Техник таҳлил
	7. График		7. Фундаментал таҳлил
	8. Тузилмалли лингвистик моделлаштириш		8. Портфел таҳлили
	9. Имитацион динамик моделлаштириш		9. Мулк қийматини баҳолаш: қиёсий, даромад ва харажат ёндошув ва усуллари

Бунда тадқиқот усуллари ва кўрсаткичларни танлаш ва комбинациялаш молия инженерининг билими ва амалий тажрибаси билан белгиланади.

Молия инжинирингида қўлланиладиган барча тадқиқот усуллари шартли равишда ўрта йирик гуруҳга ажратиш мумкин (1.4-жадвал): молия инженерининг билим ва интуициясига асосланган усуллар; тадқиқот объектини формаллаштириш шаклида ифодалашга асосланган усуллар (масалан, математик моделлаштириш ва ҳ.к.); комбинациялаштирилган усуллар; ихтисослашган усуллар.

Бу усуллар асосан молия-кредит соҳаси бўйича молия инженери томонидан зарурий ахборот база, методология ва индикаторларга асосланган ҳолда инновация объектларини таҳлил қилиш, баҳолаш, экспертиза қилиш, моделлаштириш ва прогнозлаш ҳамда улар синтези, трансфери ва трансформацияси бўйича зарурий қарорлар қабул қилиш жараёнларида қўлланилади.

Тизимли молия инжиниринги (ТМИ)да, хусусан унинг тизимли масалаларини ечишда, математик моделлар ва усуллари қўллаш муҳим аҳамиятга эга. Чунки, улар ТМИ тизимли таҳлил ва синтез масалалари доирасида омиллар ва воқеликларни ўзаро боғлиқдаги жараёнлари кечишини, молия-кредит тизими (МКТ) ва ундаги инновацион жараёнларнинг хоссалари ва қонуниятларини ўрганиш ҳамда ТМИ маҳсулотларини яратиш ва жорий қилишнинг самарадорлигини оширади.

Бунда 1.4-жадвалда келтирилган усуллар ҳамда қуйида берилган математик модел ва усулларнинг ўрни бекиёсдир. Зеро, уларнинг барчаси ҳозирда мавжуд бўлган тегишли адабиётларда кенг ва етарлича ёритилган.

Умуман олганда, таҳлил ва синтез масалалари ечими моделлар билан боғлиқ операцияларга асосланган.

Ушбу масалаларда тизимли тадқиқот (таҳлил ва синтез) иерархиясининг ҳар бир мета, макро, меза, микро ва нано поғонасида математик моделлаштириш (ёки прогнозаштириш)нинг асосий қоидалари шакллантирилиб, зарурий математик аппарат танланади ва у ривожлантирилади. Бунда намунавий (типик) математик моделлар (ММ) тузилади (уларни тузиш ва формаллашган ҳолда таҳлил қилиш усуллари берилади). Умуман олганда, функционал ва тузилмавий моделлар мавжуд.

Функционал моделлар тадқиқот объектининг фаолият юритиши (функциялар бажариши) жараёнларидаги қонуниятларни ифодалайди. Бундай ММ объект фаолияти (функцияси) жарёнлари қонуниятларини ифодаловчи тенгламалар системаси шаклида берилади.

Тузилмавий моделлар тадқиқот объектининг тузилмаси хоссаларини ифодалайди. Бундай ММ объект тузилмаси (унга кирувчи тизим, қуйи тизим, унсурлар ва улар орасидаги алоқалар) ни ифодаловчи тенгламалар системаси шаклида берилади. Бунда ММ тузиш учун қуйидаги воситалар қўлланилиши мумкин: турли хил схемалар, графлар, матрицалар (масалан, инцидентиялар ва турдошлик, рўхатлар), граф-алгоритмлар ва ҳ.к.

Одатда, амалиётда функционал моделлар тузилмавий моделлардан кейин қўлланилади. Функционал моделларни назарий ва экспериментал йўл билан тузиш мумкин.

ММлар юқорида айtilган иерархик поғоналар бўйича қурилиши мумкин. Бунда ҳар бир поғонада унга мос «тизим» ва «унсур» тушунчалари ишлатилади. Масалан, n -чи поғонадаги тизим ундан юқоридаги $(n-1)$ -чи абстракт поғона унсури деб қаралади. Бундай ёндашув объект тузилмаси ичида бир нечта блокларни ҳамда улар ичидаги унсурлар ва блоклар орасидаги алоқаларни комплекс тарзда тегишли поғонавий ММлар мажмуаси ва улар ўртасидаги алоқалар асосида тадқиқ қилиш имконини беради.

ММлар турли шаклларда ифодаланиши мумкин, масалан: инвариант, алгоритмик (имитацион, симулятив), аналитик, схематик (график).

ММлар тузилишида уларга адекватлилик¹⁰⁹, универсаллилик¹¹⁰ ва тежамлилик¹¹¹ талаблари қўйилади.

ММларда турли хил оптимизацион математик усуллар қўлланилади. Уларни танлаш учун қуйидаги таснифлаш белгиларини келтириш ўринли.

Оптималлик белгиси бўйича математик усуллар (МУ)ни иккита гуруҳга – оптимизацион (мезонга асосланган) ва нооптимизацион (мезонсиз) – ажратиш мумкин.

Масала ечимининг аниқлиги белгиси бўйича МУларни аниқ ва унга яқин бўлган ҳисоблашларга асосланган иккита гуруҳга ажратиш мумкин.

Икки белги асосида барча оптимизацион МУларни тўртта гуруҳга – аниқ ва яқинлашган оптимизацион ҳамда аниқ ва яқинлашган нооптимизацион усулларга – ажратиш мумкин. Масалан, аниқ оптимизацион усуллар қаторига оптимал жараёнлар назарияси, математик программлаштириш (дастурлаштириш)нинг баъзи усуллари ва операцияларни тадқиқ этиш усулларини киритиш мумкин, яқинлашган оптимизацион усулларга эса ушбу усулларнинг бошқа алоҳида турлари ҳамда кибернетик, экстремал экспериментларни режалаштириш ва эвристик усуллар киради. Нооптимизацион аниқ усулларга элементар математика, математик таҳлил ва эконометрик усуллар киради. Яқинлашган нооптимизацион усулларга эса статистик синовлар ва математик статистиканинг бошқа усуллари киради. Оптимизация масалалари бир ва кўп мезон (критерий)ли бўлиши мумкин.

Юқоридагилар билан бир қаторда, балансли ва омилли (факторли) усуллар ҳам муҳим ўринга эга. Балансли усуллар – тузилма, пропорция ва нисбатларни таҳлил қилиш усуллари. Омилли усул ўз ичига иқтисодий ва молиявий таҳлил ҳамда стохастик факторли таҳлил усулларини олади.

¹⁰⁹ Модель адекват ҳисобланади, агарда объектининг берилган хоссаларини мақбул аниқликда ифодаласа. Аниқлик – моделнинг чиқиб параметрлари миқдорини объектиники билан мос келиши даражаси.

¹¹⁰ Моделнинг универсаллиги ундаги ташқи ва чиқиб параметрлар сон ва таркиби билан белгиланади.

¹¹¹ Моделнинг тежамлиги ундаги ҳисоблашлар учун кетадиган компьютер ҳаражати билан белгиланади.

Моделлаштириш мақсадида актив (фаол) ва пассив (фаол эмас) экспериментлар қўлланилади. Бунда корреляцион-регрессион усуллар қўлланилиши мумкин.

Таъкидлаш жоизки, инновацион молиявий маҳсулотларни яратиш жараёнларида таҳлил, синтез, трансфер, лойиҳалаштириш, мониторинг, диагностика ва шу каби бошқа масалалари ечимининг ҳар бири мазмунан бошқаларидан фарқли равишда ўзгача қўйилади (III ва IV бобларда келтирилган). Мазкур масалаларни ечиш доирасида уларнинг ҳар бири мазмун-моҳиятига мос равишда ёндошувлар, моделлар, усуллар ва индикаторлар тизимини шакллантириш ва танлаш муҳим аҳамиятга эга.

Диагностика қилишнинг ҳозиргача мавжуд бўлган усулларини тўртта йирик гуруҳга ажратиш мумкин:

- 1) факторли таҳлил усуллари;
- 2) эксперт баҳолаш усуллари;
- 3) аралаш усуллар;
- 4) математик усуллар.

МКТ инновацион муҳитини баҳолашда учта йирик ёндошув қўлланилади: ихтисослашган, факторли (омилли), рискли.

Биринчи ёндошув 1.4-параграфда келтирилган омиллар таъсирини намоён қилувчи таҳлилнинг турли поғоналарида қўлланилувчи индикаторлар динамикаси бўйича баҳолашни назарда тутди.

Мазкур ёндошув таҳлил ва ҳисоб-китобларнинг нисбатан оддийлиги билан ажралиб туради. Бу ёндошув универсал саналиб, ундан турли поғонадаги ҳужалик тизимлари инновацион муҳитини тадқиқ этишда фойдаланиш мумкин.

Омилли ёндошув. Ушбу ёндошув мазмунан бир-бирига яқин бўлган ва омиллар деб аталадиган кўрсаткичлар йиғиндисидан таркиб топадиган йириклаштирилган гуруҳлар тузишдан иборат. Бундаги таҳлил ишлари ҳар бир алоҳида кўрсаткич билан эмас, балки инновация муҳитига таъсир кўрсатувчи омил (фактор) – йириклаштирилган гуруҳ – билан олиб борилади. Уларнинг орасига 1.4-параграфда келтирилган омиллар кириди.

Бунда турли поғонадаги ихтисодий тизимлар инновация муҳитини баҳолашдаги омилли ёндошувда барча омиллар бўйича ўртача вазнлаштирилган баҳолар йиғиндиси умумий кўрсаткич бўлиб хизмат қилади.

Рискли ёндошув. Унинг тарафдорлари инновация муҳитининг таркибий қисмлари сифатида иккита асосий вариантни – инновация салоҳияти ва инновация рискларини – кўриб чиқадилар.

Методологик талабларнинг аксариятига инновация муҳитини баҳолашнинг омилли усули кўпроқ тўғри келади. Унинг афзалликлари қаторига қуйидагилар киради: кўплаб омил-ресурслар ўзаро боғлиқлигининг ҳисобга олиниши, шунингдек, миллий МКТнинг иерархияга асосланганлиги; экспертлар баҳолари субъективлигини текислаб юбуровчи статистика маълумотларидан фойдаланиш; МКТнинг турли соғоналари инновацион жалбдорлигини аниқлашда уларга дифференциацияланган (табақалаштирилган) ёндошув; барча инновацион манбалардан максимал даражада самарали фойдаланишни таъминлашга интилиш.

Қоидага кўра, хориж мамлакатларида инновация муҳитини баҳолаш макроиқтисодий соҳага тадбиқи бўйича амалга оширилади.

Юқорида баён қилинган учта ёндашувни умумлаштирган ҳолда шундай хулосага келиш мумкинки, барча услубиятларда ёки балл баҳолари, асосан экспертлар баҳолари ёки омилларнинг статистик балл баҳолари фойдаланилади. Эксперт баҳолари, қоидага кўра, субъектив саналади, чунки эксперт камдан-кам ҳолларда энг юқори ёки энг қуйи баҳолар қўяди. Эксперт баҳо-ларининг афзаллиги уларнинг соддалиги, шунингдек, эксперт номунтазам, соф сифат характериға эға бўлган бир маротабалик ахборотдан ҳам фойдаланиши мумкинлиги ҳисобланади. Эксперт усуллари орасида «аклий ҳужум» усули ва «Дельфи» усулини ажратиб кўрсатиш мумкин. Статистик кўрсаткичларни балл баҳо-ларига келтиришда бирон-бир шкаладан фойдаланилади, у минта-қалар бўйича статистик кўрсаткичларнинг табақалашув даражасини тўлиқ маънода акс эттира олмайди. Албатта, яхшиси хатолик даражаси камлиги билан ажралиб турадиган амалий статистика маълумотларидан фойдаланиш маъқул, бироқ айрим вазиятларда экспертлар баҳоларидан фойдаланишға ҳам тўғри келади.

Молия инжинирингининг ташкилий таъминоти методологик нуқтан назардан ташкилотнинг барча таркибий тузилмалари бошқаруви билан уйғунликда бўлиши лозим.

Молия инжиниринги тизимини ташкиллаштириш бўйича чораларни алоҳида инновацион лойиҳа сифатида қараш мумкин. Ушбу лойиҳани рационал бошқариш ташкилотнинг ўз олдига

қўйган инновацион мақсадига эришишнинг асосий омили ҳисобланади. Ушбу мақсадга эришиш бўйича компания доирасида ишларни қўйидаги босқичларга ажратиш мумкин¹¹²:

1) молияни бошқаришдаги мавжуд ҳолатни таҳлил қилиш (тайёргарлик босқичи);

2) молиявий бошқариш технологиясини такомиллаштириш бўйича инновацион тактифларни танлаш;

3) янги инновацион ғояларни қидириш;

4) истиқболли ва реалистик ғояларни амалга ошириш учун тайёрлаш;

5) янги ғояларни амалиётга жорий қилиш;

6) янги ғояларни амалиётга жорий қилиш натижаларини компаниянинг рақобатбардошлиги, молиявий барқарорлиги, даромадлилиги, бозор фаоллиги нуқтаи назаридан баҳолаш.

Бунда компаниянинг олдига қўйган мақсадига кўра молия инжиниринги натижаси турлича бўлади.

Компания молия инжинирингини ташкиллаштириш асосида бошқарувнинг ташкилий тизимини шакллантириш тамойиллари бошқарув марказларини қўйидаги белгилар бўйича ташкил этишни тақозо этади:

1) турли бошқарув поғоналарини ажратувчи иерархик қуриш схемаси;

2) бошқарувни функциялар ёки фаолият турлари бўйича ажратувчи функционал схема;

3) бизнес-жараёнларни бошқариш тизимини жорий қилувчи жараёнли-ролли қуриш схемаси.

Молия инжинирингининг информацион таъминоти тизими компания молиявий бошқарувида ишлатиладиган ички ва ташқи маълумотларни ҳамда кўрсаткичлар тўпламини ўз ичига олади.

Ички маълумотлардан қўйидагилар фойдаланади:

1) компания бошқарувчи (директор)лари;

2) барча поғонадаги молиявий менежерлар;

3) компаниянинг бухгалтерия ва бошқа бўлим мутахассислари;

4) компания эгалари;

5) компаниянинг бошқа ички ахборот истеъмолчилари.

Ташқи маълумотлардан қўйидагилар фойдаланади:

1) компания кредиторлари;

¹¹² В.В. Бочаров. Финансовый инжиниринг. - СПб: Питер, 2004. - 400 с.

- 2) потенциал инвесторлар;
- 3) компания контрагентлари (шериклари);
- 4) солиқ ва статистика органлари;
- 5) аудиторлик ва консалтинг фирмалари;
- 6) суғуртачи ва баҳоловчилар;
- 7) фонд биржаси (компания биржа листингига кирган бўлса);
- 8) бошқа ташқи ахборот истеъмолчилари.

Ахборот истеъмолчилари ва ахборот таркибининг фарқла-ниши маълумот манбаларига нисбатан талабларни – нуфузлилик, тўлалик, аниқлик, тушунарлилиқ, ўз вақтидалилик, тўғрилиқ, релевантлик, солиштирмалилиқ, самарадорлилиқ – шакллантиради.

Молиявий бошқарув ахборот тизимининг бир-бири билан боғлиқ учта ахборот майдонида қурилади – бухгалтерлик, бошқарув ва солиқ маълумотларида. Бунда «ким ахборот истеъмолчиси» ва «ахборот истеъмолчиси қандай мақсадларни қўзлайди» мазмунидаги белгиларга қўра ахборот таъминоти тизими шаклланади. Бу борада англия стандарти SSAP, америкача - GAAP ва халқаро – IAS стандартлари муҳим рол ўйнайди. Лекин булар ичида GAAP стандарти муҳим ўринга эга.

Ташқи ахборот-аналитик манбалар тизими қуйидагиларни ўз ичига олади:

- меъёрий-ҳуқуқий ҳужжатлар тизими;
- сиёсий ва ижтимоий ахборот;
- микроиқтисодий, тармоқлараро ахборот;
- макроиқтисодий ахборот;
- метаяқтисодий ахборот.

Ички ахборот-аналитик маълумотларга компания ва ташкилотлар бўйича барча маълумотлар тизими киради. Бундай маълумотлар инвесторлар, компания шериклари ва кредиторлари учун муҳим.

1.7. Тизимли молия инжиниринги инновацияларининг яратилиши ва ўзлаштирилиши жараёни

Китобнинг 1.5-параграфида молиявий инновацияларнинг келтириб ўтилган таснифи уларни яратиш ва амалиётга жорий қилиш жараёнлари ўз жиҳатлари бўйича турли-туман, ўз-ўзидан молия инженерининг инновация фаолиятига таъсири, тузилиши, қўлами ва усуллари бир-биридан фарқ қилади деган хулоса

чиқариш имконини беради. Бунда молиявий инновация ривожига ундайдиган механизм бу иқтисодиёт ва молия-кредит тизими (МКТ)даги рақобатдир.

Молиявий инновациянинг ривожланиши ва бозор шароитида амалиётга жорий қилиниши уни ҳаётийлик босқичининг қайси поғонасида турганлигига боғлиқ. Назарий жиҳатдан молиявий инновация жараёни қанчалик тез амалга ошса, янгиликнинг шунчалик муваффақият қозониш эҳтимоли катта. Янгилик қанчалик «ёш» бўлса, унинг бозордаги истиқболи шунчалик порлоқ бўлади. Етуклик босқичдаги молиявий инновациядан фақат ички бозорни ноёб молиявий маҳсулотлар билан тўлдиришдагина фойдаланилади. Агар молиявий инновация ўсиш даврида бўлса, бундай ҳолда унга ички талаб қафолатланган, шунингдек унинг жаҳон молия бозорига чиқиши ҳақиқатга яқин. Агар молиявий инновация юзага келиш ёки баъзи ҳолларда ўсиш босқичида бўлса, у жаҳон инновацион иқтисодиёти ва МКТ босқичига чиқиши мумкин.

Бозор шароитида иқтисодий-молиявий фаолият юритишда молия инжиниринг фаолияти – бу молиявий интеллектуал маҳсулотни яратиш ва фойдаланиш, янги оригинал ғояларни тайёр маҳсулот кўринишигача амалга ошириш бўйича фаолиятдир.

Шундай қилиб, тадбиркор бўлган молия инженерлари бозор иқтисодиёти шароитида молиявий инновация жараёнларининг инсон омилини ташкил этувчилардир.

Молиявий инновация жараёни – анча мураккаб тушунча. У турли нуқтаи назардан ва муфассал текширишнинг турли даражаларидан қараб чиқилиши мумкин. Биринчидан, унга илмий-тадқиқот, молиявий янгилик яратиш ва ишлаб чиқариш билан ҳамоҳанг олиб бориладиган фаолият сифатида қараш мумкин. Иккинчидан, унга янги ғоя пайдо бўлишидан, то уни амалга ошириш ва тадбиқ қилишгача бўлган ҳаёт даврининг босқичлари сифатида қараш мумкин.

Умуман олганда, молиявий инновация жараёни бу ҳодиса ва муносабатлар занжири бўлиб, улар оқибатида молия инжиниринги маҳсулотлари ғоя шаклидан «етилган» маҳсулот шаклига ўтади ва молиявий-иқтисодий фаолиятга тадбиқ этилади.

Бунда молиявий инновация жараёни янги маҳсулотни жорий қилиниши билан тугалланмайди. Ушбу жараён жорий қилингандан сўнг ҳам тўхтамайди, чунки янгилик иқтисодиётда тарқалиш даражаси ошган сари такомиллашади, самарадорлиги янада ортади,

янги истеъмол хусусиятларига эга бўла бошлайди, бу унинг учун қўлланишнинг янги соҳаларини, янги бозорларни, демакки янги истеъмолчиларни вужудга келтиради.

Агар бозор иқтисодиётининг монополистик бўлган тараққиёт босқичига молиявий инновация, қоида бўйича, молия инженери (ихтирочи) на тадбиркорлар хусусиятларини ўзида мужассамлаштирилган алоҳида шахсларнинг янгиликка янтилишлари натижасида пайдо бўлган бўлса, ҳозирги пайтда молиявий инновация жараёнини фақат МКТ ташкилотлари доирасидагина амалга ошириш мумкин, чунки унинг муваффақиятли кечиши турли хил касбий малакаларга эга бўлган ва меҳнатни тақсимлаш асосида молиявий инновация жараёнига бирлашган қўлчилик одамларга боғлиқ.

Молиявий инновация жараёнини ўрганишда муҳим йўналиш – ушбу жараённи аниқ ишлаб чиқарувчига, аниқ истеъмолчига мослаб мақбул тавсияларни амалга оширилишига таъсир кўрсатувчи омилларни аниқлашдир (1.2-жадвал). Бунда молиявий инновация жараёнининг таҳлили маълум инновация фаолиятига ҳалақит берадиган ва ёрдам берадиган барча омилларни ҳисобга олиш қийинлиги тўғрисида ҳулоса чиқаришга асос бўлади. Молиявий инновация фаолиятининг омиллари унинг ташкилотларини аниқ шакллари билан ўзаро боғлиқдир. Ушбу ташкилотларга ўз навбатида бошқарув тизимининг маълум хусусиятлари ҳосдир. Инновация жараёнларини ташкил қилишнинг қўлаб аниқ шакллари бўлишига қарамасдан унинг қуйидаги асосий шакллари ажратиш мумкин: маъмурий-ҳужалик дастурий мақсадга қаратилган, кооператив мақсадга қаратилган, ташаб-бускорлик. Молиявий инновация жараёнининг энг оддий модели, фикримизча, жами жараённи мантиқий равишда алоҳида, функцияли (тузилмали) қисмларга ёки босқичларга бўлиш натижасидир.

Биринчи босқич – фундаментал тадқиқотлар, улар асосан қайтармаслик асосда давлат бюджета томонидан молиялаштирилади.

Иккинчи босқич – амалий характердаги тадқиқотлар, улар анчагина йўналишга эга ва ташкилотларда амалга оширилади ва ҳам давлат бюджети ҳисобига, ҳам ушбу лойиҳалар буюртмачиси ҳисобига молиялаштирилади. Амалий тадқиқотлар натижалари доимо ҳам олдиндан айтиб бўлинмаслиги ва ноаниқликнинг катта қисми билан боғлиқ бўлганлиги учун молиявий инновация

жараёнининг айнан ушбу боскичидан қўйилган маблағларни йўқотиш таваккалчилиги мумкинлиги пайдо бўлади.

Учинчи боскичда тажриба-экспериментал ишлаб чиқаришлар амалга оширилади. Улар молия инженерлари томонидан амалга оширилади. Ушбу боскичда молиялаштириш манбаалари иккинчи боскичдагидек бўлади, шунингдек ташкилотларнинг ўз маблағлари ҳам жалб қилинади.

Тўртинчи боскичда трансфер жараёни амалга оширилади, яъни олинган молиявий инновация билан уни ишлаб чиқаришга жорий қилиш учун лойиҳа тузилиб бозорга чиқилади. Бунда лойиҳа ички ёки ташқи фаолият мақсадларида жорий қилиниши мумкин.

Шундай қилиб айтиш мумкинки, молия инжиниринги ишларининг келтирилган босқичлигига асосан, молиявий инновация фундаментал тадқиқотлардан бошланади ва инновация маҳсулотидан фойдаланиш билан тугалланади.

Инновациянинг ҳажмига келадиган бўлсак у талаб даражаси, мослашиш қобилияти ва ташқи иқтисодий шароитларга функционал боғлиқ ҳолда ўзгаради.

Фикримизча, молия инженерининг новатор сифатидаги фаолияти янги ғояларни қидириш ва уларни амалга ошириш – тадбиркорликнинг энг қийин вазифаларидан биридир. Бу ерда нафақат ижодий фикр юритиш қобилияти ва янги ечимларни топиш, балки вужудга келган ҳолатда фаолият курсатаётган кучларни тақсимлашни тушуниш ҳам талаб қилинади. Молия инженери янги лойиҳани амалга ошириш ёки амалдагисини яхшилаш бўйича ўзига барча рискни олишга тайёрлиги, шунингдек бунда вужудга келадиган молиявий, руҳий ва ижтимоий жавобгарлиги билан боғлиқдир.

Ташкилот доирасида молия инжиниринги жараёнини ташкиллаштиришнинг асосан учта моделини ажратиш мумкин:

1) ички модели, бунда ташкилотнинг ичида ихтисослаштирилган молия инжиниринги бўлими фаолиятини ташкиллаштириш ва у ишлаб чиқарган молиявий инновациялар ташкилот томонидан мониторинг ёрдамида ўзлаштирилади;

2) контрактлар ёрдамида ташқи ташкиллаштириш, бунда молиявий инновацияни яратиш ва (ёки) ўзлаштиришга буюртма ташқаридаги ташкилотлар ўртасида жойлашади;

3) венчурлар ёрдамида ташқи ташкиллаштириш, бунда ташкилот молиявий инновация лойиҳаларини амалга ошириш учун

четдан қўшимча маблағларни жалб қиладиган шубба венчур фирмаларини ташкил қилади.

Молия инжинирингини ташкиллаштириш моделлари асосида молиявий инновация (маҳсулот)нинг янги турини яратиш ва узлаштиришнинг босқичли жараёни ётади.

II БОБ. ТИЗИМЛИ МОЛИЯ ИНЖИНИРИНГИНИНГ ИҚТИСОДИЁТНИ ИННОВАЦИОН РИВОЖЛАНИШИДАГИ ЎРНИ ВА АҲАМИЯТИ: НАЗАРИЙ ҚАРАШЛАР ВА МОДЕЛЛАР

2.1. Тизимли молия инженирингининг молия-кредит соҳасини инновацион ривожланишидаги ўрни

Жаҳон глобаллашуви ва бунда омиллар таъсири (1.4-параграф) шароитида молия инженирингини молия-кредит тизими (МКТ)нинг инновацион ривожланиш катализатори эканлиги (1.1-1.3-параграфлар) сабабли унинг МКТдаги ўрнини тизимли ўрганиш ва бунинг асосида Ўзбекистон учун фойдали хулосаларга эга бўлиш ва тавсиялар ишлаб чиқиш муҳим масала ҳисобланади. Зеро кўпчилик ривожланаётган давлатларда, жумладан Ўзбекистонда, инновацион иқтисодий шакллантириш сиёсати мамлакатда тизимли молия инжениринги ва унинг инновацияларини (1.5-параграф) МКТ орқали кенг жорий қилинишини тақозо этади.

Молия инженирингининг МКТ (яъни молия-кредит соҳаси - МКС)ни инновацион ривожланишидаги ўрнини чуқурроқ англаш учун дастлабки тарзда қуйидаги назарий фикрлар ўринли.

МКТ бозор иқтисодиётидаги трансакцияларга хизмат кўрсатиш, молиявий ресурслар (жамғармалар)ни жамлаш, тақсимлаш, бошқариш ва қайта тақсимлаш ҳамда уларни назорат қилиш функцияларини бажарувчи мураккаб тизимдир. Бунда молия бозори МКТнинг алоҳида бўғини бўлиб, у орқали молиявий ресурслар молиявий воситалар (инструментлар) ёрдамида талаб ва таклиф асосида қайта тақсимланади. Шунинг учун молия бозорини молиявий инструментлар¹¹³ бўйича талаб ва таклиф функцияси деб аташ мумкин. Унда иқтисодиёт субъектлари ўз мақсадлари ва функциялари доирасида молиявий инструментлар ёрдамида молиявий бозор муносабатларига қирадилар. Ҳар қандай молиявий

¹¹³ *Молиявий инструмент* – бу, умуман олганда, кўлат, параметр ва хоссаларга эга бўлган, махсус иқтисодий-ҳуқуқий-информацион механизм билан таъминланган, МКТдаги муносабатларни белгиловчи, молиявий ресурсларни самарали тақсимлашни ва қайта тақсимлашни таъминловчи, муайян ҳолларда маълум шаклларда даромад келтирувчи восита сифатида ҳар қил турларда, шакл ва мазмуналарда пайдо бўладиган ҳам инвестицион капитал (актив, жамғарма), ҳам тўлов воситаси, ҳам алоҳида молия бозори товаридир.

инструмент ўз мазмуни, ҳосса ва хусусиятларига ҳамда МКТдаги сегментига эга.¹¹⁴

Бунда ҳар қандай молиявий инновациялар (1.5-параграф) бир томондан МКТ ва унинг молия бозорини инновацион ривожланишини таъминлайди, иккинчи томондан унда маълум даражада тизимли риск (бозорда ноқулай салбий ўзгаришлар билан боғлиқ йўқотишлар rischi)¹¹⁵ ривожига сабаб бўлади, учинчи томондан эса бундай риск ва инновациялар МКТ рақобатбардошлилигини ошириб молиявий инқирозларга мойил қилади ва уни ҳар қандай самарасиз институт ва молиявий инструментлардан ҳолис қилади (тозалайди).

Ҳозирда МКТ юқори даражада ташкиллашган ва узлуксиз ривожланаётган, борган сари жаҳон миқёсида глобллашиб бораётган алоҳида бир бутун ва ўз муҳитига эга муносабатлар ва институтлар (қатнашчилар) мажмуаси сифатида намоён бўлувчи мураккаб тизим эканлиги аниқ ҳолат. Бунда МКТ ўзининг молия бозори билан бирга на фақат миллий иқтисодиёт ривожини, балки глобал иқтисодиёт ривожини ҳам белгиламоқда. Бунга тасдиқ сифатида иқтисодий ўсиш, инвестициялар ва МКТнинг узаро боғлиқлигини келтириш мумкин (1.1-1.5-параграфлар, 1-10-яловалар).

Молия инжиниринги нуқтаи назаридан, МКС инновацион молиявий маҳсулотлар билан боғлиқ турли муносабатлар тизими ҳамдир.

Бунда *молия бозори* – бу МКС (ёки МКТ)нинг таркибий қисми бўлиб, реал базисига эквивалент молиявий инструментлар билан боғлиқ ташкиллашган алоҳида иқтисодий-ҳуқуқий-информацион механизм билан таъминланган муносабатларни иқтисодиёт субъектлари томонидан мақсадли амалга оширилиши учун зарурий бозор шароитларини яратиб берувчи мажмуа сифатида намоён бўлувчи мураккаб тартибга солинувчи тизим. Ушбу бозорнинг

¹¹⁴ Масалан, пул ва уни товар тоифасига айлантирувчи инструментлар (кредит, чек, пластик карточкалар ва ҳ.к.) муомаласи учун уларга ҳос бўлган МКТнинг молия бозори сегментлари – мос равишда пул бозори ва кредитлар бозори ва ҳ.к. зарур, валюта учун валюта бозори, сугурта рискларини бопкариш қисматлари учун сугурта полислари бозори, қўяматли қоголар учун эса фақат фонд бозори керак. Демак, молиявий инструментлар ўз бозорда молиявий ресурслар жартармачилардан истеъмолчиларга томон ва аксинча йўналишда ҳаракат қилишни таъминловчи ва махсус иқтисодий-ҳуқуқий-информацион механизм билан таъминланган восита.

¹¹⁵ Risk Management and Control Guidance for the Securities Firms and Their Supervisors, IOSCO, 1998; Миркин Я.М., Миркин В.Я. Англо-русский толковый словарь по банковскому делу, инвестициям и финансовым рынкам. -М.: Альпина Бизнес Букс, 2006; Миркин Я.М. Риски финансового кризиса в России: факторы, специфика и политика противодействия//Финансовая академия при Правительстве РФ, 2008.-148 с. (www.mirkin.ru).

фаолият механизми иқтисодиётнинг барча субъектлари томонидан уларнинг ҳар бирини алоҳида мақсади ила манфаати доирасидаги хатти-ҳаракати натижалари билан ҳаракатга келтирилади.

МКС таркибига давлат ва муниципал молия, корпоратив молия (молиявий ва номолиявий институтлар молияси) ва молия бозорлари киради. Бунда молия бозори иқтисодий тузилмасига қуйидаги бозорлар киради:

1) пул бозори:

- қисқа муддатли кредитлар бозори;
- қисқа муддатли депозитлар бозори;
- қисқа муддатли қимматли қоғозлар бозори;
- валюталар бозори;
- репо бозори;
- қисқа муддатли деривативлар бозори;

2) капиталлар бозори:

- ўрта ва узоқ муддатли кредитлар бозори;
- ўрта ва узоқ муддатли депозитлар бозори;
- ўрта ва узоқ муддатли қимматли қоғозлар бозори;
- инвестиция, хайрия ва бошқа турдаги фондлар бозори;
- суғурта бозори;
- пенсия бозори;
- ўрта ва узоқ муддатли деривативлар бозори;
- тузилмалаштирилган молиявий маҳсулотлар бозори.

Молия бозори ҳар қандай мамлакат МКТ ва умумий бозорининг таркибий, аммо, асосий ва алоҳида қисми ҳисобланади, иқтисодиётнинг объектив ҳолатини ифодалайди ва ривожланишини белгилайди. Унда молиявий ресурслар жарғармачилардан истеъмолчиларга томон ва аксинча йўналишда ҳаракат қилади.

Бунда жамғармалар инвестицияларга инвестициялар эса янги жамғармаларга даврий трансформацияланади.

Давлат молияси тузилмасига қуйидагилар киради:

- консолидациланган бюджет;
- давлатнинг бюджетдан ташқари фондлари;
- давлатнинг олтин-валюта захираси.

МКСнинг ташкилий тузилмасига молия-кредит муносабатлар иштирокчилари, профессионал молия институтлари (бозор инфра-тузилмаси), институционал ташкиллашган бозорлар (фонд биржалари ва шунга ўхшаш савдо тизимлари), МКСнинг регулятив тизими (Марказий банк, Молия вазирлиги, ДСК, қимматли

қоғозлар бозорини тартибга солувчи орган ва ҳ.к., ўз-ўзини тартибга солувчи институтлар, қонунчилик инфратузилмаси ва профессионал стандартлар) киради.

Давлатнинг молия сиёсатига қуйидагилар киради:

- бюджет сиёсати (жумладан: давлат даромадлари ва харажатлари ҳамда давлат қарзи сиёсатлари);

- пул-кредит сиёсати (монетизация, инфляция, иқтисодиётни кредитлар билан тўйинтирилганлиги, молия сектори ликвидлиги ва барқарорлигини бошқариш);

- процент сиёсати (иқтисодиётда процент даражасини бошқариш);

- валюта сиёсати (валюта режими, валюта курсини белгилаш);

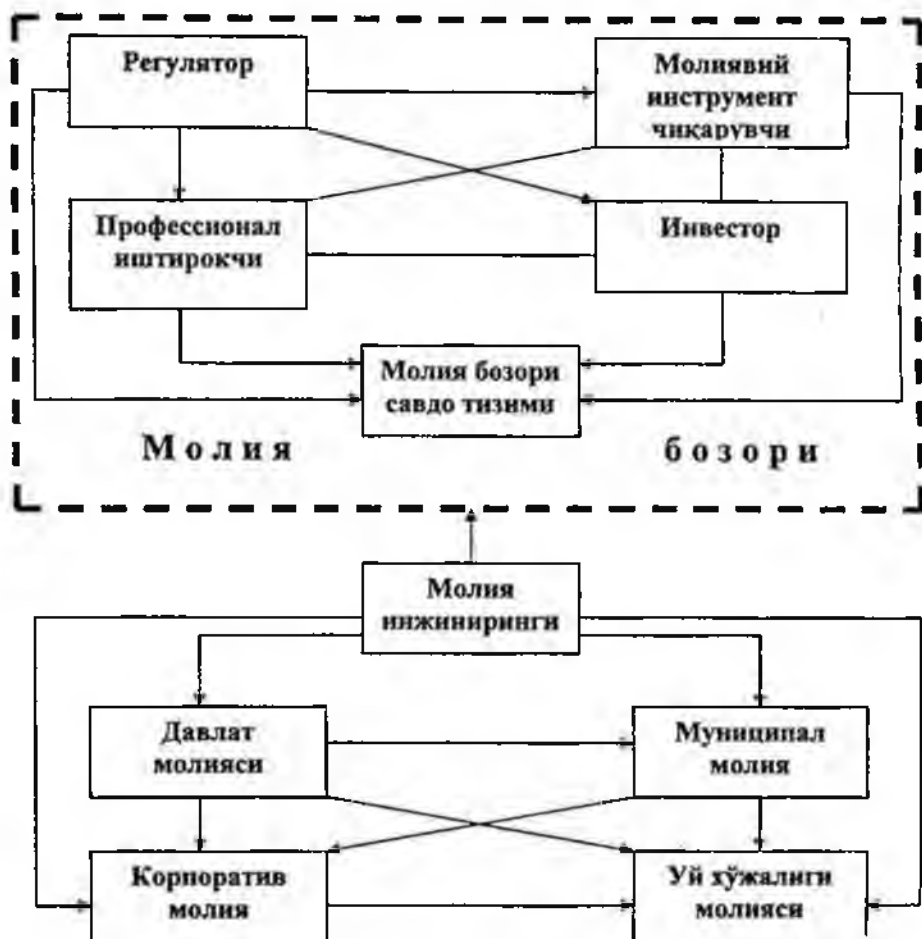
- тулов баланси/капиталлар ҳисоби сиёсати (жорий операциялар ҳисоби (счеги)/капиталлар ҳисоби режими, тулов баланси/капиталлар ҳисоби ҳолати).

Молия инжиниринги нуқтаи назаридан, МКС инновацион молиявий маҳсулотлар билан боғлиқ ишлаб чиқариш муносабатлари тизими, молия бозори эса инновацион молиявий маҳсулотлар бозоридир.

Юқорида айтилган фикрлар асосида тизимли молия инжинирингининг МКСдаги ўрнини 1.1-расм асосида 2.1-расмда келтирилган модел билан ифодалаш мумкин.

Моделдан кўриниб турибдики, молия инжиниринги МКСнинг барча таркибий қисмларида, жумладан молия бозорида ҳам, бевосита мавжуд бўлиб, унинг инновацион ривожланишини белгилайди. Бунда МКТ анъанавий ва инновацион молиявий маҳсулотлар билан боғлиқ турли институционал ишлаб чиқариш муносабатлари тизими, молия бозори эса бир вақтнинг ўзида ҳам молиявий инструментлар ва ҳам инновацион молиявий маҳсулотлар бозори эканлиги яққол намоён бўлади. Демак, жаҳон глобллашуви ва бунда омиллар таъсири шароитида молия инжиниринги МКТнинг инновацион ривожланиши катализатори. Ҳозирда ушбу шароит молия инжиниринги ва унинг инновацияларига (маҳсулотларига) кўпдан боғлиқ бўлиб, унинг ёрдамида кенг қамровда (яъни мета-, халқаро меза-, макро иқтисодий поғонада) миллий МКСларининг барқарор ва рақобатбардош ривожланиши ҳамда молиявий хавфсизлиги таъминланади. Тор қамровда (яъни миллий миллий меза-, микро- ва нано иқтисодий поғонада) эса миллий МКС институтларининг молия инжиниринги ва унинг

инновациялари ёрдамида уларнинг барқарор ва рақобатбардош ривожланиши ҳамда молиявий хавфсизлиги таъминланади.



2.1-расм. Молия инжинирингининг МКСни инновацион ривожланишидаги ўрнини ифодаловчи модел

Ўз-ўзидан кўриниб турибдики, молия инжиниринги инновацион иқтисодиёт ривожининг бош омилларидан бири эканлиги. Умуман олганда, 2.1-расмдаги модел тизимли молия инжинирингининг МКТдаги ўрнини тизимли ўрганиш учун қулай восита сифатида қаралиши мумкин.

Агарда тизимли ёндашилса, молиявий глобаллашув¹¹⁶ шароитида замонавий молия инжиниринги (кенг ва тор қамровларда комплекс қаралса) жаҳон ва миллий МКТнинг уйғунлигида инновацион ривожланиши катализатори ҳамда бундай ривожланишни таъминлайдиган молиявий ижод методологияси — инновациялар яратиш методологияси — эканлиги яққол кўринади.

2.2. Тизимли молия инжинирингининг молия бозори иқтисодий моделидаги ўрни

Мазкур бобнинг 2.1-параграфида келтирилганлар асосида тизимли молия инжинирингининг тартиблаган молия бозори иқтисодий моделидаги ўрини ифодалаш мумкин. Бунинг учун дастлабки тарзда қуйидаги назарий фикрлар ўринли.

Замонавий молия бозори муҳим хоссаларга эга бўлиб, уларга қуйидагилар кирази: бозор географияси кенглиги ва чегаралари, бозорнинг ташкилий модели параметрлари, бозорни рақобатбардошлилиги ва хавфсизлиги даражаси, бозорнинг rischiлик даражаси, бозорнинг жалбдорлиги, бозорнинг эгилувчан мослашувчанлиги даражаси, бозорни иқтисодиётга эквивалентлилик даражаси, бозорнинг функцияларини бажариши даражаси, бозорни омилларга таъсирчанлиги даражаси. Санаб ўтилган хоссалар молия бозори муҳитининг қувват потенциалини белгилайди ва ривожини шакллантиради. Яъни, молия бозори муҳитининг қувват потенциал даражаси — бош (интеграл) хосса сифатида — молия бозорининг санаб ўтилган хоссалари даражасининг миқдори билан белгиланади ва баҳоланади. Бунда ҳар қандай молиявий инновация молия бозори ва умуман МКТ муҳитининг қувват потенциал даражасини оширади.

Молия бозори муҳити табиатан юқорида келтирилган хоссалар ва ўзаро боғланган унсурлар (инструментлар, институтлар, муносабатлар) билан тўлдирилган қандайдир бир бутун тизимли фазо (эфир) деб қаралса, унда у илмий нуқтаи назардан маълум бир қувват потенциалга эга бўлади.

¹¹⁶ Молиявий глобаллашув — бу миллий ва минтақавий молия-кредит тизим (МКТ)ларини аста-секин бир бутун очик ва байналминиялланган (интернационалланган) характерга эга бўлган жаҳон МКТга интеграллашуви жараёни бўлиб, бундай МКТ молиявий глобаллашувнинг асосий шаклларида бири, жумладан, капиталларнинг халқаро характери ва инвестицияларни рақобатли жалб қилинган шакли сифатида намоён бўлади. Бунда унинг таркибидаги жаҳон молия (жумладан, қимматли қозғалар) бозори халқаро молиявий муносабатларда ўзининг ўта хажмдорлиги ва ахамиятчилиги билан характерланади.

Молия бозорининг қувват потенциали унинг иштирокчи (қатнашчи)ларини муҳит ичида ўз манфаатлари мақсадида қандайдир кучланиш билан таъсир этувчи кучи миқдори билан ифодаланиши мумкин. Бозор қатнашчиларининг мафаатлари бири-бирига зид бўлганлиги муносабати билан бозорда маълум шароитларда кучлар мувозанати вужудга келади, яъни молия бозорида талаб ва таклифнинг муайян нуктасида мувозанат ҳолати пайдо бўлишини кузатиш мумкин. Одатда, бу мувозанат қисқа вақтдан сўнг тезда бузилади.¹¹⁷ Умуман олганда, бозор тенденцияси (динамикаси) тўлқинсимон спекулятив сакрашлар тусини олади. Молия бозорининг бундай хусусияти уни хом ашё ва бошқа турдаги товар (жумладан, хизматлар) бозорларидан фарқлайди. Бунга сабаб, товар ва хом ашё бозорларидаги таклиф ишлаб чиқаришга боғлиқ, талаб эса истеъмолга боғлиқ. Лекин таклиф талабдан келиб чиқади ва аксинча, талаб таклифдан келиб чиқади, яъни улар ўзаро боғлиқ иқтисодий категориялар сифатида бири-бирида мужассамланиб, сабаб-оқибатий боғлиқликда бўлади.

Шундай қилиб, юқоридагиларнинг барчаси молия бозорининг мазмуни ва хусусиятларини ифодалайди.

Молия бозоридага мувозанатни гипотетик тарзда қуйидаги тенглама билан ифодалаш мумкин¹¹⁸: $SV = PT$. Бунда: T – молия инструментлари бўйича тузилган шартномалар ҳажми (бу эса инвестициялар ҳажмига тенг), яъни $T=I$; S – молиявий инструментлар учун таклиф қилинган жамғармалар ҳажми; V – инвестиция қилинган жамғармаларни фойда (зарар) билан қайтиши тезлиги (вақт оралиғи, ликвидлилиги); P – молиявий инструментлар бўйича тузилган шартномаларнинг (битишувларнинг) бозор нархи. Бунда $T=I$ эканлигини ва $IS-LM$ -моделини ҳисобга олган ҳолда молия бозорининг мувозанат тенгламасини қуйидагича ифодалаш мумкин¹¹⁹:

$$SV = PI \quad (2.1)$$

¹¹⁷ Масалан, бозорда харидор арзонга олишни хоҳлайди, сотувчи эса қимматроққа сотишга ҳаракат қилади. Пиролардида, ихжала тараф муайян вақтга компромисс (муроса)га келади, натижада вақтинчалик манфаатлар мувозанати вужудга келади. Лекин вақт ўтгач, бозор қуввати потенциали ва конъюнктураси ўзгариши билан тарафлар манфаати ҳам ўзгаради, натижада янги мувозанат (компромисс) ҳолати (нуктаси)га эришиш пайдо бўла бошлайди ва ҳ.к.

¹¹⁸ Шоҳдўзамний Ш.Ш. Концепция судности рынка ценных бумаг // Молия, Т., №1, 2009.-с.82-91; Концепция экономической системологии // Молия, Т., №4, 2009.-с.8-15 (давоми №1, 2010.-с.7-12); Экономическая системология: концепция и применение. -Т.: Iqtisod-moliya, 2010.-420 с.

¹¹⁹ Илмий нуктаи назардан (2.1) тенгламани пулнинг миқдорий назарияси ваби молиявий инструментларнинг миқдорий назарияси деб фарз қилиш мумкин.

Маълумки, $S=I$ тенглик бюджет-солиқ (фискал) сиёсати, $MV=PT$ тенглик эса кредит-пул (монетар) сиёсати асосида амалга оширилади. Бунда $S \rightarrow I \rightarrow M \rightarrow S$ кўринишидаги даврий боғлиқлик ушбу сиёсатларнинг эквивалентлилигини билдиради. Бу эса (2.1) тенгламани мақсадга мувофиқ эканлигини англатади. Чунки иккала сиёсат ҳам барқарор иқтисодий ўсишни таъминлаш мақсадида реал иқтисодиёт учун ишлаганлиги учун, уларнинг уйғунлашуви ва оптимал балансига эришиш (2.1) тенгламадан кўриниб турибдики, молия бозори орқали амалга оширилиши табиийдир.

Маълумки, барча мамлакатларда молия бозорининг фаолияти тартиблаштирилади (мувофиқлаштирилади ва назорат қилинади).

Шу муносабат билан, уни тартиблаштиришнинг концептуал-тузилмавий моделини математик нуқтаи назардан формаллаштирилган тарзда кўриб чиқиш ўринли. Бундан мақсад – молия бозорининг тартиблаштирилиши қонуниятлари ва дастакларини тўғри тушунишдир.

Юқорида айтилганлар асосида молия бозорини мувозанатлашувчи (тартиблаштирилувчи) квазианалог модел сифатида ифодалаш мумкин.¹²⁰ Бу моделни математик кўринишда формаллаштирилиши мумкин, яъни у мазмунан қуйидаги умумий кўринишдаги математик тенгламалар ечимига келтирилиши мумкин:

$$AX - F = \epsilon \quad (2.2)$$

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

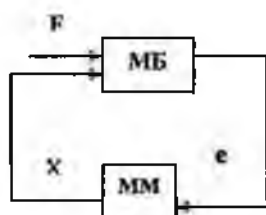
$$\Omega(dx/d\omega) + A(x)X = F(\omega), x(0) = x_0 \quad (2.3)$$

кўринишидаги оддий дифференциал тенгламалар системасига (Коши масаласи).

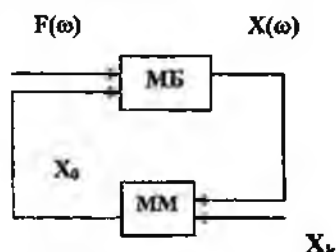
Тенглама (2.2) асосида молия бозорининг мувозанат ҳолатига эришиш 2.2-расмда кўрсатилган модел асосида ташкиллаштирилади. Бунда тенгламанинг математик ечими (илдизи) молия бозорининг мувозанат ҳолатини англатади, яъни илдизни топиш учун танлаб олинган математик метод моделда молия бозорини мувозанатлаштириш механизми фаолиятини белгилайди. Моделда: МБ – молия бозори, ММ – мувозанатлаштирувчи механизм, F – таъсир этувчи омиллар, X – тартиблаштириш параметрлари.

¹²⁰ Шохдзамий Ш.Ш. Концепция сущности рынка ценных бумаг // Молия, Т., №1, 2009-с.82-91; Экономическая системология: концепция и применение. -Т.: Iqtisod-moliya, 2010.-420 с.

Тенглама (2.3) асосида молия бозорининг мувозанат ҳолатига эришиш 2.3-расмда кўрсатилган модел асосида ташкиллаштирилади. Бунда тенгламанинг математик ечими молия бозорининг мувозанат ҳолатини аниқлатади, яъни ечимни топиш учун танлаб олинган математик метод моделда молия бозорини мувозанатлаштириш механизми фаолиятини белгилайди. Моделда: X_0 – бошланғич тартиблаштирувчи дискретдаги параметр, X_k – навбатдаги тартиблаштирувчи дискретдаги параметр.

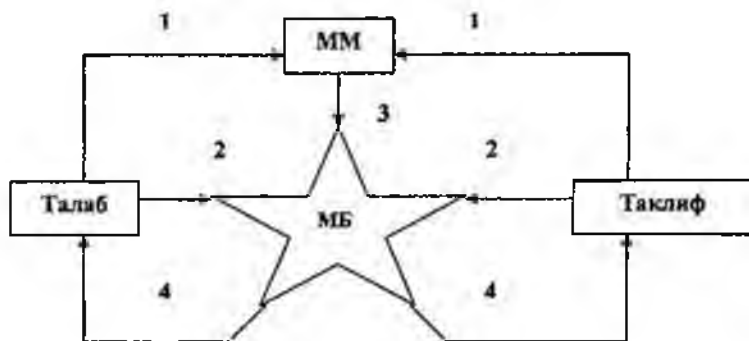


2.2-расм. 2.2-тенгламага асосланган модел



2.3-расм. 2.3-тенгламага асосланган модел

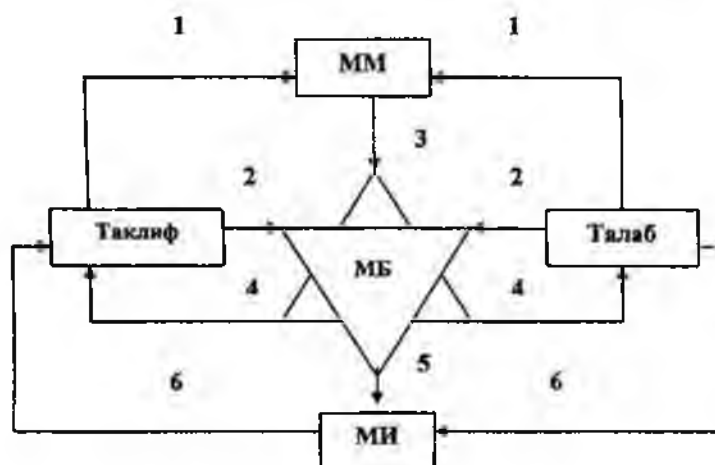
Ушбу моделлар асосида молия бозорини молиявий инновациялар таъсирини ҳисобга олмаган ҳолда тартиблаштиришнинг макроиктисодий даражадаги тузилмавий-функционал моделига 2.4-расмда кўрсатилганидек ўтиш мумкин.



2.4-расм. Молия бозорини макроиктисодий тартибга солиш модели

Моделда (2.4-расм) кўрсатилган рақамлар унинг унсурларини молия бозорига таъсири ва ўз навбатида молия бозорини унсурларга таъсири кетма-кетлиги тартибини билдиради.

Молия инжинирингининг инновацион молиявий маҳсулотларининг иқтисодиёт ривожланишидаги ўрни ва ролини ҳисобга олган ҳолда айтиш мумкинки, бундай маҳсулотлар мос равишда молия бозори конъюктурасига ҳам таъсир кўрсатади. Бу эса 2.4-расмдаги модел асосида молия бозорининг макроиқтисодий тузилмавий-функционал моделини 2.5-расмда (моделда МИ – молия инжиниринги ва унинг инновацион молиявий маҳсулотлари) кўрсатилганидек ифода этиш мумкинлигини билдиради.



2.5-расм. Молия бозорини МИ таъсирида макроиқтисодий тартиблаштириш модели

Моделдан (2.5-расм) кўриниб турибдики, молия инжиниринги молия бозорига бевосита таъсир кўрсатиб, унинг инновацион ривожланишини белгилайди. Бунда молия бозори инновацион молиявий маҳсулотлар бозори эканлиги яққол намоён бўлади. Демак, жаҳон глобллашуви ва бунда омиллар таъсири шароитида молия инжиниринги молия бозорининг инновацион ривожланиши катализатори ва инновацион иқтисодиёт ривожининг бош омилларидан бири деб айтса хато бўлмайди. Умуман олганда, 2.5-расмдаги модел молия инжинирингининг молия бозоридаги ўрнини тизимли ўрганиш учун қулай восита сифатида қаралиши мумкин.

2.3. Макроиктисодий сиёсат ва миллий молия инжиниринги амалиётининг уйғунликда боғлиқлиги

Мазкур ишнинг I-боби ҳамда 2.1- ва 2.2-параграфларида ўтказилган тадқиқот натижаларни ҳисобга олган ҳолда қуйидаги гипотеза ўринли: «Давлатимизнинг Ўзбекистон Республикаси Президенти И.А. Каримов томонидан яратилган ва замонавий иқтисодиёт илм-фани учун инновацион ҳисобланган тараққиётнинг «Ўзбек модели» асосида босқичма-босқич изчил олиб бораётган самарали макроиктисодий сиёсати доирасида молия-кредит соҳаси (tizими)ни ривожланиши катализатори сифатида ушбу модел ва сиёсатга мос равишда яратилган ва самарали амалга оширилган молия инжиниринги амалиётининг инновацион бир қатор маҳсулотлари бўлганлиги сабабли, мамлакатда инновацион молия-кредит бозор муносабатларининг шаклланиб ривожланиши ва барқарор иқтисодий ўсишга эришилган». Ушбу гипотезага асос қилиб қуйидаги фикрни айтиш мумкин: Ўзбекистон Республикаси Президенти И.А. Каримов томонидан яратилган тараққиётнинг «Ўзбек модели» шаклан ва мазмунан инновацион бўлиб, давлатнинг макроиктисодий сиёсати ва унинг доирасида миллий молия-кредит тизими (МКТ)ни ислоҳ қилиш ва инновацион ривожлантиришнинг фундаментал базиси ҳисобланади. Ушбу базис асосида ва унга мос макроиктисодий сиёсат доирасида МКТнинг инновацион ривожланиши учун давлат томонидан яратилиб амалиётга босқичма-босқич изчил жорий қилинган барча янги молиявий усуллар, тамойиллар, дастаклар ва маҳсулотлар ҳам инновацион характерга эга бўлганлиги сабабли Ўзбекистонда давлат молия инжиниринги амалиёти тараққиётнинг «Ўзбек модели» яратилган даврдан бошлаб унга мос равишда шаклланган деб таъкидлашга асос бўла олиши мумкин. Бундай ҳулоса давлатнинг макроиктисодий сиёсати ва унга мос миллий молия инжиниринги амалиётининг МКТ ривожланишининг катализатори эканлигини ва уйғунликда ўзаро узвий боғлиқдалигини билдиради.

Айтилган фикр асосида ушбу гипотезани текшириш учун қуйидаги саволларга жавоб топиш мақсадга мувофиқ: «Давлатнинг макроиктисодий сиёсати миллий молия инжиниринги амалиётини шаклланиб босқичма-босқич ривожланишига қандай схематик таъсир кўрсатади ва бунда ушбу сиёсат қайдай натижалар берган?»; «Бунда миллий молия инжиниринги амалиётининг қайси

инновацион маҳсулотлари яратилиб жорий қилиниши макро-иқтисодий сиёсат индикаторларининг ўсиши ва МКТнинг ривожланиш тенденцияларида қандай намоён бўлди?»

Таъкидлаш жоизки, умуман олганда молия инжиниринги иқтисодиёт-нинг рақобатбардошлилик кўрсаткичлари сифати ва миқдорини оширишга қаратилган бўлганлиги сабабли, унинг самараси ушбу интеграл кўрсаткични комплекс ифодаловчи макроиндикаторларнинг ўзгариши тенденцияси билан белгиланиши мумкин.

Биринчи саволга жавоб тариқасида айтиш мумкинки, Ўзбекистонда молия инжиниринги амалиётининг шаклланиши ва ривожланишига асосан фискал, монетар, инвестиция ва ташқи иқтисодий сиёсатлар омил сифатида таъсир кўрсатмоқда. Ушбу сиёсатлар ва улар билан бир қаторда пул массасини назорат қилиш ва миллий валюта – сўмнинг барқарорлигини таъминлашга қаратилган макро-иқтисодий сиёсатнинг қатор дастакларидан кенг фойдаланилмоқда ва булар эса ўз навбатида миллий МКТ инно-вацион ривожланишига қуйидаги схема (1.2-параграф) бўйича таъсир ўтказмай қолмаяпти:

Макроиқтисодий сиёсат омиллари (фискал, монетар, инвестиция ва ташқи иқтисодий сиёсатлар) → Миллий тизимли молия инжиниринги амалиёти →

Индикаторларнинг (пул массаси, миллий даромад, фойз ставкаси, инвестиция, валюта захираси фонди, солиқ юки, инфляция, иқтисодий ўсиш ва шу каби бошқаларнинг миқдорлари) ўзгариши → Молия-кредит тизимининг инновацион ривожланиши

Бунда макроиқтисодий сиёсат омиллари қандай натижалар (7-илова) бергани бўйича таҳлилий материаллар 8-иловада келтирилган бўлиб, улар бўйича қуйидаги хулосалар чиқариш мумкин.

1. Ўзбекистонда солиқ ставкалари йилдан йилга оптималлашиб бориши ва бунда ўзлаштирилган барча инвестицияларнинг қарийб 54 фоизини корхоналар ва аҳоли маблағлари ташкил этиши каби ижобий натижалар мамлакатимизда солиқ юкини камайтириш ва хўжалик юритувчи субъектларнинг инвестицион фаоллигини рағбатлантириш бўйича олиб борилаётган инновацион солиқ сиёсати самарали эканлигини тасдиқлайди.

2. Мамлакатимизда олиб борилаётган пул-кредит сиёсати жаҳон амалиётида қўлланилаётган монетар сиёсатнинг анъанавий дастакларига асослангани билан, ушбу сиёсат натижалари Ўзбекистон шароитида инновацион характерга эга. Улар қуйидагилардан иборат: қайта молиялаштириш ставкасини ўзгартириш; тижорат банклари мажбурий захира талаблари миқдорини белгилаш; ғазна мажбуриятлари билан боғлиқ очиқ бозордаги амалиётлар; Марказий банк облигациялари савдоси; сўмни хорижий валюталарга нисбатан баҳосини ўзгартириб бориш.

3. Ўзбекистон Республикаси Марказий банкининг сўнгги 2006-2010 йиллар мобайнида ўзгармасдан келаётган қайта молиялаштириш ставкасини тижорат банклари депозитлари ва кредитлари фойиз ставкаларининг барқарорлиги, банкларнинг ликвидлилигига ижобий таъсир кўрсатди. Ушбу таъсир банк инновациялари учун ҳам ижобий ҳолат ҳисобланади. Бунда қайта молиялаштириш ставкасининг пасайиш тенденциясини давом эттириш мақсадга мувофиқ бўлади. Чунки, мамлакатимизда инфляция жиловланган бўлиб, дисконт ставкасини тушириш ҳам, муомалада пул массаси қупайиши ҳам, инфляция муаммосини вужудга келтирмайди.

4. Республикамиз Хукуматининг қарз мажбуриятлари портфели мамлакатда энг йирик молиявий портфел бўлиб ҳисобланади. Ички қарзни бошқаришнинг мустаҳкам сиёсати ва унда молиявий инновацияларни жорий қилиш молия бозори ривожланишининг катализатори ҳисобланади.

5. Ўзбекистонда тижорат банкларининг мажбурий захира нормалари динамикаси умуман пасайиш тенденциясига эга бўлгани билан уларнинг миқдори ривожланган мамлакатлардагига нисбатан сезиларли даражада юқори. Бу эса иқтисодий ҳаётимиздаги пул массасида тижорат банклари кредитларининг улуши паст бўлишига олиб келмоқда.¹²¹ Бунда тижорат банклари кредитларининг ўсиш суръатлари ЯИМдан ортда қолаётганлиги иқтисодий ҳаётда пул тақчиллиги келиб чиқишига сабаб бўлиши мумкин.

6. Давлатнинг инновацион макроиқтисодий сиёсати доирасида қулай инвестиция сиёсатини юритиш орқали хорижий инвестиция ва кредитлар, корхона ва аҳоли маблағлари, банк кредитлари ва

¹²¹ Хусусан, Ўзбекистон тижорат банклари кредитларининг умумий суммаси 2001 йили 1970 миллиард сўмни ташкил этиб, бу ЯИМнинг 39,9 фоизини ташкил этган эди. 2009 йилга келиб бу кўрсаткич бироз ўсиб, 8558 миллиард сўмни ташкил этгани ҳолда, ЯИМнинг 17,8 фоизига тенг бўлди. Яъни, тижорат банклари кредитлари ўсиш динамикаси ЯИМнинг ўсиш динамикасидан ортда қолмоқда.

давлат бюджети маблағларини иқтисодиётга кенг жалб этиш борасида ижобий тенденцияга эришилган. Иқтисодиётга жалб этилган инвестициялар ҳажми барқарор суръатларда ўсиб бормоқда ва унинг таркибида марказлашмаган инвестициялар улуши жадал суръатларда ўсиб бормоқда. Ушбу жараён ижобий ҳолат бўлиб, мамлакатда ЯИМни барқарор суръатларда ўсиши ва инновацион иқтисодиётни¹²² шакллантириш учун шарт-шароит яратмоқда.

7. Ташқи савдодаги ижобий сальдо мамлакат валюта захира фондига ижобий таъсир ўтказиб, пул массаси ўсишига ва ташқи савдонинг инновацион муносабатларининг шаклланишига сезиларли хисса қўшмоқда. Айнан пул массасининг ўсиши фойз ставкаларининг тушишига ва банкаларнинг инновацион маҳсулотларига бўлган талабнинг қўпайишига олиб келади.

8. Ўзбекистон иқтисодиёти давлатнинг изчил макроиқтисодий сиёсати ила барқарор ўсиш тенденциясига эга. Ушбу тенденция ҳосиласи сифатида акциялар бозорининг ҳажми изчил ўсиб борган. Лекин савдо оборотидаги акциялар ҳажми кам бўлганига қарамай, унинг миқдори ўсиш тенденциясига эга. Зеро акциялар бозори капитализациясининг ЯИМга нисбати, Жаҳон банкининг расмий маълумотида кўра, ўзгармай қолмоқда. Айтиш мумкинки, Ўзбекистон қимматли қоғозлар бозори (ҚҚБ)нинг миллий иқтисодиётдаги роли ҳанузгача пастлигича қолмоқда. Демак, миллий ҚҚБ давлатнинг замонавий макроиқтисодий сиёсати ва унинг асосида изчил амалга оширилаётган «2009-2012 йилларда инқирозга қарши чора-тадбирлар Дастури» ва «2011-2015 йилларга мўлжалланган саноатни ва молия-банк тизимини ривожлантириш Дастурлари» талабларига тўлиқ жавоб бермаяпти. Миллий ҚҚБ Давлатнинг инновацион макроиқтисодий сиёсати ва ўзининг салоҳияти ва имкониятидан тўлиқ фойдалана олмаяпти.

9. Ўзбекистон иқтисодиётига кириб келган хорижий инвестициялар ҳажми ўсиш тенденциясига эга бўлсада, аммо ҚҚБ орқали уларнинг салмоғи камлигича қолмоқда. Бунда асосан хусусийлаштирилган компаниялардаги давлатга тегишли йирик акциялар пакети бирламчи бозор орқали стратегик хорижий инвесторларга инвестицион мажбурият асосида сотилмоқда. Иккиламчи бозор орқали эса бундай инвесторлар компаниялардаги ўз улушларини ички инвесторлар (жисмоний ва юридик шахслар) эвазига оширмоқдалар. Демак, миллий ҚҚБ миллий иқтисодиётни

¹²² Теория инновационной экономики: учебник/под ред. О.Белокрыловой.-Ростов н/Д.: Феникс, 2009.-376 с.

модернизациялаштирилишидаги давлатнинг фаол инвестиция сиёсати талабларига жавоб бера олмаяпти.

Куйилган иккинчи саволга жавоб тариқасида 7- ва 8-иловалардаги маълумотлар ҳамда I боби, 2.1- ва 2.2-параграфлари ҳамда юқорида келтирилган хулосалар асосида миллий молия инжиниринги амалиётининг қайси инновацион молиявий маҳсулотлари яратилиб жорий қилиниши макроиктисодий сиёсат индикаторларининг ўсиш ва МКТнинг ривожланиш тенденцияларида қандай намоён бўлганлигини ифодалаш мумкин.

Бунда Ўзбекистон Республикаси Президенти И.А. Каримовнинг фундаментал асарлари иқтисодиёт илм-фани учун инновацион ҳисобланган тараққиётнинг «Ўзбек модели»ни назарий-методологик базиси бўлганлиги сабабли, демак унга мос макроиктисодий сиёсат доирасида МКТнинг инновацион ривожланишида давлат томонидан яратилиб амалиётга босқичма-босқич изчил жорий қилинган барча янги дастак ва дастурлар, молиявий усуллар, тамойиллар, дастаклар ва маҳсулотлар ҳам инновацион характерга эга бўлганлиги учун Ўзбекистонда давлат молия инжиниринги амалиёти ушбу модел яратилган даврдан бошлаб унга мос равишда шаклланиб ривожланган деган фикрга асосланиш мақсадга мувофиқ.¹²³

Демак, давлатнинг макроиктисодий сиёсати дастак ва дастурлари доирасида яратилиб амалиётга босқичма-босқич изчил жорий қилинган бу инновацион молиявий маҳсулотлар иқтисодиёт ва МКТ ривожланишининг индикаторлари тенденциялари таркибида намоён бўлган деб айтиш мумкин.

Шу муносабат билан, юқорида келтирилган схемага кўра Давлатнинг макроиктисодий сиёсати омиллари таъсирини белгиловчи дастак ва дастурлар миллий тизимли молия инжиниринги амалиётини шаклланиб ривожланганлигини ва бунда давлатнинг бир қатор инновацион молиявий маҳсулотларини яратилиб жорий қилинганлигини, улар эса, ўз навбатида, мамлакат иқтисодиёти, жумладан МКТ, индикаторларининг барқарор ўсганлигини, демак МКТни инновацион ривожланиши тенденциялари динамикасида самарали намоён бўлганлигини билдиради. Бунда давлатнинг асосий инновацион молиявий маҳсулотлари (1.5-

¹²³ Бошқача қилиб айтсак, 7- ва 8-иловаларда келтирилган индикаторлар миндорий тенденциялари динамикаси ва улар негизинда юқорида берилган хулосалар базасида ривожланишининг инновацион «Ўзбек модели» ва унга мос давлатнинг макроиктисодий сиёсати доирасида МКТнинг инновацион ривожланишининг катализатори сифатида миллий молия инжиниринги амалиёти маҳсулотлари ётади.

параграфда келтирилганлар қаторида) сифатида қуйидагиларни қўйсатишимиз мумкин:

- Ўзбекистон Республикаси Президенти И.А. Каримовнинг фундаментал асарларига асосланган иқтисодиёт илм-фани учун инновацион ҳисобланган тараққиётнинг «Ўзбек модели» ва унга мос макроиқтисодий сиёсат;

- ушбу сиёсат доирасида инновацион иқтисодиёт ва МКТнинг инновацион ривожланишида давлат томонидан яратилиб амалиётга босқичма-босқич жорий қилинган барча дастак ва дастурлар, институтлар ва бозорлар ҳамда молиявий муносабатлар, усуллар, тамойиллар ва маҳсулотлар;

- юқорида санаб ўтилган модел, сиёсат ва маҳсулотларни амалга ошириш механизмини белгилловчи қонунлар ва қонуности ҳужжатлар тизими ҳамда малакали ва инновацион фикрловчи бошқарувчи кадрлар.

Буларнинг барчаси инновацион характерга эга бўлганлиги учун улар миллий молия инжиниринги амалиётини ташкил қилиб, унинг маҳсулотлари самараси мамлакат иқтисодиёти, жумладан МКТ, индикаторларининг барқарор ўсиш тенденциялари динамикаси таркибида намоён бўлган.

Юқорида айтилган фикрлар тасдиғи сифатида макроиқтисодий ва монетар сиёсатлар индикаторларининг ушбу сиёсатлар доирасида жорий қилинган молиявий инновациялар эвазига эришилган МКТ инновацион ривожланиши ва рақобатбардошлилиги натижаларини ўзида комплекс ифодалаб мужассамлаштирувчи муҳим кўрсаткичларидан бири бўлган инвестицияларнинг ўсиш динамикаси (ИЎД)га таъсири даражасини аниқлаш мақсадида корреляцион таҳлил ўтказдик. Чунки ушбу кўрсаткич (ИЎД) ўзида маълум даражада инновациялар яратилиши ва трансферини ифодалайди.¹²⁴

Бунинг учун 7- ва 8-иловалардаги маълумотлар асосида 2.1-жадвал тузилди ва таҳлилда натижавий омил сифатида инвестицияларнинг ўсиш динамикаси, таъсир этувчи омиллар сифатида эса давлатнинг инновацион дастур ва дастакларига боғлиқ бўлган пул массаси микдорининг ўзгариши, монетизация коэффициенти, қайта молиялаштириш ставкаси, мажбурий захира нормалари, фойда солиғи ставкалари микдори ва ЯИМ ўсиши олинди.

¹²⁴ Koji Miyamoto «Human Capital Formation And Foreign Direct Investment In Developing Countries», July 2003, www.oecd.org/dev/Technica.

**Монетар, фискал сиёсат ва инвестициялар бозори
курсаткичлари динамикаси, %¹²⁵**

Йил- лар	М2нинг йил- лик ўсиши X1	Монетиза- ция коэффи- циенти X2	Қайта молиялашти- риш ставкаси X3	Мажбу- рий захира нормаси X4	Фой- да соли- ғи X5	ЯИМ ўсиши X6	ИУД Y
2000	37,1	10,2	32,3	20	31	3,8	101,0
2001	54,3	10,2	26,8	20	26	4,2	103,7
2002	29,7	9,4	34,5	20	24	4,0	103,8
2003	27,1	9,3	27,1	20	20	4,4	104,5
2004	47,8	10,3	18,8	20	18	7,4	105,2
2005	54,3	14,2	16,0	15	15	7,0	107,0
2006	36,8	14,9	14,0	15	12	7,5	109,1
2007	46,1	17,3	14,0	13	10	9,0	122,9
2008	32,4	18,8	14,0	15	10	9,0	128,3
2009	39,3	20,0	14,0	14,0	10,0	8,1	124,8
2010	41,0	21,5	12,0	9,0	9,0	8,5	122,8

2.1-жадвал маълумотларини Eviews компьютер дастури ёрдамида қайта ишлаш асосида қуйидаги натижаларга (2.2-жадвал) эга бўлдик:

2.2-жадвал

Якуний хулоса

<i>Регрессион статистика</i>			
R-квадрат	0.9635		
Нормаланган R ²	0.9089		
Стандарт хато	3.105		
Кузатувлар	11		
	<i>Коэффициентлар</i>	<i>Стандарт хато</i>	<i>t-статистика</i>
Ү-кесишган жой	16.78858	28.91669	0.58
X 1 ўзгарувчи	0.067537	0.1664032	0.41
X 2 ўзгарувчи	2.867843	0.7589028	3.78
X 3 ўзгарувчи	1.000187	0.5520114	1.81
X 4 ўзгарувчи	1.608228	0.8622248	1.87
X 5 ўзгарувчи	-0.682710	0.5674796	-1.20
X 6 ўзгарувчи	2.500828	1.817592	1.38

Олинган натижалардан кўриниб турибдики (2.2-жадвал) боғлиқлик даражасини ифодаловчи R² коэффициенти 0,9635 га тенг.¹²⁶ Регрессия натижаларидан кўриниб турибдики, X2-X4, X6

¹²⁵ Ўзбекистон иқтисодияти. Ахборот ва таҳлилий шарҳ. Йиллик нашрлари ва Ўзбекистон Республикаси Марказий банки ҳамда 7- ва 8-июлда маълумотлари асосида муаллиф томонидан тузилди.

¹²⁶ Бу иқтисодий курсаткичлар Чеддоқ шкालаси бўйича кучли боғланганлигини билдиради.

кўрсаткичлар (яъни: монетизация коэффиценти, қайта молиялаштириш ставкаси, мажбурий заҳира нормаси, ЯИМ ўсишининг ўзгариши) ИЎДга (яъни ИЎД орқали билвосита инновацион ривожланишган) кўпроқ таъсир кўрсатади. Бунда М2 пул агрегатининг йиллик ўсиши (Х1) ва фойда солиғи (Х5) каби ўзгарувчилар таъсири сезилмайди.

Ушбу натижалардан келиб чиқиб мамлакатимизда инвестициялар ҳажмини ва унда МКТ, айниқса унинг инновациялари, ролини янада ошириш ҳамда бунда қайта молиялаштириш ставкасини пасайтириш ёрдамида монетизация коэффиценти босқичма-босқич оширилишини мақсадга мувофиқ деб ҳисоблаймиз. Марказий банкнинг қайта молиялаштириш ставкаси пасайиш тенденциясига эга, бироқ, сўнгги тўрт йил давомида ушбу кўрсаткич ўзгаришсиз қолди ва фақат сўнгги 2010 йилда пасайишга эришди. Худди шундай қайта молиялаштириш ставкаси ҳам пасайтирилди. Ушбу тенденцияни давом эттириш лозим. Марказий банкнинг қайта молиялаштириш ставкасини пасайтириш орқали тижорат банклари депозитлари ва кредитлари фойз ставкаларининг барқарорлигига эришиш асосида кредитларга бўлган талабнинг мўътадил даражасини таъминлаш зарур. Бунда республика саноатини ривожлантириш, молия-банк тизимини халқаро андозаларга мос равишда ислоҳ қилиш ва барқарорлигини ошириш бўйича ўрта муддатга мўлжалланган давлат дастурларини амалга ошириш ҳамда давлат ва ҳудудий инвестиция дастурларини келажақда кучайтириш муҳим аҳамиятга эга.¹²⁷

2.4. Тизимли молия инжинирингининг мамлакатни инновацион иқтисодиёт моделига ўтишидаги аҳамияти

Ҳозирги шароитида тизимли молия инжинирингини (ТМИ) Ўзбекистон молия-кредит тизими (МКТ)нинг (2.1-параграф) ва иқтисодиётининг инновацион ривожланиши ва рақобатчилик катализатори (1.1-1.3-параграфлар) десак бўлади. Зеро қўлчилик ривожланаётган давлатларда, жумладан Ўзбекистонда, иқтисодиётни модернизациялаш сиёсати техник-технологик инновациялар

¹²⁷ 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 ва «2011-2015 йилларда Ўзбекистон Республикаси саноатини ривожлантиришнинг устувор йўналишлари тўғрисида»ги Қарорлари.

билан бирга ТМИ ва унинг инновацияларини (1.5-параграф) МКТ орқали кенг жорий қилинишини тақозо этади (2.1-параграф).

ТМИнинг миллий иқтисодий инновацион ривожланишидаги — инновацион иқтисодий моделига ўтишдаги — аҳамиятини чуқурроқ англаш учун I боб ва 2.1-2.3-параграфларда берилганлар асосида даставвал қуйидаги фикр-мулоҳазалар ўринли.

Дунёдаги купчилик давлатлар жаҳон молиявий-иқтисодий инқирози (ЖМИИ)дан кейинги давридаги ва умуман келажақдаги ривожланишини инновацион иқтисодийга ўтиш билан боғламоқдалар. Хусусан ЖМИИ барча мамлакатларга ўзининг салбий оқибатлари билан бирга улардаги ривожланишнинг мавжуд иқтисодий моделини зудлик билан алмаштириш заруратини намоён этди.¹²⁸

Бунда айтиш жоизки, ҳар бир инқироз (жумладан ЖМИИ) иқтисодий ўсиш омиллари ўз кучини йўқотганида юзага келади ва мавжуд иқтисодий тузилма самарали фаолият юрита олмаслиги туфайли иқтисодий ривожланишнинг янги моделига ўтиш зарурати юзага келади. Инқирозни бартараф этиш учун иқтисодий ўсиш ва рақобатнинг янги омиллари, биринчи навбатда янги молиявий инновациялар ва кейинги ўринда уларга мос равишда бошқа турдаги инновациялар (техник ва технологик, биологик ва ҳ.к. соҳаларда) вужудга келиши ва ривожлантирилиши зарур.

Ушбу муаммо айниқса Ўзбекистон учун аҳамияли. Зеро Ўзбекистон ЖМИИдан аввалги 3 йил давомида юксак иқтисодий кўрсаткичларга эга бўлсада¹²⁹, лекин иқтисодийнинг инновацион таркиби ва рақобатбардошлилиги ҳозирча бир қатор прогрессив ва инновацион ривожланаётган мамлакатлардагидек эмас.

Шу сабабли, ТМИни иқтисодийнинг инновацион ривожланиши ва келажақда рақобатли инновацион моделига ўтишидаги аҳамиятини I боб ва 2.1-2.3-параграфларда берилган назарий фикр ва қарашлар ҳамда тенденциялар асосида тизимли ўрганиш ва бунинг асосида Ўзбекистон учун фойдали хулосаларга эга бўлиш ва тавсиялар ишлаб чиқиш муҳим масала ҳисобланади. Бунинг учун, авваламбор, инновация омиллари (жумладан молия инжиниринги)ни иқтисодий ўсиш ва рақобат муҳитига таъсири бўйича дунёда мавжуд назарий ёндашувлар ва гипотезаларни умумлаштириб, кейин гипотетик тарзда Ўзбекистонда жорий қилинган

¹²⁸ Таъкидлаш жоизки, ҳар бир инқироз ўзида иқтисодий ривожланишнинг даврий характерга эга эканлигини ва инқирозий тенденциялар ушбу даврларга синхронизм намоён қилди.

¹²⁹ ЯИМнинг йиллик ўсиши 9-9,5%, экспортнинг ўсиши 20-30%, йилдан йилга давлатнинг молиявий инновациялари сони ортиб инвестициялар ҳажми ўсиб борган.

асосий давлат молия инжиниринги маҳсулотларини омил сифатида¹³⁰ иқтисодий ўсишдаги аҳамиятини асосий индикаторлар (инновацияларни ишлаб чиқарувчи секторга ҳаражатлар, МКТ ривожланиши, жамғармалар, инвестициялар, бизнесни ривожланиши шароитлари ва ҳ.к.) динамикаси асосида таҳлилий кўриб чиқиш лозим. Бунда методологик нуқтан назардан Россияда чоп этилган асарлар¹³¹, Ўзбекистонда чоп этилган илмий монография¹³² ва UNDP грант лойиҳалари¹³³ бўйича натижалар муҳим аҳамият касб этганлиги учун унинг асосий илмий ва амалий натижалари фойдадан ҳоли эмас. Лекин мазкур ишларда ва бошқа шунга ўхшаш хориждаги тадқиқотларда¹³⁴ биз илгари сурган юқоридаги масала алоҳида чуқур кўрилмаган. Фикримизча, кўпчилик илмий ишларда молия-кредит соҳасидаги инновацияларнинг ижтимоий, иқтисодий, ҳукукий ва сиёсий ривожланишлардаги кудратига етарлича аҳамият берилмаган. Ваҳоланки, айнан шу инновациялар барча бошқа турдаги ва шаклдаги инновацияларнинг яратилиши ва амалиётга жорий қилиниши ҳамда бунинг асосида рақобатбардошлилик ва иқтисодий ўсишга эришиш жараёнларидаги ўсиб боровчи манфаат ва муносабатларни инновацион тарзда молиявий таъминлайди. Умуман олганда ривожланган давлатлар молия-кредит соҳасидаги инновациялар ижтимоий, иқтисодий, ҳукукий ва сиёсий жараёнларни инновацион ривожланиши ва манфаатлар катализатори, шу билан бир вақтда, ушбу жараёнларда содир

¹³⁰ Чунки, Ўзбекистонда давлат барча ишхотлар ташаббускори ва раҳбари.

¹³¹ Теория инновационной экономики: учебник/под ред. О.С.Белокрыловой. - Ростов н/Д.: Феникс, 2009.-376 с.; Кравченко Н.А. К проблеме измерения и оценки национальных инновационных систем //Новосибирск, ЭКО, №1, 2010.

¹³² Вахабов А.В., Пузанков Д.В., Кутузов В.М., Муравьев А.В., Шестопалов М.Ю., Рыков Н.Г., Терентьева И.С., Шохтязов Ш.Ш. Модели управления научно-инновационной деятельностью вуза.- Т.: Iqtisod-moliya, 2006.-242 с.

¹³³ UNDP Project: Improving investment policy in Uzbekistan assessment of the potential of privat investments and mechanisms to intensify its mobilization, Tashkent, 2008; UNDP дастури асосида Ўз.Р Вазирлар Маҳкамаси ҳузуридаги Прогнозлаштириш ва макроиқтисодий тадиқотлар институти томонидан «Иқтисодий ва маҳаллий даражада иқтисодий прогнозлаштириш ва режалаштириш учун салоҳиятни ошириш» лойиҳаси доирасида амалга оширилган «Иқтисодий ўсиш ва инновациялар: назария, амалиёт ва моделлаштириш» мавзусидаги тадиқот бўйича тайёirlанган маъруза (www.undp.uz, www.ifmr.uz).

¹³⁴ F.Arizala, E.Cavallo, A.Galindo. Financial Development and TFP Growth: Cross-Country and Industry-Level Evidence//Inter-American Bank, June, 2009; Ang J.B. (2008). A Survey of Recent Developments in the Literature of Finance and Growth//Journal of Economic Surveys 22, pp. 536-576; Hyeok Leong, Robert M. Townsend. Discovering the Sources of TFP Growth: Occupational Choice and Financial Deepening, August, 2004; Sergio Cesaratto. Endogenous growth theory twenty years on: a critical assessment, n.559-Marzo, 2009; P.Howitt. Accounting for trends in productivity and R&D: Shumpeterian critique and Semi-endogenous growth theory//Brown University, 2006; James Ang, Jakob Madsen. Can Second-Generation Endogenous Growth Models Explain the Productivity trends and Knowledge production in the Asian Miracle Economics?//Monash University, 2009; J.Madsen. The Indian growth miracle and endogenous growth//Monash University, 2009; Шумпетер Й. Теория экономического развития (Исследование предпринимательской прибыли, кредита, процента и цикла конъюнктуры).-М.: Прогресс, 1982; Контуры инновационного развития мировой экономики: прогноз на 2000-2015 гг. / Под ред. А. А. Дымина.-М.: Наука, 2000.

бўлувчи рисклар ва даврий беқарорликлар ҳамда молиявий инқирозлар¹³⁵ сабабчиси ҳамдир. Бунда молиявий инновациялар айtilган жараёнлардаги манфаатлар ва муносабатларнинг маълум даврларда эскириб жамият ва иқтисодиётнинг янгича ривожланиш талабларига тўлиқ жавоб бера олмаслиги сабабли вужудга келади ва амалиётга жорий бўлади. Натижада, улар жамият ва иқтисодиётни инновацион ривожланишига омил бўлади ҳамда бошқа турдаги (масалан, биология, техника, технология ва ҳ.к. соҳаларидаги) янгидан-янги манфаатли инновациялар яратилиши ва рақобатли трансфер жараёнларини белгилаб уларни молиялаштириш дастак ва воситалари бўлиб хизмат қилади. Масалан, ЖМЙИ давридан олдинги (2004-2006 йй.) дастак ва воситалар мазкур инқироз даврида (2008-2009 йй.) ўз мазмуни ва кучини йўқотди. Шу сабабли, ЖМЙИ давридаги молиявий ва бошқа йўқотишлар ўрнини қоплаш ва инқирозни юмшатиш мақсадида, аксарият давлатлар ўзларининг молиявий сиёсатини қайта кўриб чиқиб, натижада дунё бўйича 9,4 трлн. АҚШ долларида зиёд (жаҳон ЯИМнинг 15 фоизи) миқдорда пул маблағларини сарфлади, ривожланган мамлакатларда қайта молиялаштириш фоиз ставкалари кескин пасайтирилди, йирик компания ва банклар вақтинча миллийлаштирилди, кўпчилик ўрта ва майда компания ва банкларнинг банкротликка дучор бўлишига, уларнинг кўпчилигини реструктуризация бўлишига ёки бир-бирига қўшилиб кетишига йўл қўйилди, инфляция ва ишсизлик вақтинчалик кўтарилди ва ҳ.к. Ушбу даврдаги давлатларнинг бундай сиёсати – давлат молия инжинирингининг инновацион маҳсулотлари сифатида – 2010 йилнинг 1-чи чораги охирларидан бошлаб иқтисодиётни рецессиядан чиқишига замин яратди ҳамда ресурс ва кучларнинг дунё миқёсида қайта тақсимланишига олиб келди. Бу эса, ўз навбатида, ЖМЙИ даврида, бир томондан, молиявий ресурсларни прогрессив мамлакатлар (Хитой, Хиндистон, Араб мамлакатлари) томон оқимини ҳаддан ташқари кучайтирди, иккинчи томондан эса, инқирозий мамлакатларда ўзини тутиб қолган компания ва банкларни соғломлашувига ва инновацион ривожланишига омил бўлиб, уларни 2010 йилнинг бошларидан бошлаб давлатнинг инновацион сиёсатига мос

¹³⁵ Масалан, ипотека кредитларининг арзонлашиб кетиши ва секьюритизацияни (молия инжиниринг маҳсулоти сифатида) авж олиши натижасида 2007 йилнинг урталаридан ипотека инқирози вужудга келди, бу эса «домино эффект» бўйича 2008 йилдан бошлаб ЖМЙИ содир бўлишига олиб келди.

равишда бирламчи тарзда корпоратив молия инжинирингининг инновацияларига мурожаат қилишга ундади. Натижада, 2010 йилнинг ўрталаридан бошлаб бундай компания ва банклар рецессиядан аста-секин чиқа бошладилар ва мос равишда мамлакатларнинг макроиндикаторларида ўсиш тенденцияси намоён бўла бошлади. Шундай қилиб, ЖМИИ, бир томондан, беқарорликка ва кўпчилик учун мудҳиш ҳолатга олиб келди, иккинчи томондан эса, барча мамлакатлар иқтисодиётининг янгилалишига – инновацион ривожланишига – сабаб бўлди. Демак, юқорида айтилган фикр-мулоҳазалар асосида, айниқса ЖМИИ (унинг сабаб ва оқибатлари) глобал миқёсдаги ташқи омил – тизимли риск¹³⁶ – сифатидаги таъсирида давлатнинг модернизацион сиёсати ва МКТ молиявий инновацияларининг вужудга келиши, натижада иқтисодиётни модернизациялашуви ёки инновацион иқтисодиёт моделига ўтиши қуйидаги схема бўйича намоён бўлади:

ЖМИИ (глобал ташқи омил) → Давлатнинг ЖМИИ шароитида макроиқтисодий сиёсатини (фискал, монетар, инвестиция ва ташқи иқтисодий сиёсатлар) ўзгариши → Давлат томонидан босқичма-босқич яратилиб самарли жорий қилинган молия-кредит соҳаси инновациялари (молия инжиниринги маҳсулотлари сифатида) → Индикаторларнинг (пул массаси, миллий даромад, фоиз ставкаси, инвестиция, валюта захираси фонди, солиқ юки, инфляция, иқтисодий ўсиш ва шу каби бошқаларнинг миқдорлари) ўзгариши → Корпоратив молия инжинирингининг кучайиши → Миллий молия-кредит тизими ва умуман иқтисодиётнинг инновацион ривожланиш моделига ўтиш.

Агарда ушбу схемани ҳисобга олган ҳолда иқтисодий цикллар тенденцияси ва улар доирасида тебранишлар (кўтарилиш ва пасайиш – инқирозий – даврлар) таҳлил қилинса, улардаги ҳар қандай инқирозларни, жумладан ЖМИИни, тизимли рискнинг очик намоён бўлиши даври деб айтса, инқирозлардан кейинги молиявий-иқтисодий тикланиш ва барқарорликка эришиш даврини эса

¹³⁶ Risk Management and Control Guidance for the Securities Firms and Their Supervisors, IOSCO, 1998; Мяркин Я.М., Мяркин В.Я. Англо-русский толковый словарь по банковскому делу, инвестициям и финансовым рынкам. -М.: Альпина Бизнес Букс, 2006; Мяркин Я.М. Риски финансового кризиса в России: факторы, сценария и политика противодействия//Финансовая академия при Правительстве РФ, 2008.-148 с. (www.mirkin.ru); Шожазалий Ш.И. Экономическая системология: концепция и применение.-Т.: Iqtisodshohiya, 2010.-420 с.; Макроэкономические условия и потенциал антикризисных мер – главные предпосылки стратегического развития рынка ценных бумаг в Узбекистане.//Биржа эксперт, Т., №7-8, 2009.-сс.48-56.

давлатларнинг модернизация билан боғлиқ макроиктисодий сиёсати ва унинг таркибида мос равишда МКТ инновацияларининг кучайиши сабабли тизимли рискни, яъни навбатдаги инқирозни, яширинча аста-секин пишиб етилиши даври деса ҳам бўлади. Бунда айнан барқарорлик даврида, яъни тебранишнинг юқори чўққисида, молиявий ва техник-технологик инновациялар иқтисодий манфаатлар ва молиявий-иқтисодий муносабатларнинг ушбу даврда эскириб жамият ва иқтисодиётнинг талабларига мос келмай тўйиниш тенденциясини вужудга келтиришини англатади. Бундай тенденция эса тизимли рискнинг навбатдаги очик фазасига ўтиши учун асос бўлади.¹³⁷

Юқорида айтиланлар ҳамда иқтисодий ва уларга мос молиявий цикллар тенденцияси асосида уларнинг тўлқинсимон ўзаро синхрон ҳаракати таркибида инновациялар алмашилишининг қуйидаги схематик қонуниятини амал қилишига иқрор бўламиз:

Молиявий-иқтисодий инқироз вақтида вужудга келган молия-кредит инновациялари ва модернизация сиёсати →

Барқарорлик (тўйиниш) даврида ушбу инновацияларнинг эскириши → Навбатдаги инқирознинг содир бўлиши ва унда янги молия-кредит инновацияларининг жорий қилиниши ва модернизациянинг янги фазасига ўтиш → ва ҳ.к. кейинги циклларда даврий келувчи инновация ва модернизация фазалари

Мазкур ва юқоридаги схемалардан ҳамда иқтисодий ва уларга мос молиявий цикллар тенденцияси асосида уларнинг тўлқинсимон ўзаро синхрон ҳаракатидан яна шу қонуният кўринадики, молиявий инқирозлар иқтисодий инқирозлардан тахминан ярим йил аввал содир бўлади. Бундай қонуният ўз-ўзидан аввал молия-кредит соҳаси инновацияларининг ва кейин уларга мос равишда бошқа турдаги инновацияларни (техник ва технологик, биологик ва ҳ.к.) вужудга келиши ва уларни инновацион молиялаштириш воситалари асосида амалиётга жорий қилинишини, натижада инновацион иқтисодиёт белгиларининг яққол намоён бўлишини билдиради. Шундай қилиб, тизимли молия инжиниринги юқорида берилган схемалар асосида тизимли рискни ривожланиши ва уни бартараф этиш омили, шу билан бирга МКТ ва унинг молия бозорини инновацион ривожланиши ҳамда инновацион иқтисодиётга ўтишни жадаллаштирувчи омили сифатида муҳим аҳамиятга эга. Бунда МКТ ва унинг молия бозори инновациялари,

¹³⁷ Жаҳонда содир бўлган инқирозларнинг (тизимли рискларни) қайтарилиши 5-9 йилга тўғри келади.

яъни тизимли молия инжинирингининг инновацион маҳсулотлари, нафақат миллий иқтисодиётнинг модернизацион ривожини, балки глобал иқтисодиёт ривожини ҳам белгилайди. Демак, жаҳон глобаллашуви ва бунда омиллар таъсири шароитида тизимли молия инжиниринги МКТ ва иқтисодиётнинг модернизацион ривожланиши катализатори, уларнинг барқарор ва рақобатбардош ривожланиши ҳамда молиявий хавфсизлиги омили. Умуман олганда, тизимли молия инжиниринги ҳам инновацион иқтисодиётга ўтиш, ҳам инновацион иқтисодиёт ривожининг бош омилларидан биридир.

2.5. Иқтисодий ўсиш ва унга молия-кредит соҳаси инновациялари таъсирини ўрганишнинг назарий асослари

Тизимли молия инжиниринги (ТМИ)нинг миллий иқтисодиётни инновацион ривожланишидаги – инновацион иқтисодиёт моделига ўтишдаги – ва умуман иқтисодий ўсишдаги аҳамиятини чуқурроқ англаш учун 1 боб ва 2.1-2.4-параграфларда берилган фикр-мулоҳаза ва натижалар муҳим аҳамиятга эга. Шу муносабат билан, молия-кредит соҳаси (МКС) инновацияларини (инновацион омил сифатида) иқтисодий ўсишга таъсирини баҳолаш билан боғлиқ назарий масалаларни мавжуд методологик базис асосида кўриб чиқамиз. Чунки, Ўзбекистонда охириги 3-4 йил мобайнида иқтисодиётни модернизация қилиш борасида давлат томонидан молия-кредит соҳасининг йирик инновациялари яратилиб иқтисодиётга жорий қилинмоқда. Буларнинг барчаси фаол инвестиция сиёсати асосида иқтисодиётни модернизация қилишга қаратилган бўлиб, унинг натижалари барқарор иқтисодий ўсишда намоён бўлмоқда. Бунинг тасдиғи сифатида 2.3-параграфда ўтказилган эмпирик (корреляцион-регрессион) таҳлил натижалари хизмат қилиши мумкин. Уларга кўра, инвестицияларнинг ўсиш динамикаси ва иқтисодий ўсиш кучли боғлиқ (2.1- ва 2.2-жадваллар). Чунки ушбу кўрсаткич (ИЎД) ўзида маълум даражада инновациялар яратилиши ва трансферини ифодалайди.¹³⁴ Бунда таъкидлаш керакки, инвестициялар, жумладан хорижий инвестициялар, барақарор ўсиш тенденциясига эга, хусусан, 2007-2010 йилларда инвестицияларнинг ЯИМ ўсишидаги улуши юқори бўлган (2007

¹³⁴ Koji Miyamoto «Human Capital Formation And Foreign Direct Investment In Developing Countries», July 2003, www.oecd.org/dev/Technica.

йилда 25,2%, 2008 йилда - 33,5%, 2009 йилда - 46,6%, 2010 йилда - 6,0%).¹³⁹ Шунга ўхшаш, инвестициялар нормаси ва капитал ҳажми (капиталоемкость) ҳам сезиларли ўсиб борган (мос равишда 2007 йилда 19,4%, 2008 йилда - 23,0%, 2009 йилда - 26,1%; 2007 йилда - 2,1%, 2008 йилда - 2,2%, 2009 йилда - 2,8%).¹⁴⁰ Умуман олганда, давлатнинг инвестиция сиёсатини, демак инновация сиёсатини, фаол деса бўлади.

Демак, иқтисодий ўсишнинг муҳим омили бўлмиш ТМИ инновациялари потенциали (салоҳияти)ни баҳолаш мақсадга мувофиқ. Бунинг учун дунёда мавжуд бўлган инновация омилларининг иқтисодий ўсиш (модернизациялаштириш)га таъсирини ўрганувчи назарий ёндашувлар ва гипотезаларни умумлаштириш ҳамда Ўзбекистон учун муҳим хулосалар бериш ва мақбул таклифлар ишлаб чиқиш зарур. Буларнинг барчаси омилларнинг умумий самараси (TFP – Total Factor Productivity) ва ривожланиш сектори R&D (Research and Development models) динамикаси тенденцияларини, самарадорлик омиллари ва инновацион омилларнинг иқтисодий ўсишдаги хиссасини макрода-ражада аниқлашга ва бунинг асосида мавжуд назарий муаммоларнинг зарурий ечимига эришишга ёрдам беради.

Таъкидлаш жоизки, бундай масала – иқтисодий ўсиш ва унга молия-кредит соҳаси инновациялари таъсирини баҳолаш – 2.1-2.4-параграфларда айtilганидек барча мамлакатлар учун янги ҳисоблангани билан, унинг ечими дунёдаги мавжуд назарий-методологик базисга асосланиши мумкин. Бу борада, 2.4-параграфда таъкидланганидек, методологик нуқтаи назардан Россиядаги олимларнинг ишлари¹⁴¹, Ўзбекистонда чоп этилган илмий монография¹⁴² ва UNDP грант лойиҳалари¹⁴³ буйича натижалар муҳим аҳамият касб этганлиги учун унинг асосий илмий ва амалий натижалари фойдадан ҳоли эмас. Лекин мазкур ишларда

¹³⁹ Ушбу кўрсаткич 2000 йилда 45,8%, 2006 йилда 28,5% бўлган.

¹⁴⁰ Манба: А.В. Вахабов. Актуальные проблемы активизации инвестиционной деятельности коммерческих банков //Макроэкономические и региональные аспекты моделирования устойчивого экономического роста. Материалы Форума экономистов Узбекистана, 14 декабря 2010 г., Ташкент/Под ред. А. Садыкова, ИПМИ, ПРООН-изд. «InfoCOM.uz», 2011.-с.20.

¹⁴¹ Теория инновационной экономики: учебник/под ред. О.С.Белокрыловой. - Ростов н/Д.: Феникс, 2009.-376 с.;

Кравченко Н.А. К проблеме измерения и оценки национальных инновационных систем //Новосибирск, ЭКО, №1, 2010.

¹⁴² Вахабов А.В., Пузанков Д.В., Кутузов В.М., Мурашев А.В., Шестопалов М.Ю., Рыков Н.Г., Терентьева Н.С., Шохазамий И.И. Модели управления научно-инновационной деятельностью вуза. - Т.: Iqtisod-moliya, 2006.-242 с.

¹⁴³ UNDP Project: Improving investment policy in Uzbekistan assessment of the potential of private investments and mechanisms to intensify its mobilization, Tashkent, 2008; БМТ ривожлантириш дастури асосида Ўз.Р. Вахирлар Маҳмадмис ҳузуридаги Прогнозлаштириш ва макроиқтисодий тадқиқотлар институти олимлари (С.Челеб, Б.Хамидов, Х.Асанов, С.Жураев, А.Абдухалбаров, Х.Саломқитиев) томонидан «Илмий ва маҳаллий даражада иқтисодий прогнозлаштириш ва ривожлантириш учун салоҳиятни ошириш» лойиҳаси доирасида амалга оширилган «Иқтисодий ўсиш ва инновациялар» назария, амалиёт ва моделлаштириш мазмундаги талқинот буйича тайёрланган маъруза (www.undp.uz, www.fimr.uz).

ва бошқа шунга ўхшаш хориждаги тадқиқотларда¹⁴⁴ биз қўйган масала алоҳида чуқур қўрилмаган. Фикримизча, кўпчилик илмий ишларда молия-кредит соҳасидаги инновацияларнинг ижтимоий, иқтисодий, ҳуқуқий ва сиёсий ривожланишлардаги қудратига етарлича аҳамият берилмаган. Ваҳоланки, айнан шу инновациялар барча бошқа турдаги ва шаклдаги инновацияларнинг яратилиши ва амалиётга жорий қилинишидаги зарурий воситалар сифатида ҳамда бунинг асосида рақобатбардошлилик ва иқтисодий ўсишга эришиш жараёнларидаги ўсиб боровчи манфаат ва муносабатларни инновацион тарзда молиявий таъминлайди. Умуман олганда ривожланган давлатлар молия-кредит соҳасидаги инновациялар ижтимоий, иқтисодий, ҳуқуқий ва сиёсий жараёнларни инновацион ривожланиши ва манфаатлар катализатори, шу билан бир вақтда, ушбу жараёнларда содир бўлувчи рисклар ва даврий бекорорликлар ҳамда молиявий инқирозлар¹⁴⁵ сабабчиси ҳамдир.

Иқтисодий ўсиш билан боғлиқ дунёдаги барча тадқиқотлар Роберт Солоу моделидан¹⁴⁶ бошланади. Чунки ушбу модел иқтисодий ўсишга жамғармалар, аҳолининг ўсиши ва технологик тараққиёт (прогресс)нинг таъсирини тадқиқ этиш имконини беради.¹⁴⁷ Лекин мазкур модел тенгламасининг қолдиқ ҳадини аниқ ҳисоблаб топиш мушкуллиги, яъни кўпчилик, жумладан илмий-технологик тараққиёт, параметрларининг экзоген тарзда берилиши ва бунда кўрсаткичлар омилларнинг умумий самараси (TFP)нинг (ёки меҳнат бирлиги самарадорлиги) ўсиш тенденцияси орқали берилиши ҳамда илмий-технологик тараққиётнинг аниқ тушунтирилиб бўлмаслиги сабабли, Р.Солоу модели мутахассислар томонидан танқид остига олинади. Р.Солоу моделининг бундай камчилиги (экзогенлиги) иқтисодий ўсишнинг бир қатор бошқа турдаги моделлари синфини яратилишига олиб келди. Модел-

¹⁴⁴ F.Ariza, E.Cavallo, A.Galindo. Financial Development and TFP Growth: Cross-Country and Industry-Level Evidence//Inter-American Bank, June, 2009; Ang J.B. (2008). A Survey of Recent Developments in the Literature of Finance and Growth//Journal of Economic Surveys 22, pp. 536-576; Hyeok Leong, Robert M. Townsend. Discovering the Sources of TFP Growth: Occupational Choice and Financial Deepening, August, 2004; Sergio Cesaratto. Endogenous growth theory twenty years on: a critical assessment, n.559-Marzo, 2009; P.Howitt. Accounting for trends in productivity and R&D: Shumpeterian critique and Semi-endogenous growth theory//Brown University, 2006; James Ang, Jakob Marsen. Can Second-Generation Endogenous Growth Models Explain the Productivity trends and Knowledge production in the Asian Miracle Economics//Monash University, 2009; J.Madsen. The Indian growth miracle and endogenous growth//Monash University, 2009.

¹⁴⁵ Масалан, ипотека кредитларининг арзонлашиб кетиши ва секьюритизация (молия инжиниринг) маҳсулоти сифатида) ааж олинган натижада 2007 йилнинг ўрталарида ипотека инқирози вужудга келди, бу эса «доминно эффект» бўйича 2008 йилдан бошлаб ЖМЙИ содир бўлишига олиб келди.

¹⁴⁶ Solow R.M. Technical Change and the Aggregate Production Function// Review of Economics and Statistics, 39, 1957.-pp.312-320.

¹⁴⁷ Мэнкью Н.Г. Макроэкономика. Пер. с англ. – М.: МГУ, 1994. – 736 с.

ларнинг бу турдаги синфларида меҳнат ва капиталга тааллуқли бўлмаган ўсиш омилларининг ифодалари уларни инновацияларнинг келиб чиқиши ва жорий қилиниши мазмун-моҳиятидан келиб чиқиб математик (эконометрик усуллар ёрдамида) ечими асосида келтирилиб чиқарилади ва эндоген тарзда аниқланади. Мазкур моделлар инновациялар ишлаб чиқаришни алоҳида ишлаб чиқариш сектори сифатида ажратиб, ушбу секторнинг фаолият деталларини, уни молиялаштириш манбалари ва ҳоказоларни кўради. Бундай моделлар синфи R&D (Research and Development models) моделлар ёки эндоген ўсиш моделлари деб аталиб, уларнинг асосий хусусияти бўлиб билим (инновация, технология)ларнинг ишлаб чиқариш функцияси ҳисобланади. Бунга кўра, янги билимлар ишлаб чиқариш (яратиш) суръатлари R&D секторига турли молиявий қўйилма (инвестиция)лар ва мавжуд (жамланган) илмий салоҳиятга боғлиқ бўлади. Ушбу умумий назарий позиция негизида ҳозиргача бўлган даврда (1985-2011 йилларда) тўпланган билим ва инновацияларга асосланган иқтисодий ўсишнинг омил ва механизмларини тушунтиришга қаратилган назарий ёндашув ва моделларнинг кенг спектри яратилган бўлиб, уларнинг таснифи 2.3-жадвалда келтирилган.¹⁴⁸

2.3-жадвал

**Замонавий эндоген иқтисодий ўсиш моделлари таснифи
(омилларнинг кенгайтирилган тўпламини тушуниш имконини
берувчи моделлар)**

Инсон капитали ва ташқи савдо омилларини ҳисобга олувчи моделлар	Ривожланишнинг R&D секторини алоҳида кўрувчи моделлар	
1. Ромер модели (фаолият жараёнида ўргатиш)	1. Дастлабки генерация модели	1. Эндоген ўсиш модели
2. Омилларнинг кенгайтирилган тўпламига эга моделлар (жумладан, масалан, Н.Г.Мэнкью модели)	1.1. Янги тадқиқотчи-конструкторлар сони оширилишини ҳисобга олувчи модел	1.1. Лидер ортидан қувлаб етиб олишга асосланган ривожланиш модели (технологиялар трансфери)

¹⁴⁸ UNDP Project: «Миллий ва маҳаллий даражада иқтисодий прогноزلантириш ва режалаштириш учун салоҳиятни ошириш» лойиҳаси доирасида амалга оширилган «Иқтисодий ўсиш ва инновациялар: назария, амалиёт ва моделлаштириш» маълумотидаги илмий-тадқиқот натижалари бўйича тайёрланган маълумот (www.undp.uz, www.ifmr.uz).

	1.2. Тадқиқотчи-кон- структорлар фаолияти самараси ёки коопера- цияси ортирилишини ва шу каби бошқалар- ни ҳисобга олувчи модел	1.2. Шумпетериан модел (маҳсулот тури бирлигида потенциал- нинг ўсиши)
		1.3. Ярим эндоген ўсиш моделлари

2.3-жадвалда келтирилган ёндошувларга қўшимча равишда айтиш мумкинки, кўпгина тадқиқотчилар¹⁴⁹ эндоген ўсиш моделларида молиявий омилни, либераллашув ва ислохотлар, давлат институтлари сифати даражасини, иқтисодийнинг очиқлигини, инқирозларни қайтарилиши мумкинлигини ҳисобга олиш зарурлигини таъкидлашади. Лекин бунда молиявий омил деганда тўғридан-тўғри молия-кредит соҳаси инновациялари тушунилмайди, балки кредитлаш, молиялаштириш манбалари ва ҳажми ҳамда молиявий либераллашув ва молиявий ривожланиш кўпроқ назарда тутилади. Шунга қарамасдан, бу тадқиқотчиларнинг кўпчилиги қуйидаги хулосага келишган: МКСнинг ривожланиши билан капитални қайта тақсимланиши билан боғлиқ инфорацион ва транзакцион харажатлар камаяди, TFP даражаси ортади, меъёрий ва молиявий чекловлар эса капиталнинг самарасиз тақсимланиши ва қайта тақсимланишига олиб келади.

Фикримизча, агарда молия инжинирингининг инновацион маҳсулотлари айнан молиявий-иқтисодий барқарорлик фазасидаги (2.4-параграф) ҳуқуқий-меъёрий ва молиявий чекловлар, молиявий-иқтисодий муносабат ва манфаатлар кучайгани ҳамда инқирозлар даврларида уларнинг барчасига қарши омил сифатида кўпроқ вужудга келишини ва молия-кредит тизими ривожланишига бундай маҳсулотларнинг сезиларли таъсирини (2.1-2.4-параграфларда айтилган назарий фикр-мулоҳазалар асосида) ҳисобга олсак, унда

¹⁴⁹ F.Arizala, E.Cavallo, A.Galindo. Financial Development and TFP Growth: Cross-Country and Industry-Level Evidence//Inter-American Bank, June, 2009; Ang J.B. (2008). A Survey of Recent Developments in the Literature of Finance and Growth//Journal of Economic Surveys 22, pp. 536-576; Hyeok Leong, Robert M. Townsend. Discovering the Sources of TFP Growth: Occupational Choice and Financial Deepening, August, 2004; Sergio Cesaratto. Endogenous growth theory twenty years on: a critical assessment, n.559-Marzo, 2009; P.Howitt. Accounting for trends in productivity and R&D: Shumpeterian critique and Semi-endogenous growth theory//Brown University, 2006; James Ang, Jakob Madsen. Can Second-Generation Endogenous Growth Models Explain the Productivity trends and Knowledge production in the Asian Miracle Economics//Monash University, 2009; J.Madsen. The Indian growth miracle and endogenous growth//Monash University, 2009.

бош индикатор ҳисобланган TFP даражасининг ортишини яққол англаш қийин эмас. Демак, молия-кредит соҳаси инновациялари барча бошқа турдаги ва шаклдаги инновацияларнинг яратилиши ва амалиётга жорий қилинишидаги зарурий воситалар сифатида ҳамда бунинг асосида рақобатбардошлилик ва иқтисодий ўсишга эришиш жараёнларидаги ўсиб боровчи манфаат ва муносабатларни инновацион тарзда молиявий таъминлайди. Бунда улар ижтимоий, иқтисодий, ҳуқуқий ва сиёсий жараёнларни инновацион ривожланиши ва манфаатлар катализатори, шу билан бир вақтда, ушбу жараёнларда содир бўлувчи рисклар ва даврий беқарорликлар ҳамда молиявий инқирозлар сабабчиси ҳамдир. Умуман олганда, ушбу хулоса асосида айтиш мумкинки, ривожланаётган мамлакатлар ва Ўзбекистонда TFP динамикасини тадқиқ қилиш учун ёндашув сифатида ярим эндоген ўсиш моделини ҳозирда қўллаш мақсадга мувофиқ. Бундай моделда, Шумпетериан ёндашувидан фарқли, асосий эътибор R&D секторига турли молиявий қўйилма (инвестиция)лар ва аввалдан бери жамланиб келинган илмий салоҳиятга ҳамда молиявий инновациялар ва улар ёрдамида рағбатлантирилиб молиялаштирилувчи бошқа турдаги инновациялар яратилиши ва трансферига қаратилиши лозим. Бунда давлат институтларининг мавжуд сифат даражасини ҳисобга олиш ва уни янада ошириш муҳим аҳамиятга эга.

2.6. Тизимли молия инжиниринг ва уни молия-кредит тизими билан боғлиқликдаги регулятив моделлари

Жаҳон глобаллашуви шароитида, айниқса жаҳон молиявий-иқтисодий инқирози (ЖМИИ)дан кейинги даврда, 2.1-2.5-параграфларда берилган назарий фикр-мулоҳаза ва хулосалар асосида айтиш мумкинки, деярли барча давлатлар, жумладан Ўзбекистон, учун ўз молия-кредит тизими (МКТ)ни ривожлантириш ва бунда МКТ инновациялари билан боғлиқ муносабат ва жараёнларнинг регулятив тузилмавий модели ва механизмини шакллантириш муаммоси долзарб ҳисобланади. Мазкур муаммони ечишда методологик базис сифатида Ўзбекистон Республикаси

Президенти И.А. Каримовнинг фундаментал асарлари¹⁵⁰ ва улар негизида амалга оширилаётган замонавий макроиктисодий сиёсат ҳамда иктисодиёт ва унинг таркибида МКТни тартибга солинадиган мураккаб иктисодий тизим¹⁵¹ деб ифодалаб, тизимли ёндашув¹⁵² асосида ўрганувчи иктисодий системологияга¹⁵³ ва унинг нуқтаи назаридан 2.1-расмдаги моделга асосланиш мақсадга мувофиқ. Чунки иктисодий системология нуқтаи назаридан¹⁵⁴ 2.1-расмдаги моделга асосан МКТни унинг бажарадиган функцияларига – молиявий ресурсларни тақсимлаш, қайта тақсимлаш ва регуляция (назорат) қилиш – мос равишда бир-бири билан боғлиқ бўлган ҳар бири ўзининг моҳиятлар ва муносабатлар турига эга бўлган учта – анъанавий ва инновацион молиявий маҳсулотлар билан боғлиқ тартибга солинадиган институционал ишлаб чиқариш муносабатлари, тартибга солинадиган молия бозори ва тартибга солувчи регулятив – тузилмалардан иборат бир бутун мураккаб тизим сифатида ифодалаш мумкин. Бунда молия бозори бир вақтнинг ўзида ҳам молиявий инструментлар ва ҳам инновацион молиявий маҳсулотлар бозори деб қаралиши мумкин.

¹⁵⁰ Каримов И.А. Ўзбекистоннинг иқтисодий-сиёсий ва иктисодий ривожланишининг асосий тамойиллари. - Ташкент: Ўзбекистон, 1996. -376.; Ўзбекистон XXI аср бугунгисида: ҳаёфсимликка тўхиди, барқарорлик шартлари ва тараққиёт кафолатлари. - Т.: Ўзбекистон, 1997.-326 б.; Банк тизими, пул муомаласи, кредит, инвестиция ва молиявий барқарорлик тўғрисида. - Тошкент: Ўзбекистон, 2005.-252 б.; Каримов И.А. Мамлакатимизни модернизация қилиш ва янгилашни илҳом давом эттириш – давр талаби // Халқ сўзи, 14.02.2009 й.; Каримов И.А. Жаҳон молиявий-иктисодий инқироз, Ўзбекистон шароитида уни бартараф эттиришнинг йўллари ва чоралари.-Т.: Ўзбекистон, 2009.-48 б.; Асосий вазифамиз – ватанимиз тараққиёти ва халқимиз фаровонлигини янада юксалтиришдир.-Т.: Ўзбекистон, 2010.-72 б.

¹⁵¹ Тизим агарда у қуйидаги белгилардан ҳеч бўлмаганда бирига эга бўлса мураккаб (Разумов О.С. Анализ и синтез систем: теория и практика. - М.: Атлас, 2003.-с.47) ҳисобланади: «қуйидагиларга тақсимланиш имконияти, улардан ҳар бирини ўрганиш мазмуний характерга эга; номидлик ва ташқи муҳитнинг тизимга таъсир кўрсатиш шароитида фаоллият юритиш унинг структураси ва кўрсаткичлари тасодифий характерини асослаб бериши, тизимнинг ҳулқ-ҳўрворини мақсадли йўналган ҳолда ташлашни амалга ошириши».

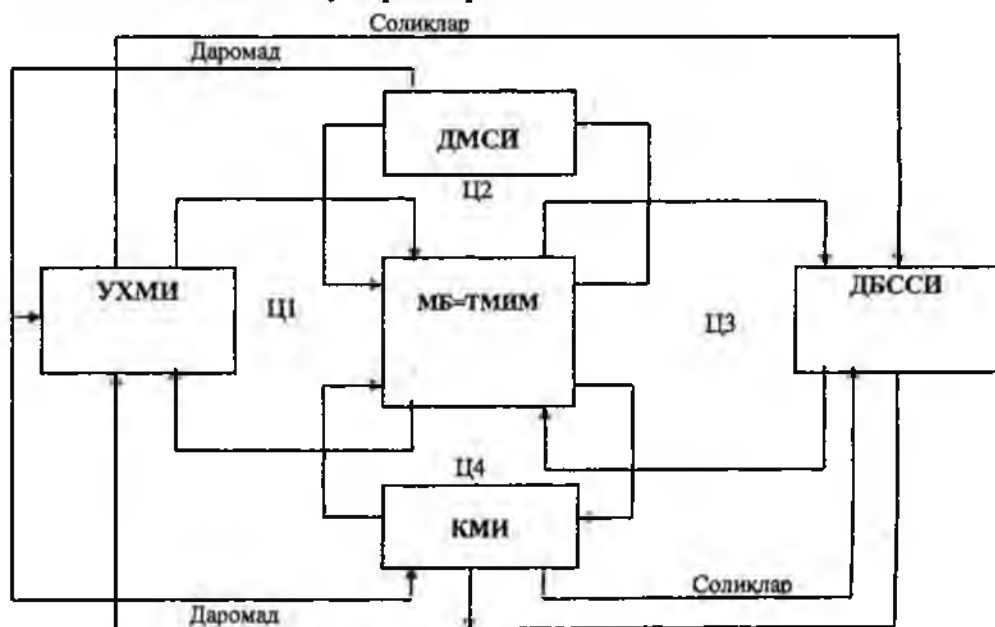
¹⁵² Тизимли ёндашув бу – илмий билим олиш ва амалий фаоллият методологиясининг шундай йўналишики, унинг асосида ҳар қандай объектни мураккаб тўлақонли, масалан, техник, биологик, экологик, иқтисодий, сиёсий ва ҳ.к. тизим сифатида ташкил этиш ётади.

¹⁵³ Шоҳназаров П.Ш. Экономическая системология: концепция и применение. -Т.: Iqtisod-moliya, 2010.-420 с.

¹⁵⁴ Иктисодий системология дунёвий ишларда машҳур бўлган замонавий иқтисодий назария (масалан, унинг институционал-социологик йўналиши, молиявий иқтисодий тизимлар назарияси, эволюцион иқтисодиёт назарияси) ва системология (ахборот назарияси, мураккаб тизимлар математик назарияси, жузладан, мувозабатланадиган квазианалогияларга асосланади) соҳаларида яратилган интеллектуал ишланмаларни комплексли равишда қўллайди. Бу фанларнинг барчаси, жузладан иқтисодий системология, тизимли ёндашувга асосланади. Умуман олганда, тизимли ёндашув иқтисодланган фанларни уйғунлаштирилишига имкон бергани ҳолда, тизимлилик ва комплекслилик нуқтаи назаридан бозор ва реал иқтисодиётнинг боғлиқлигида ўрганиш учун кенг имкониятлар яратиб, уларни нафакат тузилмавий-функционал жиҳатларга, балки бу тизимларни ўзаро боғлиқликда ташқиол этилган элементларнинг моҳияти ва муносабатлар турига ҳам эга бўлган тартибга солинадиган мураккаб иқтисодий тизим сифатида қўриб чиқади.

Умуман олганда, қўйилган муаммонинг ечими МКТ, унинг инновациялари¹⁵⁵ ёрдамида ва молия бозори орқали зарурий ҳажмда молиявий ресурсларни мамлакат иқтисодиётига жалб қилинишига олиб келиши мумкин. Шу нуқтаи назардан 2.6-расмдаги тузилмавий модел¹⁵⁶ уринли бўлиб, унга кўра молиявий оқимлар ва инновацияларнинг МКТдаги ҳаракати қатъий тартибга солинган ва мақсадли йўналтирилган бўлади.

2.6-расмдаги ҳар бир элемент молия бозори (МБ) ва унга чиқарилган тизимли молия инжинирингининг инновацион маҳсулотлари (ТМИМ) ёрдамида ўзаро боғлиқ бўлиб, МБ=ТМИМ ва унда уларнинг фаолияти давлат томонидан унинг макро-иқтисодий сиёсатига мувофиқ тартибга солинади.



2.6-расм. МБ ва унга чиқарилган ТМИМ ёрдамида МКТда молиявий оқим ва инновацияларнинг айланишини ифодаловчи тузилмавий модел

¹⁵⁵ Ҳозирги шароитда Ўзбекистонда инновацияга қарши чоралар дастурийи амалга ошириш, иқтисодиётни модернизациялаш ва ишлаб чиқаришнинг техник ва технология қайта жиқозлаш, барқарор иқтисодий ва индустриал ўсишни МКТ орқали йирик капитал жалб қилмасдан туриб, ривожланиш лойиҳаларини фазат корхоналар оладиған фойда ҳисобига таъминлаш жуда қийин.

¹⁵⁶ 2.6-расмда: ДМСИ – давлатнинг моёетар сиёсати инжиниринги, ДБССИ – давлатнинг бюджет-солиқ сиёсати инжиниринги, УХМИ – уй ҳўжаласларнинг молия инжиниринги, КМИ – корпоратив (молиявий ва номолиявий компаниялар) молия инжиниринги, МБ – молия бозори, ТМИМ – тизимли молия инжиниринги маҳсулотлари.

Ушбу моделни (2.6-расм) таҳлил қилиб, шу фикрга қўшилиш мумкинки, МБ=ТМИМ қуйидагича иштирок этади:

- локал (Ц1, Ц2, Ц3, Ц4) ва умумий («даромадлар-солиқлар») цикллари¹⁵⁷ бўйича бозор-молия муносабатлари ташкилотчиси;

- бу элементлар ўзаро бозор муносабатларини ташкиллаштирилган тартибда ва шаклда амалга оширадиган молиявий инструментлар ва инновациялар воситасида

(уларнинг МБ=ТМИМдаги конъюнктурасига қараб) барча туртала элементни бирлаштирадиган тузилма сифатида;

- ўзаро боғлиқликдаги фаолияти МБ=ТМИМ¹⁵⁸ конъюнктурасига қараб, бу таркибий қисмлар ўртасида молиявий ресурс ва инновацияларни самарали қайта тақсимлаш механизми ва ўзига хос бозор муҳити сифатида.

Бунда МБ реал иқтисодийнинг ҳолатини эквивалент равишда акс эттиради, яъни реал иқтисодийнинг «ўхшаш-аналоги» – унинг ҳолати «барометри» бўлиб иштирок эта олади. Демак, барқарор иқтисодий ўсиш ва молиявий инновация ва инструментлар воситасида молиявий ресурслар (инвестициялар) жалб қилиш мақсадлари учун $SV = PI$ тенгламаси (2.2-параграф) бўйича бу сиёсатларнинг оптимал балансига эришиш 2.6-расмда курсатилгани каби амалга оширилиши мумкин. Бундан келиб чиқиб, МБ қуйидаги ижтимоий ва иқтисодий функцияларни бажаради¹⁵⁹:

- иқтисодийнинг молия ва инвестицияларга ҳамда молиявий инновацияларга эҳтиёжларини қоплаш, миллий бойликнинг ўсиши ва капитал тўпланишига қўмаклашиш мақсадлари учун жамғармалар тўплаш ва уларни инвестицияларга ҳамда инвестицияларни жамғармаларга айлантириш;

- инфляция ва риск шароитларида инвестициялар ва жамғармалар объектив бозор қийматини сақлаш;

- инвестицион ресурслар истеъмолчилари учун ташқи молиялаштириш қийматини пасайтириш ва капиталнинг яшовчанлиги устунроқ лойиҳаларга самарали қўчиб ўтишини таъминлаш, истиқболли инновациялар, иқтисодийнинг рақобатбардош тармоқларини ҳаракатлантириш воситасида инфляцияни пасайтириш ва иқтисодий ўсишга қўмаклашиш;

¹⁵⁷ Бунда локал инновациянинг ҳар бири тўққизгача МБ=ТМИМга боғлиқ бўлади.

¹⁵⁸ Айтиш мумкинки, ҚҚБ тўққизгача туртга таркибий қисмга, ўз навбатида, улар ҳам ҚҚБга боғлиқ.

¹⁵⁹ Шохматовий Ш.Ш. Концепция судности рынка ценных бумаг // Молия, Т., №1, 2009-с.82-91.

- жамғармаларнинг инвестицияларга ва инвестицияларнинг жамғармаларга айланиши учун зарур бўлган қулай жамғарма-инвестиция муҳити (қисқача – $(S-I)$ -муҳит) шароитлари билан таъминлаш. Бу кўп жиҳатдан давлатнинг инвесторлар хулқ-атвори ва МКТ индустриясининг мослашувчан фаолият юритиши боғлиқ бўлган МБдаги қулай $(S-I)$ -муҳитни яратишга йўналтирилган макроиктисодий сиёсати самарадорлигига боғлиқ бўлади;

- $(SV = PI, [Y-I] + [T-G] = N, MV = PT)$ мувозанатли тенгламалари билан акс эттириладиган макроиктисодий барқарорликни таъминлаш ҳамда инвесторларнинг ҳуқуқ ва манфаатларини ҳимоя қилишга йўналтирилган корпоратив бошқарув сиёсати самарадорлигини рағбатлантириш;

- иқтисодиёт субъектига молиявий инновация ва инструментлар ўзига хос бозор индустриясида параллел ҳаёт бахшида этиш, бу ерда қимматли қоғознинг бозор қиймати ва реал иқтисодиётда бўлган реал базиснинг бозор қиймати ўртасида тўлиқ боғлиқлик таъминланади;

- «П.Э. Самуэльсон акселератори» тамойили (унга кўра: «реал ЯИМнинг ўсиши реал инвестицияларнинг ўсишига олиб келади, реал инвестицияларнинг ортиши эса ўз навбатида, ЯИМнинг ўсишига сабабчи бўлади») қимматли қоғозлар ва уларнинг базиси, натижада – МБ ва реал иқтисодиётнинг эквивалентлик тамойилига амал қилинишини таъминлаш;

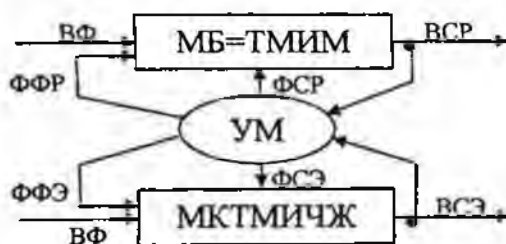
- МБ фаолият юритишининг иқтисодий-ахборот-ҳуқуқий механизми билан таъминланган, Молиявий инновация ва инструментлар воситасида тадбиркорлар фаолигининг ахборот-башорат таъминоти.

Айнан шу функциялар туфайли МБ катта аҳамиятга эга ҳисобланади ҳамда жаҳон иқтисодиётининг ривожланиши, молиявий инновациялар ва капитал халқаро ҳаракатининг глобаллашувида муҳим роль ўйнайди.

Шундай қилиб, $МБ = ТМИМ$ МКТнинг 2.6-расмда кўрсатилган тўртта таркибий қисм ҳолатини тўғри акс эттирадиган «ўхшаш-аналог» ҳисобланади. $МБ = ТМИМ$ да фақат молиявий инновациялар ва анъанавий молиявий инструментлар муомалада бўлади, бу эса унинг ўзига хослигини ва бошқа бозорлардан ажралиб туришини белгилаб беради. Демак, МКТда марказий ўринга эга бўлган ҳолда $МБ = ТМИМ$ унинг кўрсаткичларига қараб барча таркибий қисмлар ўз ҳаракатларини ташкил этадиган ва туза-

тишлар киритадиган мамлакат молиявий-иқтисодий ҳолатининг «барометри ҳисобланади. Бунда Марказий банк ва Ҳукуматга мос равишда пул-кредит ва бюджет-солиқ сиёсатини амалга ошириш бўйича ваколатлар берилади. МКТнинг ҳар бир таркибий қисми МБ=ТМИМда ўзининг роли ва вазифаларига эга бўлиб, уларни амалга ошириш таъсир кўрсатувчи омиллар ва муайян шароитлар тизимига, МБ=ТМИМ конъюнктурасига, МБ=ТМИМда талаб ва таклифни мувозанатлаш моделига боғлиқ бўлади. Умуман МБ=ТМИМ молиявий ресурс ва инновацияларни қайта тақсимлаш функциясини бажаради. Бунинг исботи бўлиб хорижда ўтказилган иқтисодий ривожланиш (ўсиш) ва молия-кредит тизими (соҳаси) ўзаро алоқалар тадқиқоти натижалари хизмат қилади.¹⁶⁰

Юқорида баён қилинганлардан келиб чиқиб, иқтисодий системалогия нуқтаи назаридан МКТдаги молия билан боғлиқ ишлаб чиқариш жараёни (МКТМИЧЖ) ва МБ=ТМИМ эквивалентлиги таъминланиши мумкинлиги тўғрисида хулоса чиқариш мумкин. Шу сабабли МБ=ТМИМ учун мувозанатловчи (тартибга солувчи тузилма, регулятор¹⁶¹)га эга квазианалогли модел сифатида тартибга солинадиган МКТни тасаввур қилишнинг назарий қондалари адолатдан бўлади. Демак, 2.7-расмда акс эттирилган модел¹⁶² уринли.



2.7-расм. Омиллар таъсирида МКТМИЧЖ ва МБ=ТМИМни умумий регулятор (УМ) орқали ўзаро боғлиқликда фаолият кўрсатиши тузилмавий модели¹⁶³

¹⁶⁰ Kui B. Luintel, Mosabid Khan, Philip Arestis, Konstantinos Theodoridis. Financial structure and economic growth. // Journal of Development Economics, 23 November 2007; F. Arizala, E. Cavallo, A. Galindo. Financial Development and TFP Growth: Cross-Country and Industry-Level Evidence // Inter-American Bank, June, 2009; Ang J.B. (2008). A Survey of Recent Developments in the Literature of Finance and Growth // Journal of Economic Surveys 22, pp. 536-576; Hyeok Leong, Robert M. Townsend. Discovering the Sources of TFP Growth: Occupational Choice and Financial Deepening, August, 2004.

¹⁶¹ Шоҳаъзамий Ш.И. Возможности создания макрорегулятора финансового рынка в Узбекистане. // Журнал: Рынок, деньги и кредит. №4, 2006. - с. 6-9; Молия бозорини тартибга солиш тизимини такомиллаштириш. // Ўқимат ва бошқарув, Т., 2009, №2. - сс. 23-36.

¹⁶² МКТМИЧЖ – МКТдаги молия билан боғлиқ ишлаб чиқариш жараёни; МБ – молия бозори, ТМИМ – ТМН маҳсулотлари.
¹⁶³ 2.7-расмда: ВФ – мамлакатнинг МКТМИЧЖ ва МБ=ТМИМга бердек таъсир кўрсатувчи ташкил омиллар; BCP – МБ=ТМИМ индикаторлари бўйича чиқти кўрсаткичлари; BCS – МКТМИЧЖ индикаторлари бўйича чиқти кўрсаткичлари. ФФР ва ФФЭ – УМ томонидан ишлаб чиқариладиган ҳамда мос равишда МКТМИЧЖ ва МБ=ТМИМга таъсир этадиган ички омиллар. ФФС ва ФФС – УМ томонидан ишлаб чиқариладиган ҳамда мос равишда МКТМИЧЖ ва МБ=ТМИМ тузилмаларига таъсир этувчи ички омиллар.

Бунда (2.7-расм) УМ, ВФни ҳисобга олган ҳолда, ВСР ва ВСЭ асосида ички омиллар (ФФР, ФФЭ, ФСР, ФСЭ) ишлаб чиқишдан иборат бўлган макро ва макро молиявий мувозанатлайдиган механизм функциясини бажаради. Бу омилларнинг барчаси сабабоқибат алоқасида бўлади. Моҳиятига кўра, 2.7-расмда акс эттирилган модель регуляция марказий элементига (қайтувчан алоқа бўғини) эга бўлган уз-узини ривожлантирувчи мураккаб динамик тизими ҳисобланади.

2.7-расмда акс эттирилган моделдан кўриниб турибдики, $МБ=ТМИМ$ МКТ ҳолатини эквивалент равишда акс эттиради, демак, МКТМИЧЖнинг «уҳшаш-аналоги» – унинг ҳолати «барометри» бўлиб иштирок эта олади.

Юқорида баён қилинганлардан келиб чиқиб, МКТМИЧЖни $МБ=ТМИМ$ ва уни мувозанатлайдиган механизми (регулятор)дан иборат мувозанатланадиган квазианалог модел воситасида ўрганиш (2.2- ва 2.3-расм) мумкин. Шу сабабли қуйидаги мулоҳаза адолатдан бўлади: « $МБ=ТМИМ$ ва УМ» жуфтлиги мувозанатлайдиган квазианалогли моделдан бошқа нарса эмас. Бу мулоҳаза шуни англатадики, $МБ=ТМИМ$ ни тартибга солишга (институционал, функционал ва пруденциал) тенг бўлган квазианалогли мувозанатлаш бир вақтнинг ўзида $МБ=ТМИМ$ ва МКТМИЧЖни давлат ва жамият томонидан макротартибга солишни англатади.

$МБ=ТМИМ$ да талаб ва таклифни мувозанатлаш 2.5- ва 2.7-расмларда кўрсатилган моделларга мувофиқ УМ орқали амалга оширилади. Бунда МКТМИЧЖ ва $МБ=ТМИМ$ институционал, функционал ва индикатив тартибга солинади (мувофиқлаштирилади ва назорат қилинади). Демак 2.7-расмдаги УМни МКТнинг иккита тузилмаси – МКТМИЧЖ ва $МБ=ТМИМ$ – эквивалентлигига эришиш бўйича комплексли тартибга солувчи механизм сифатида қараш мумкин.

2.5-, 2.6- ва 2.7-расмларда кўрсатилган моделлар фаолияти қуйидаги тамойилларга амал қилади:

1. Ҳар қандай молиявий инновация ва инструмент узининг бозор баҳосига эга бўлган реал молиявий базиси билан таъминланган бўлиши лозим. Бунда улар қийматининг бозор баҳоси ва нархи эквивалент ҳамда риски меъёр даражасида бўлиши керак;

2. ТМИ инновациялари МКТнинг барқарорлиги, молиявий хавфсизлиги ва рақобатбардошлигини таъминлаши лозим;

3. МКТ транспарент бўлиши зарур, бунда давлатнинг самарали регулятив сиёсати кафолат ҳисобланади;

4. ТМИМ махсус иқтисодий-ахборот-ҳуқуқий механизм билан таъминланган бўлиши лозим;

5. МКТМИЧЖ ва МБ=ТМИМ фаолияти макрорегулятив тартибга солиниши ва мунтазам мониторинг қилиниши зарур, бунда уларнинг фаолият механизми халқаро миқёсда стандартлаштирилган, унификациялаштирилган ва байналминаллаштирилган бўлиши зарур;

6. МБ=ТМИМ очик бўлиши лозим;

7. МКТда соғлом рақобат бўлиши, монополия чекланиши, хуфия операциялар ва манипуляцияларга йўл қўймаслик лозим;

8. МКТда капиталларнинг трансчегаравий оқимларининг ҳаракати эркин бўлиши лозим.

Юқорида келтирилганларнинг барчаси ҳамда I боб ва 2.1-2.5-параграфлар натижалари асосида айтиш мумкинки, Ўзбекистонда МКТни ривожлантириш ва бунда МКТ инновациялари (ТМИ инновацион маҳсулотлари) билан боғлиқ муносабат ва жараёнларнинг регулятив асосларини шакллантириш муаммоси 2.1-2.7-расмларда берилган моделларни амалиётга жорий қилиш орқали ўз ечимига эга бўлиши мумкин.

Бунда МБ=ТМИМ ва МКТМИЧЖни умуммиллий регулятор ёрдамида мувофиқлаштириш ва назорат қилишни ташкил этиш муҳим аҳамиятга эга. Чунки, дунёда 2008 йил давомида авж олган ва барча мамлакатлар иқтисодиётига салбий таъсир кўрсатган ЖМЙИ кўпчилик давлатлар миллий МКТларининг регулятив моделларини бу инкироз олдида ожизлигини кўрсатди. Ҳозирда молия бозорларни тартиблаштиришнинг камида икки моделини кўрсатиш мумкин: АҚШ модели (бу модель 6 давлатда қўлланилади: Франция, Испания, Португалия, Италия, Греция ва Нидерландияда) ва мегарегулятор (макрорегулятор) модели (18 мамлакатда қўлланилади: Буюкбритания, Бельгия, Люксембург, Германия, Австрия, Дания, Швеция, Россия, Финляндия, Австралия, Канада, Сингапур, Швейцария, Япония, Корея, Венгрия, Норвегия, Жанубий Африка Республикасида). Бошқа мамлакатларда эса кўрсатилган икки регулятив моделнинг жиҳатларидан фойдаланилган гибрид моделлар қўлланилади. Бундай ҳолат табиий равишда барча миллий МКТлари тартиблаштириш тизимларини радикал тарзда ўзгартириб такомил-

лаштириш заруратини келтириб чиқармоқда. Бу борада жаҳон амалиётида мавжуд молия бозори макрорегулятори концепциясини¹⁶⁴ айнан инқироз туфайли ҳозирда қўллаш муҳим аҳамиятни касб этмоқда. Шу сабабли бошқа давлатлар сингари Ўзбекистон шароитида ҳам МБ=ТМИМ ва МКТМИЧЖни комплекс тартибга солувчи ва ривожлантирувчи ягона умуммиллий давлат органи – макрорегуляторни¹⁶⁵ – жорий қилиш мақсадга мувофиқлиги яна бир бор ўз тасдиғини топмоқда.

Ўзбекистон шароитида миллий МБ=ТМИМ ва МКТМИЧЖни умуммиллий макрорегулятор концепциясига асосланган тартиблаштириш ва стратегик ривожлантиришда 2.8- ва 2.9-расмларда берилган моделлар асосида таклиф этиш мумкин.

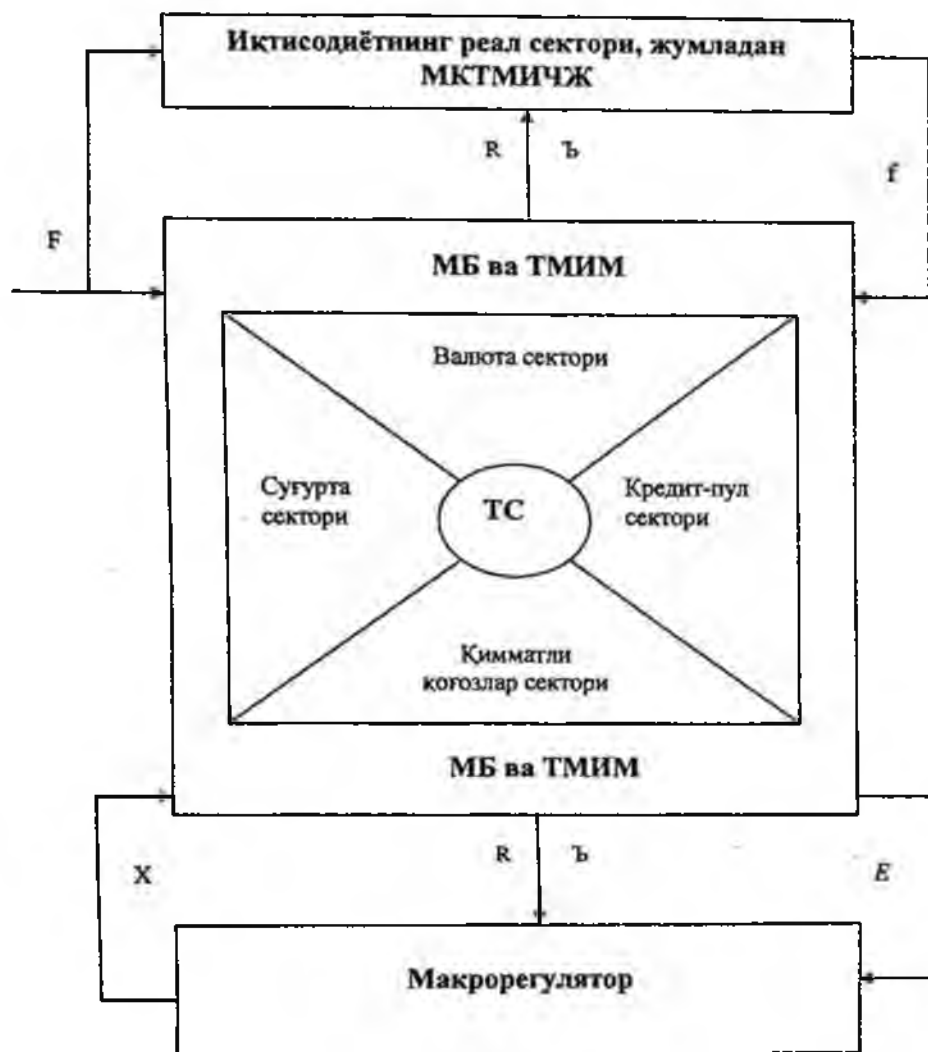
Бу моделлар 2.2- ва 2.3-расмлар ёрдамида курсатилган мувозанатлаштирувчи квазианалоглар назариясига¹⁶⁶ мос бўлиб, муаллиф томонидан Ўзбекистон Республикаси Президенти И.А.Каримов яратган ва муваффақиятли амалга оширилаётган тараққиётнинг «Ўзбек модели» концепциясига асосланади.

Таклиф этилган моделлар 2.2- ва 2.3-расмлардаги моделларга мос вариантларда келтирилган бўлиб, уларда қуйидаги белгилар қабул қилинган: ТС – молия бозори савдо тизимлари (фонд биржалари ва электрон савдо тизимлари); R – фоииз ставкаси; Ъ – фонд индекслари; F и f – таъсир этувчи функциялар (омиллар); А – ўзгарувчилар матрицаси; X – номаълумлар вектори; Е – ечимнинг зарурий аниқлиги. Макрорегулятор мувофиқлаштирувчи (коллегиал орган) ва ҳолис эксперт кенгашларидан ҳамда ижроия органидан таркиб топган.

¹⁶⁴ Objectives and Principles of Securities Regulation, IOSCO, 1998; Guidance on Information Sharing, IOSCO, 1998; Report on Cooperation Between Market Authorities and Default Procedures, IOSCO, 1996; Regulatory Cooperation on Emergencies: A Discussion Paper, IOSCO, 1996; Mechanisms to Enhance Open and Timely Communication Between Market Authorities of Related Cash and Derivative Markets During Periods of Market Disruption, IOSCO, 1993; Supervision of Financial Conglomerates, IOSCO, 1999; Supervisory Framework for Markets, IOSCO, 1999; Мяркин Я.М. Рынок ценных бумаг России: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития.-М.: Альпина Паблишер, 2002.-с.308-345.

¹⁶⁵ Шохвезамий Ш.Ш. Возможности создания макрорегулятора финансового рынка в Узбекистане.//Журнал: Рынок, деньги и кредит, №4, 2006.-с.6-9; Молия бозорини тартиблаштириш тизимини такомиллаштириш. //Жамнат ва ботқоруш, Т., 2009, №2.-с.с.-23-36.

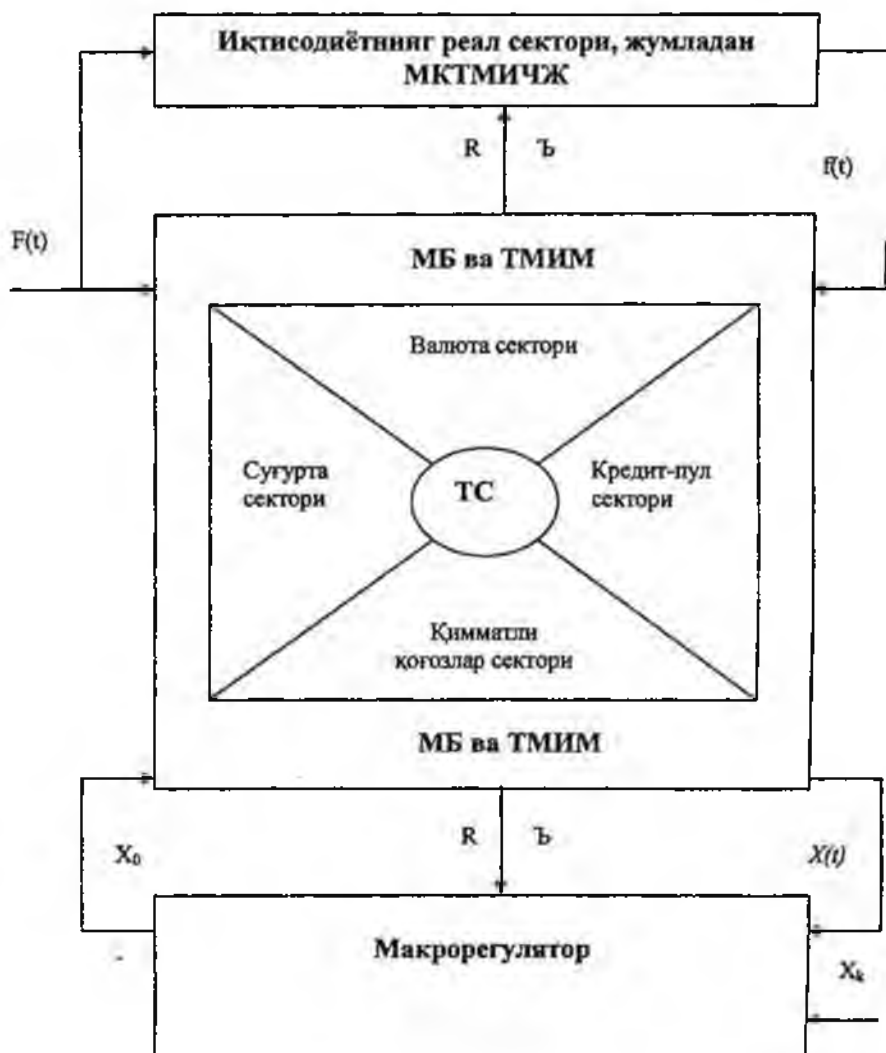
¹⁶⁶ Шохвезамий Ш.Ш. Секьюритизация.-Т.: Ўзбекистон миллий энциклопедияси, 2005.-473 б.



$$AX=F$$

$$AX-F=E$$

2.8-расм. Макрорегулятор моделининг биринчи варианты
(алгебраик тенглама билан ифодаланувчи квазианалог моделига
асосланган)



$$T \frac{dx}{dt} + A(x)X = F(t),$$

$$X(0) = X_0$$

2.9-расм. Макрoрегулятор моделининг иккинчи варианты (дифференциал тенглама билан ифодаланувчи квазианалог моделига асосланган)

Ушбу моделлар қуйидаги тамойилларга асосланади: тизимийлик; функционал автономлилик; консолидациялаш; коллегиялилик; транспарентлилик; стандартлилик ва унификацияланганлилик.

Макрорегуляторга қуйидаги функциялар берилиши назарда тутилади: молия бозорини мувофиқлаштириш ва назорат қилиш, унда регулятив тартиб-қоидаларни ўрнатиш, қонунийб-меъёрий ҳужжатларни қўриб чиқиш ва парламентга тасдиқ учун тавсия этиш, молия бозорини стратегик ривожлантириш ва инқирозли ҳолатларда коллегиял равишда макромолиявий қарор қабул қилиш, умуман олганда, бозорни ҳам функционал ва ҳам институционал тартиблаштириш.

Бундай макрорегуляторни жорий қилиш мавжуд регулятив давлат органларининг миллий молия бозоридаги ўзаро зиддиятларини бартараф этади, молия бозорининг муаммоларини комплекс ечилишини таъминлайди.

Мувофиқлаштирувчи кенгаш таркибига қуйидаги органларнинг вакиллари кириши назарда тутилади: Олий Мажлис, Марказий банк, Молия вазирлиги, Иқтисодиёт вазирлиги, Адлия вазирлиги, ТИФ, инвестициялар ва савдо вазирлиги, Давлат солиқ Қўмитаси ҳамда нодавлат нотижорат ташкилотлар (масалан, Ўзбекистон банклар уюшмаси, Савдо-саноат палатаси, Бухгалтер ва аудиторлар уюшмаси, инвестиция институтлари уюшмаси ва ҳ.к.). Эксперт кенгашга Санок палатаси вакили, молия бозорининг кўзга кўринган мутахассислари ва олимлар, аудитор ва баҳоловчилар, рейтинг ва ахборот агентликлари ва оммавий ахборот воситалари вакиллари кириши мумкин.

Таъкидлаш жоизки, макрорегуляторга Марказий банкнинг монетар сиёсат ва Молия вазирлигининг бюджет-солиқ сиёсат юритиш функциялари берилмайди.

Ижроия орган вазифаси Давлат мулки Қўмитаси қошидаги қимматли қозғалар бозорини мувофиқлаштириш ва назорат қилиш Маркази ва Ўздавлатсуғуртаназорат ўрнига молия бозорини тартиблаштириш учун махсус тузилган ягона умуммиллий мавқега эга бўлган молия бозорини тартиблаштирувчи Давлат комиссиясига юклатилиши назарда тутилади. Бу орган макрорегуляторнинг мувофиқлаштирувчи ва эксперт кенгашларига ҳисоботдор бўлади. Макрорегулятор мамлакат Парламенти ва Республика Президенти олдида ҳисоботдор бўлиши лозим.

Макрорегулятор унинг туғрисидаги махсус қонун асосида фаолият юритиши керак.

Ижроия орган раҳбарлари унга бўлиб (Раис ва унинг икки уринбосари), улар Ўзбекистон Республикаси Президенти томонидан Парламент билан келишилган ҳолда ҳар бири уч йил муддатга (қайта тайинланиш ҳукуки билан) тайинланади. Бунда Ижроия орган раҳбари мувофиқлаштирувчи кенгаш раиси ҳисобланади.

Шундай қилиб, макрорегулятор ўзида МКТнинг барча бугинларини тизимли тартиблаштириш ва стратегик ривожлантириш вазифасини бажариш асосида мамлакатда макронқисодий мутаносибчилик ва барқарор иқтисодий ўсишни таъминлайди.

Умуман олганда, қўйилган муаммонинг бундай ечими МКТ, унинг инновациялари ёрдамида ва МБ=ТМММ ёрдамида зарурий ҳажмда молиявий ресурсларни мамлакат иқтисодиёти модернизациясига жалб қилинишини таъминлаши мумкин. Бундан хулоса сифатида айтиш мумкинки, Ўзбекистонда давлатнинг замонавий макроиқтисодий сиёсати доирасида тизимли молия инжинирингини кенг қўламли чуқур илмий-тадқиқот ишларини амалга ошириш ва унинг асосида уни ривожлантириш концепцияси ёки давлат дастури ишлаб чиқилса мақсадга мувофиқ бўлади.

2.7. Молиявий инновация ва инструментлар қиймати ва нархи, уларнинг мазмун-моҳияти, турлари, ўзаро боғлиқлиги ва эквивалентчилиги

Дунё ва Ўзбекистон иқтисодиёт илм-фанида молия-кредит соҳасидаги бизнес ва ундаги турли анъанавий ва инновацион молиявий маҳсулотларни (қуйида уларни қисқача алоҳида молиявий воситалар – анъанавий ва инновацион – деб юритамиз)¹⁶⁷ бир вақтнинг ўзида мазмунан капитал, махсус товар (молия бозори савдоси объектига хос конкрет хосса ва функцияларга, шакл ва турларга эга) ва молиявий инструмент сифатида намоён бўлиши ва бунда уларнинг ҳаёт давлари, инвестицион сифат хусусиятлари, бошқарув имкониятлари ва бозор муомаласи билан боғлиқ муносабатлар XIX-XX асрлар давомида фаол тадқиқ этилиши сабабли, бу борада сезиларли натижаларга эришилган. Лекин республикаимиз молия бозори амалий фаолиятида бу натижалар

¹⁶⁷ Бундай воситалар таънифи ва таъсифи 1.5-параграфда батафсил берилган тизимли молия инжинирингга маҳсулотларига ўхшаш деб қабул қилинса бўлади.

ҳозирча гулиқ намоён бўлмаган. Хусусан, Ўзбекистон иқтисодийи барқарор ўсиш тенденциясига эга бўлсада, лекин молия бозори босқичма-босқич (1992-1993 йй., 1994-1996 йй., 1997-1999 йй., 2000-2005 йй., 2006-2007 йй., 2008-2011 йй.) ривожланаётган бозорлар туркумига кириб, унинг ҳажми ва иқтисодийидаги роли паст ва инфратузилмаси такомил эмас (7-илова). Шу сабабли, молия бозорида иккиламчи муомалада ўлувчи молиявий воситалар нархини шаклланиш назариялари (2.4-жадвал) ва техник таҳлил усуллари ҳозирча ишламайди, фақат бу воситалар қийматини баҳолаш усуллари (2.5-жадвал) фундаментал таҳлил асосида қўлланилмоқда.

2.4-жадвал

Молиявий воситалар нархини шаклланиши назариялари¹⁶⁸

Назария номи	Назариянинг мазмуни ¹⁶⁹	Қўлланилиши
Тасодифий ҳаракатлар ¹⁷⁰	Молиявий воситалар нархларининг ўзгариши тасодифий ҳаракатларни билдиради, яъни нархлар тасодифий, мустақил ҳолда ўзгаради. Молиявий воситалар курси бўйича қийматининг ўзгариши шундай ҳарактерга эгаки, бу ўзгаришларнинг математик кутилиши нолга тенг.	Тенг нарх, инвесторларда мавжуд бўлган барча маълумотларни, яъни молиявий воситаларнинг ҳақиқий қийматини акс эттиради. Молиявий воситалар нархларининг ўзгариши номалум бўлиши керак. Олдиндан маълум бўлувчи молиявий воситалар нархларининг цикллари нархлар кўтарлишида сотиб олишга ва нархлар пасайишида сотишга интилувчи, инвесторлар томонидан бузилади. Инвесторларнинг рационал ва рақобат бозорларда операциялар бажаришлари туфайли, молиявий воситалар нархларининг ўзгариши тасодифий ҳисобланади.
		Бозор эффективлигининг учта тури мавжуд: 1) паст эффектив,

¹⁶⁸ Манба: Бердникова Т.В. Оценка ценных бумаг: Учебное пособие. -М.: ИНФРА-М, 2006.-144 с. Муаллиф томонидан ва С.Қорабоев, А.Абдуқаюмов иштирокида таржима қилинган.

¹⁶⁹ Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов/Пер. с англ. - М.: Олимп-Бизнес, 1997; Ди Ч.Ф., Финерти Дж. И. Финансы корпораций: теория, методы и практика/Пер. с англ. - М.: ИНФРА-М, 2000.

¹⁷⁰ Тасодифий ҳаракатлар назарияси қуйидаги формула билан ифодаланади: $K_{t+1} = K_t + e_t$, бу ерда: K_t ва K_{t+1} - молиявий воситалар курси t ва $t+1$ моментларига нисбатан; e_t - тақсирот қонуни бўйича математик кутилиши нолга тенг бўлган тасодифий қатталик.

Капитал-нинг эффектив бозори	Эффектив (самарали) бозор деб, нархлари хар доим, ўзида мавжуд бўлган барча маълумотларни акс эттирувчи бозорга айтилади.	жорий нархлар ва ўтмишдаги нархлар тўғрисидаги маълумотларни акс эттиради; 2) ўртача эффектив, нафақат ўтмишдаги нархларни, балки кўпилиш, дивидендлар ва даромадлар тўғрисидаги чоп этилган барча маълумотларни акс эттиради; 3) юқори эффектив, нархлар, компания фаолиятининг фундаментал таҳлили асосида олиниши мумкин бўлган барча маълумотларни акс эттиради.
Портфел назарияси	Энг юқори даражада қўти-лаётган фойдалиликни берилган стандарт чекинишда таъминловчи молиявий воситаларнинг оддий пакети, эффектив портфеллар деб аталади.	Алоҳида молиявий восита, портфелдаги худди шундай воситага нисбатан паст баҳо-ланиши керак.
Ҳалол ўйин	Иккита модификацияси мавжуд. Биринчи модел курс ўзгари-шининг математик қўтилиш-лари мустақиллигини тахмин қилади, яъни трендларнинг мав-жудлиги эҳтимоли ва қўти-лаётган фойданинг нолга тенг-лиги. Иккинчи моделда курс қиймати ўзгаришининг мате-матик қўтилиши нолдан катта, яъни мусбат сонлар. ¹⁷¹	Молиявий восита курси ўзга-ришининг маълум бир матема-тик қўтилишлари натижаси.
Фонд бозори нарх-лари	Қимматли қўғозлар нархлари ҳаракатининг асосий сабаблари, компания фойдасидаги ўзга-ришларни қўтиш. Улар нархи қўти-лаётган даромадларнинг жорий қиймати ҳисобланади.	Доимий фойдага эга бўлган молия-кредит тизими бизнеси институтлари (МКБ)ларининг молиявий воситаларини баҳо-лашда анаъанавий назария сифатида қўллаш.
Фунда-ментал таҳлил	Молиявий восита бозор нархи унинг ички қийматида, теб-раниш натижасида четланади, лекин молиявий восита нар-хининг ўртачаси ва ўзоқ муд-датдаги ички қийматлари бир-	Талаб ва таклиф нархларининг нисбий барқарорлиги асосида молиявий воситалар ички қий-матини аниқлаш.

¹⁷¹ Бунда $K_{t+1} = K_t + E + e_t$, E —курс ўзгаришининг мате-матик қўтилиш (инвестиция ҳажмига боғлиқ); e_t —тасодифий катталик.

	бирига яқин бўлиши керак.	
Рефлексивлик	Молия бозорининг ривожланишига таъсир этувчи, янги факторлар билан фундаментал таҳлилнинг тўлдирилиши.	Молиявий воситаларнинг ички қиймати котировкаларига нисбатан боғлиқлигини аниқлаш.
Конъюнктура таҳлили ва прогнози	Жорий вақтдаги талаб ва таклиф мутаносиблигини ўрганиш, ривожланишнинг асосий тенденцияларини аниқлаш, жорий ҳолат таҳлили ва ҳар хил шароитларнинг ўзаро боғлиқлиги ва цикл фазасининг асосланиши асосида молия бозорининг келгуси ҳолати сценарийсини ишлаб чиқиш.	Молия бозори ҳолатини хактерловчи белгиларнинг умумийлиги асосида молиявий воситаларни баҳолаш (муомаладаги воситалар ҳажми ва структураси, айланиш тезлиги, нархлар ҳаракати, курси, инвестицион риск даражаси, маълумотлар очиклиги ва бошқалар)
Инвесторнинг ишончли ҳаракати	Инвесторлар ҳаракатини белгилловчи асосий фактор - бу инвесторнинг молиявий воситалар бўйича келажақдаги нархларга ва фойдага ишониши.	Потенциал инвесторларнинг молия бозоридаги фаолияти.
Фаслли ўзгаришларнинг тузилмаси	Молия бозорида молиявий воситалар нархларининг фасллий тебранишлари мавжуд.	Молиявий воситалар бозор қийматини аниқлашда нархларнинг фасллий тебранишлари ҳисоби.
Вақт давр (цикл)лари тузилмаси	Молиявий воситалар қийматининг кўтарилиши ва пасайиши.	Умумиқтисодий шароитлар ва молия бозорининг нархлари ўртасида корреляция мавжудлиги. Молия бозори нархлари асосида ҳўжалик конъюнктурасини прогнозлаш мақсадга мувофиқ бўлади.
Тўлқинларнинг тузилмаси	Молиявий воситалар нархлари динамикаси, нархлар ҳаракатланишининг умумий тенденцияси йўналишига мос келувчи бешта ва нархлар ҳаракатини коррективроқлаувчи учта контртенденция тўлқинлари билан характерланади.	Молиявий воситалар қийматини аниқлашда иккита тўлқинни ажратиш мумкин, «субтўлқинлар» кичик давомийли ва «ўзун тўлқинлар» 100 ва ундан юқори йиллар даври.
Агентлик муносабатлари	МКБИнинг капиталига эғалик қилиш, молиявий воситалар бозор қийматига ва қарорлар қабул қилиш жараёнининг на-	Молиявий воситалар қиймати қарорлар қабул қилиш жараёнининг назорат даражасига

	зоратиға ҳар доим ҳам мос келмаслиги.	боғлиқ.
Арбит- раж асосида нархни шаклланти- риш	Фойдалилик, аниқ бир МКБИга тегишли ўзгаришлар, макроиктисодий шароитлар ёки факторларга боғлиқ. Арбитражнинг техник маъноси, маҳсулотни биринчи бозордан сотиб олиш фаолияти ва (маълум вақт ўтгандан сўнг) янада баландроқ нархда иккиламчи бозорда сотиш.	Молиявий воситалар нархи умумиктисодий факторларга боғлиқ; инфляция даражаси, қисқа ва узоқ муддатли фойз ставкалари ўртасидаги фарқлар, юқори ва паст рискли молиявий воситаларнинг фойдалилигидаги фарқи. Кутилаётган риск бўйича мукофот, ҳар бир омил бўйича кутилаётган рискнинг мукофотлар суммасига тенг.
Рақобат- даги афзаллик	Аниқ бир сегментдаги рақобат даражаси (чекланган бозорда) бозорга кириш ва чиқиш тўсиқларига боғлиқ.	Рақобат чекланишлари ва улардан ўтиш харажатлари қийматининг солиштирма харақтеристикаси.

Бундай тенденция МКБИ ва улар молиявий воситалари қийматини адолатли ва ишончли баҳолаш ҳамда молия бозоридаги объектив нархини шакллантириш муносабатлари жараёнларига салбий таъсир кўрсатмасдан қолмаяпти. Бунда молиявий воситалар қийматини баҳолаш усуллари (2.5-жадвал) Ўзбекистон шароитида ўзгача қўлланилади.

2.5-жадвал

Молиявий воситаларни баҳолаш усуллари¹⁷²

Усул	Усул мазмуни	Усулнинг фарқи томони
Эксперт усул	Молиявий воситалар қиймати ўзгаришларининг мавжуд тенденциялари бўйича мутахассисларнинг эксперт баҳолари	Экспертларни пухта танланилиши зарурлиги ва таҳлил қилинаётган ҳолатларни алоҳида синчковлик билан саралаш
Аналитик усул	Молиявий восита қиймати таркибий элементларини ва уларга таъсир кўрсатувчи турли йўналган омилларни тизимли таҳлил қилиш	Кўп миқдордаги маълумотларнинг турли манбаларини ҳисобга олиш
Статистик усул	Ўртача миқдорлар, индекслар, дисперсиялар, варияциялар, кореляциялар, регрессия ва дюрацияларни қўллашга асосланган статистик таҳлил	Статистик боғлиқликлар турини тўғри аниқлаш зарур

¹⁷² Манба: Бердникова Т.В. Оценка ценных бумаг: Учебное пособие. -М.: ИНФРА-М, 2006.-144 с. Муаллиф томонидан ва С.Қорабоев, А.Абдукаюмов иштырокида таржима қилинган.

Индексли усул	Молиявий воситаларнинг маълум турлари бўйича бозор конъюнктураси ўзгаришининг умумий тенденциясини топиш	Молия бозори муомаласида бўлмаган молиявий воситалар учун фонд индексини танлаш мушкул
Меъёрланган параметрик усул	Молиявий воситанинг параметр (инвестицион курсаткич)ларининг маълум баллар сони билан баҳоланувчи меъёрий миқдорлари диапазони берилади.	Алохида параметрларнинг бир моромда қимматли эмаслиги, меъёрий миқдорлар диапазонининг катталиги, баллик баҳоланишнинг субъективлиги
Баланс усули	Баланс бўйича молиявий воситалар номинал қиймати ҳамда уларнинг бозор қиймати ва қайтариб сотиб олиш нархи (тоза активлар) аниқланади.	Нарх шаклланишининг турли омилларини ҳисобга олишни имкони йўқлиги
Моделлаштириш усули	Қиймат ва нарх ўзгариши даражасига турли омиллар таъсирини схематик ифодалаш	Молиявий воситанинг конкрет тури учун энг мақбул моделини танлаш қийинлиги

Натижада, молиявий восита қиймати ва нархининг мазмун-моҳияти, турлари, уларга омиллар таъсири, ўзаро боғлиқлиги ва эквивалентлиги, унинг бозор қийматини адолатли баҳолаш ва объектив нархини шакллантириш, уни молия-кредит бизнесининг молиявий аналог (эквивалент) сифатидаги назарий қараш, молиявий восита қийматини баҳолаш ёндашувлари ва усуллари (2.6-жадвал) ҳамда нарх шаклланиши назариялари (2.4-жадвал) билан боғлиқ ва шулар каби бошқа масалалар етарлича тадқиқ этилмай ва тўлиқ ечимига эга бўлмай қолмоқда.

2.6-жадвал

Баҳолаш ёндашувлари ва усулларининг гуруҳланиши¹⁷³

Ёндашув	Усуллар
Харажатларга асосланган ёндашув	Биринчи гуруҳ усуллари: - активларнинг баланс қиймати (соф активлар) усули; - активларнинг тузатиш киритилган баланс қиймати (индексли) усули; - тиклаш қиймати (объект нухасини қуриш харажатлари) усули; - ўрин алмаштириш (ўхшаш янги объектни қуриш қиймати)

¹⁷³ Манба: Бердникова Т.В. Оценка ценных бумаг: Учебное пособие. -М.: ИНФРА-М, 2006.-144 с. Муаллиф томонидан ва С.Қорабоев, А.Абдуқаюмов иштирокида таржима қилинган.

	усули; - тугатиш (ликвидация) қиймати усули; Иккинчи гуруҳ усули: - опционлар назариясини қўллашга асосланган усул.
Даромадларга асосланган ёндашув	Биринчи гуруҳ (келажак даромадларини дисконтлаш) усуллари: - келажакдаги пул оқимларини дисконтлаш; - келажакдаги соф фойда оқимларини дисконтлаш; - келажакдаги дивиденд туловларини дисконтлаш. Иккинчи гуруҳ (рал олинган даромадлар капитализацияси) усуллари: - пул оқимларини (фойдани) капитализацияси; - қопланиш даври усули; - даромадликнинг ички ставкаси усули.
Қиёсий (бозор) солиштиришга асосланган ёндашув	Аналог (ўхшаш) МКБИлар усули; Сотувлар усули (МКБИ молиявий воситаси қиймати унга параметрлари бўйича ўхшаш бўлган бошқа МКБИ молиявий воситаси бозор сотувлари нархларига мос келади деб аниқланади); Тармок коэффициентлари усули; МКБИлари ривожланишининг нарх мультипликаторлари усули.

Фикримизча, бунда иқтисодий мазмунга, юридик конструкцияга ва информацион таъминотга эга бўлган ва бир вақтнинг ўзида капитал, товар ва молиявий инструмент сифатида намоён бўлувчи молиявий восита баҳолаш фаолиятида етарли даражада алоҳида субстанция сифатида қаралмаяпти. Ваҳоланки, молиявий восита бозор қиймати ва нархи (2.7-жадвал) бир-бири билан узвий боғлиқликда бўлганлиги, лекин молиявий восита қиймати унинг нархи эмаслиги, туфайли ҳамда айнан бундай субстанция капиталга (молиявий воситага) меҳнат, маблаг ва тадбиркорлик ташаббуси сарфланиши жараёнида молиявий восита институти бизнесини шакллантиради ва қийматини оширади.

**Молиявий восита қиймати ва нархнинг таснифи,
аниқланиши ва қўлланилиши**¹⁷⁴

Қиймат ва нарх тури	Аниқлаш йўсини	Қўлланилиш ҳолати
Номинал қиймат	Реал капитал/Муомалага чиқарилган молиявий воситалар сони	Молиявий воситанинг бошланғич номинал қийматини белгилаш, бухгалтерлик ҳисобида қўллаш, даромад (фойдани) ҳисоблаш ва МКБИнинг тугатилишида инвесторларга туловлар қийматини белгилаш ҳолларида
Эмиссион қиймат	Қўшимча эмиссион молиявий воситалар чиқарилишида ёки уларни конвертацияланишида МКБИ томонидан белгиланади	Молиявий воситаларни самарали жойлаштиришда
Баланс-лаштирилган нарх	Муайян вақтдаги таклиф (сотиш) ва сотиб олиш (талаб) нархларининг баланслаштирилган даражсини ифодалайди	Молиявий воситаларнинг молия бозоридаги эркин муомаласи ва қайтариб сотиб олинишида
Базис қиймат	Муайян вақт учун белгиланади	Фьючерс ва форвард контрактлар тузилишида
Дисконтланган қиймат	Дисконт кўпайтмалар ва инвестициялаш нормаларини ҳисобга олган ҳолда дисконтлаш формуласи ёрдамида ҳисоблаб топилади	Прогнозлаштиришда
Ҳисоб юритиш нархи	Содир этилган битимдан олинади	Молия бозорида содир этилган битимларни ҳисобга олишда
Ички эгалик қиймати	Даромад ставкаси/Соф фойда	Алтернатив молиявий қуйилмаларни амалга ошириш тўғрисида қарор қабул қилишда
Реал ички қиймат	Молия-хўжалик фаолият натижалари бўйича коэффицентлар, ички эгалик қиймати ва тегишли ўртача тармоқ кўрсаткичлари асосида топиладиган солиштирма қиймат	Прогнозлаштириш, молиявий воситалар олди-сотдиси ва айирбошлашда
Баланс	Баланс бўйича МКБИ мулки-	Сугурталаш, гаровга қуйиш,

¹⁷⁴ Маълумот: Бердников Т.В. Оценка ценных бумаг: Учебное пособие. -М.: ИНФРА-М, 2006.-144 с. Муаллиф томонидан ва С.Қорабоев, А.Абдукаюмов иштиракида таржума қилинган.

киймат	нинг умумий киймати/Молиявий воситалар сони	акцияларни йўқ қилишда
Базавий соф киймат	Соф активлар киймати/Молиявий воситалар сони	Олди-сотди ва конвертациялашда
Биржа нархи	Содир этилган биржавий олди-сотди битимлари асосида минимал, уртача ва максимал нархлар	Биржавий бозор конъюнктураси таҳлилида
Котировка нархи	Биржа нархи/Олдинги кун битимлари бўйича ҳисоб юритиш нархлари	Котировкалашда
Курс нархи ёки киймати	Жорий бозор нарх ёки жорий бозор киймат/Номинал киймат	Жорий бозор курсини белгилашда
Бозор киймати	Барча омиллар таъсирида аниқланувчи адолатли киймат	Адолатли бозор баҳосини аниқлашда
Бозор нархи	Маълум вақтда бозор тўғрисидаги тулиқ маълумотни мужассамлаштирган ҳақиқий конъюнктурани ифодаловчи нарх	Эркин савдо, танлов ва бозор муомаласи ҳамда талаб (таклиф)нинг уртача нарҳини, объектив нарҳини белгилашда
Инвестицион киймат	Инвестиция даври охирига кутилаётган акция киймати	Инвестицион танлов, қайта тузиш ва бизнес режалаштиришда
Қайтариб сотиб олиш киймати	МКБИ қарори билан қайтариб сотиб олинadиган молиявий восита киймати	Молиявий воситаларни МКБИ томонидан қайтариб сотиб олишда
Рейтинг баҳо	Рейтинг агентлиги томонидан белгиланади	Молиявий воситанинг ишончлилик даражасига баҳо бериш
Уртача аукцион киймат	Урта арифметик вазнлаштирилган шаклда аниқланади	Уртача олди-сотди нарҳини аниқлаш
Инфляцияцион киймат	И.Фишер формуласи ёрдамида аниқланади, яъни: $Z + r = (i + P) * (i - a)$, бунда: Z-қайта молиялаштириш ставкаси, i-инвестиция миқдори, a-инфляция суръати, r-номинал даромад ставкаси, P-реал даромад ставкаси.	Прогноз баҳолашда
Суғурталаш киймати	Суғурта rischi вужудга келганда молиявий восита кийматининг суғуртавий	Суғурталашда

	қайтими миқдори	
Гаров қиймати	Молиявий воситани ноилож сотиш заруратида гаровнинг реал таъминоти қиймати	Гаровга қўйишда ва олишда
Тугатиш қиймати	Тугатилаётган МКБИнинг сотилаётган мулки тушумидан бир молиявий воситага тўланадиган қиймат	МКБИнинг ёки молиявий воситани тугатиш
Виртуал қиймат ва нарх	Молиявий воситанинг бозор қиймати ва нархи таркибидаги «қўпик» миқдори	Молиявий воситанинг эркин бозор муомаласида

Бунга қарамасдан, қўпинча бундай капитал (яъни молиявий восита – капитал, субстанция сифатида) молия-кредит бизнеси институти (МКБИ) фаолияти жараёнининг ҳосиласи сифатида қаралмоқда. Бундай ҳолат эса молиявий воситанинг капитал сифатидаги ролни камситмоқда. Айнан капитал ва унинг қийматининг ортishi имконияти МКБИ фаолиятининг вужудга келиши ва ривожланишининг асоси ҳисобланади. Тадбиркорлик капиталининг жамланиши ва фаол ишлатилиши жараёнида молиявий восита қийматини баҳолаш ва бозор нархини шакллантириш масалалари доимо вужудга келаверади. Демак, молиявий восита ва унинг МКБИ мулкнинг қийматини баҳолаш ҳамда уларни ҳисобга олган ҳолда молиявий восита бозор нархини шакллантиришнинг терминологик ва назарий муаммолари ечими нафақат илмий тадқиқотлар, балки амалиёт учун ҳам муҳим аҳамиятга эга. Чунки, бу муаммолар ечимининг сифат даражасидан молиявий-мулкний муносабатлар ва молия бозорида иштирок этувчи субъектларнинг – мулк сотувчиси ва харидорлари, инвесторлар, кредиторлар ва шулар каби бошқалар – моддий манфаатларини тўлиқ ва объектив амалга оширилиши қўпдан боғлиқ.

Молиявий восита қиймати ва нархининг 2.7-жадвалдаги турлари бу воситалар бўйича турли операцияларни бажариш учун зарур. Бунда молиявий восита қийматининг ҳар бир турини белгилашда унга мос келувчи махсус усул (2.5-жадвал ва 2.6-жадвал) қўлланилади. Натижада, бир молиявий восита бир вақтнинг ўзида бир-биридан миқдорий фарқланувчи бир неча қиймат турига эга бўлиши мумкин. Масалан, тугатиш (ликвидацион) қиймати инвестицион қийматдан бир неча марта кам

бўлиши, бозор қиймати эса номинал қийматдан анча юқори бўлиши мумкин.

Шундай қилиб, глобаллашув шароитида Давлатимизнинг замонавий макроиктисодий, жумладан фаол инвестиция, сиёсати доирасида молия бозори ва турли мулк қийматини баҳолаш ва бозор нархини шакллантириш фаолиятини амалга ошириш учун зарур қонуний-меъёрий база, дастурлар ва методологик дастаклар шакллантирилган бўлишига қарамасдан, айтилишича Ўзбекистонда молиявий воситалар бозор қийматини баҳолаш ва нархини шакллантириш бўйича назарий қарашлар, терминологик аппарат, методологик базисни такомиллаштириш билан боғлиқ масалалар ечими заифлигича қолмоқда. Бундай ҳолат республикада молиявий воситалар қийматини баҳолаш ва бозор нархини шакллантириш фаолияти билан боғлиқ ташкилотларнинг амалий фаолияти самарасига, демак молиявий-мулкӣ муносабатларга ҳамда молия бозори ва улар қийматини баҳолаш хизматлари бозорининг боғлиқликдаги фаолиятига, салбий таъсир кўрсатмоқда. Натижада, МКТдаги алоҳида молиявий восита қийматини баҳолаш ишлари бир қатор ҳолларда юзаки ва паст профессионал даражада ўтказилмоқда, баҳоланадиган мулк (восита)нинг ҳақиқий қиймати камайтирилиб кўрсатилмоқда, молия бозори ва ҳолисона баҳолаш хизматлари бозорининг ҳажми кам, улардаги институционал тузилмаларнинг методологик базиси ва фаолият механизми такомил эмас, уларнинг сифати ҳамда ҳолисона баҳоланиши учун баҳоловчи ташкилотларнинг зарур даражадаги масъулияти паст. Ваҳоланки, Ўзбекистон Республикаси Президенти И.А. Каримов мулкни мустақил баҳолаш тизимини янада ривожлантириш, баҳолаш хизматларининг профессионал савияси ҳамда сифатини ошириш, баҳоловчи ташкилотлар фаолиятини тартибга солишнинг самарали усуллари тadbiq этиш, баҳолаш ишларининг натижалари ва ҳолислиги бўйича уларнинг маъсулиятини кучайтириш зарурлигини таъкидлаган.¹⁷⁵

Умуман олганда, ҳозирда анъанавий ва инновацион молиявий воситалар қийматини баҳолаш ва бозор нархини шакллантириш фаолиятини ривожлантириш билан боғлиқ назарий-методологик ва амалий масалалар ечими давлат томонидан изчил ва самарали олиб

¹⁷⁵ Ўзбекистон Республикаси Президентининг «Баҳоловчи ташкилотлар фаолиятини янада такомиллаштириш ва кўрсатилаётган хизматлар сифати учун уларнинг маъсулиятини ошириш тўғрисида»ги 2008 йил 24 апрелдаги ПҚ-843-сонли қарори.

борилаётган замонавий макроиктисодий сиёсат талабларига тулик жавоб бера олмаяпти.

Юқорида келтирилганлар асосида қуйидаги гипотеза ўринли: «Молиявий воситалар бозор қиймати уларнинг бозор нархи эмаслиги – молиявий восита қиймати профессионал баҳоловчининг адолат нуқтан назаридан прагматик фикри билан субъектив белгиланиши, молиявий восита нархи эса молия бозори талаб ва таклифи (объектив конъюнктураси) асосида содир этилган олди-сотди битими шартларини акс эттириши (яъни, молиявий восита қиймати баҳоланади, унинг нархи эса молия бозори конъюнктурасига кўра туланади), лекин уларни турли омиллар таъсирида узвий боғлиқлиги, уларнинг ўзаро эквивалентлигини таъминлашга, демак, молиявий воситалар бозор қиймати ва бозор нархлари етарлича миқдорларда баҳоланмаслиги ва улар бўйича «купиклар» вужудга келишининг олдини олинишига, асос бўлади». Ушбу гипотезани текширишда миллий молия бозорининг ривожланиш даражаси ва хусусиятларини ҳисобга олиш, юқорида келтирилган масалалар ечими бўйича мавжуд жаҳон ва Ўзбекистон тажрибаларини тизимли ва критик таҳлили асосида фойдали хулосалар ва назарий тавсиялар бериш ҳамда амалий таклифлар ишлаб чиқиш зарур.

Республикада МКБИ ва баҳолаш фаолиятини тез суръатлар билан ривожланиши миллий молия бозори ва молиявий воситалар қийматини баҳолаш хизматлари бозорини ўзаро ва реал иқтисодиёт билан боғлиқликда ривожлантирилиши заруратини келтириб чиқарди. Бу эса анаъанавий ва инновацион молиявий воситаларнинг адолатли қиймати баҳосига эришиш ва объектив нархини шакллантириш асосида улар эквивалентлигини таъминлаш муаммосини юзага келтирди. Бундай ҳолат, фикримизча, ушбу муаммонинг назарий-методологик ва амалий ечимини иқтисодий системалогия асосида Давлатнинг замонавий макроиктисодий сиёсати контекстида топилишини тақозо этади. Бунда 2.7-расмда берилган модел шакли фойдалидир.

Молиявий восита – мулкнинг бошқа турларидан фарқли бир вақтнинг ўзида капитал, товар ва молиявий инструмент шаклида муомалада бўлувчи жамғарма ва инвестицион сифатларига ҳамда молиявий восита мазмуни билан белгиланган ва у берган ҳуқуқлар бўйича бошқарув имкониятларига эга алоҳида субстанция сифатида – қиймати ва нархи тушунчалари унинг иқтисодий мазмуни,

юримдик (хукукий) ва информатсион хусусиятлари билан узвий боғлиқдир. Юримдик нуқтаи назардан молиявий восита эгасининг хукуклари қанчалик кўп ва қонуний мустақкам таъминланган бўлса, унинг кадр-қиймати шунчалик юқори бўлиши керак. Иқтисодийёт назарияси қарашлари асосида молиявий восита қиймати ва нархи унинг нафтлилигига, уни чиқарган МКБИ сифатига, реал иқтисодий шароитларда талаб қилинганлигига ҳамда унга бўлган талаб ва таклифнинг нисбатига, инвестиция мухитига боғлиқ. Молиявий воситанинг жамғарма воситаси ва инвестицион сифатларига ишончлилик, барқарорлик, хавфсизлик, ликвидлик, даромадлилик, рисклилик киради. Молиявий восита мазмуни билан белгиланган бошқарув имкониятлари назорат қилиш, эгалик қилиш ва бошқариш бўйича маълум хукуklar қўлами каби хосса ва кўрсаткичларда намоён бўлади. Умуман олганда, молиявий воситанинг жамғарма ва инвестицион сифатлари ҳамда унинг мазмунига кўра берилган хукуklar бўйича бошқарув имкониятлари миқдори ва қўлами қанчалик кўп бўлса, унинг қиймати ва нархи шунчалик юқори бўлади (баҳоланади).

Молиявий восита бозор қиймати ва нархи (2.7-жадвал) бири бири билан узвий боғлиқликда бўлганлиги билан улар мазмунан фарқланади. Яъни, умуман олганда, молиявий восита қиймати унинг нархи эмас. Чунки, молиявий восита қиймати профессионал баҳоловчи, МКБИ ёки потенциал инвесторнинг адолат нуқтаи назаридан прагматик (аналитик формулавий ҳисоб-китобларга асосланган) фикри билан субъектив белгиланади. Молиявий восита нархи эса молия бозори талаб ва таклифи (объектив конъюнктураси) асосида содир этилган битим шартларини акс эттиради. Молиявий восита қиймати ҳисоблаб топилади, унинг нархи эса тўланади. Кўп ҳолларда аввал молиявий воситанинг қиймати баҳолаш мақсадига кўра белгиланади (ҳисоблаб топилади), кейин эса, тузилган битим асосида унинг конъюнктуравий нархи ўрнатилади. Бунда, агарда қиймат ва нархнинг ўзаро боғлиқлигини ҳамда баҳо ва нархнинг синоним терминлар эканлигини ҳисобга олсак, баҳо ва нарх қийматнинг пул бирлигидаги ифодаси деб қабул қилиниши мумкин эканлигини англаш қийин эмас. Шу сабабли, баҳо (яъни қиймат баҳоси сифатида) терминини қийматнинг баҳоловчи томонидан ҳисоблаб топилиши ва баҳолашдан манфаатдор тарафлар келишуви контекстларида, нарх терминини эса бозорнинг объектив конъюнктураси асосида тўланиши ёки

содир этилган битим шартларини акс эттириши контекстида қўллаш мақсадга мувофиқ. Бунга яна бир аргумент сифатида молиявий восита тури бўлмиш қимматли қоғоз нархининг шаклланишига доир бир қатор махсус назарияларни келтириш мумкин (2.4-жадвал). Молиявий восита қийматини баҳолашга доир эса 2.5-жадвал ва 2.6-жадвалда келтирилган ҳамда функционал-қиймат таҳлили ва фундаментал таҳлил усулларини келтириш мумкин. Молиявий восита қиймати ва нархини санаб ўтилган назария ва усуллар (2.4-2.7-жадваллар) ёрдамида баҳолаш йўллари ҳамда уларнинг омиллар таъсирида эквивалентлилик даражасини таҳлилий аниқлаш имконини финансометрика (секьюриметрика)¹⁷⁶ беради.

Шу ўринда таъкидлаш зарурки, иқтисодиёт фанлари доирасида мулк, жумладан аъанавий ва инновацион молиявий восита қиймати ва нархи тушунчалари ўзбек ва рус (жумладан барча хориж) тилларида чоп этилган адабиётларда маълум даражада фарқланади. Масалан, ўзбек тилидаги адабиётларда, нарх ва баҳонинг синоним терминлар эканлигини ҳисобга олган ҳолда, қиймат ва нархни ҳам бир хил мазмунга эга деб талқин қилинади. Ваҳоланки, рус тилидаги иқтисодий адабиётларда¹⁷⁷ эса чет эллардагидек (АҚШ, Европа мамлакатлари, Япония ва ҳ.к.) қиймат ва унинг молиявий баҳоси («стоимость», «cost», «value», «appraisal», «assess») ҳамда нарх («цена», «price») турли тушунча деб таъкидланади. Рус тилидаги «себестоимость» деган термин эса ўзбек тилида «таннарх» деб таржима қилинган. Фикримизча, айнан бундай таржима Ўзбекистонда қиймат ва нарх тушунчаларига маълум даражада чалкашлик киритмоқда. Шу муносабат билан ва жаҳон баҳолаш амалиётида қиймат нарх эмас деб қабул қилинганлигини ҳисобга олиб, бизнингча, «таннарх» сўзини рус тилидаги «себестоимость» ва инглиз тилидаги «value», «cost», «appraisal», «assess» сўзларига мос равишда «махсулот ёки мулкнинг реал (баланс) харажатлари бўйича ҳисоблаб топилган

¹⁷⁶ Шохазамий Ш.Ш. Основы секьюриметрики. -Т. Iqtisod-moliya, 2005.-376 с.

¹⁷⁷ Моксерин Г.И., Гребенников В.Г., Нейман Е.И. Методологические основы оценки стоимости имущества. - М.: ИНТЕРРЕКЛАМА, 2003.-688 с.; Григорьев В.В., Федотова М.А. Оценка предприятий: теория и практика/Под ред. В.В.Григорьева. - М.: ИНФРА-М, 1997; Оценка бизнеса: Учебник/Под ред. А.Г.Грязновой и М.А.Федотовой. -М.: Финансы и статистика, 2003; Бердникова Т.В. Оценка ценных бумаг: Учебное пособие. -М.: ИНФРА-М, 2006.-144 с.; Шохазамий Ш.Ш. ва бошқалар. Мулк ва ули баҳолаш хизматлари бозорлари ҳамда реал иқтисодиётнинг ўзаро макрорегулятив боғлиқлиги: муаммолар ва назарий қарашлар. //Молия. -Т., №4, 2010.-6.58-63; Турли мулк қийматини баҳолашнинг услубий асослари: тизимлаштирилган назарий тушунчалар, ёндашув ва усуллар// Биржа эксперт. -Т., №3, 2011.-с.6-11; www.appraiser.ru; www.mrga.ru.

бошланғич асл қиймати» (қисқача – «асл қиймат» ёки «ҳаражати қиймат») деб юритилса мақсадга мувофиқ бўлади.

Юқорида берилган фикр-мулоҳазалар асосида молиявий восита қиймати ва нархига қуйидагича таъриф бериш мумкин.

Молиявий восита қиймати – бу молиявий воситанинг маълум вақт давридаги пул эквивалентида ифодаланган ва молия бозори нархига эквивалент бўлиши мумкин деб қабул қилса бўладиган қийматининг баҳоси бўлиб, унинг миқдори конкрет баҳолаш мақсадлари ва усулларига боғлиқ равишда профессионал баҳоловчи, МКБИ ёки потенциал инвесторнинг адолат нуқтан назаридан прагматик (аналитик формулавий ҳисоб-китобларга асосланган) фикри билан субъектив белгиланади.

Молиявий восита нархи – бу молия бозорининг маълум вақт давридаги талаб ва таклифи (объектив конъюнктураси) асосида содир этилган битим шартларини акс эттирувчи молиявий восита ва унинг чиқарувчиси (МКБИ) бозор қийматига эквивалент бўлган пул бирлигида туланадиган ёки унга мос нисбий миқдор.

Ликвидлиги паст ва ликвид бўлмаган молиявий восита бозор қиймати ва унинг молия бозори нархи мос равишда бир-бирига боғлиқлик даражаси жуда паст бўлади ва боғлиқ бўлмайди. Ликвид молиявий воситалар бозор қиймати ва нархининг ўзаро боғлиқлик даражаси эса юқори бўлади. Одатда молиявий восита қиймати баҳолаш мақсадига кўра белгиланади (ҳисоблаб топилади), кейин эса бу қийматта дастлабки тарзда таянган ҳолда молиявий восита бўйича жорий вақтдаги талаб ва таклифга кўра тузилган битим асосида молиявий воситанинг бозор нархи ўрнатилади.

Молиявий восита қийматининг бозор баҳоси – бу турли омиллар таъсиридаги рақобат шароитида ҳолис баҳоловчи (эксперт) томонидан баҳоланиб ва баҳолашдан манфаатдор тарафлар томонидан адолат нуқтан назаридан бозор нархига яқин деб қабул қилинган адолатли қийматдир.

Молиявий воситаларнинг объектив бозор нархи – бу молиявий воситаларнинг эркин (очиқ), юқори даражада ташқиллашган ва ликвид бозорида талаб ва таклиф ҳамда бозор ҳаракати психологияси асосида содир бўлган кўп сонли ихтиёрий тузилган битимлар қиймати асосида шаклланган объектив нархдир (жорий конъюнктура натижаси).

Молиявий воситалар қийматини баҳолаш ва нархини шакллантиришнинг асосий мезонлари бўлиб қуйидагилар хизмат

қилади: баҳолаш мақсадлари, қиймат (нарх) тури, МКБИ статуси ва курсаткичлари, жамғариш ва инвестицион сифатлар, молиявий восита мазмуни билан белгиланган ва у берган ҳуқуқлар бўйича бошқариш имкониятлари.

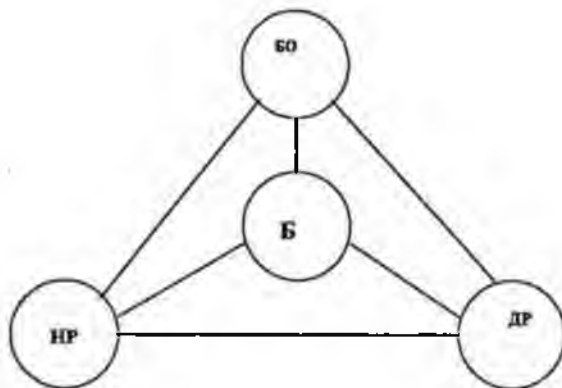
Юқорида берилган фикр-мулоҳазалар ва таърифлар асосида молиявий воситанинг бозор қиймати ва нархи эквивалент бўлиши зарур, натижада уларнинг миқдори мос равишда МКБИ баҳосини белгилайди, деган хулоса қилиш мумкин. Бундай хулоса иқтисодий системалогия ва тизимли молия инжиниринги (I бобдаги фикрларни ҳисобга олган ҳолда) нуқтаи назаридан (2.1-2.6-параграфлардаги фикрларни ҳисобга олган ҳолда) қуйидагича асосланиши мумкин.

Давлатнинг замонавий ижтимоий-иқтисодий сиёсати доирасида амалга оширилаётган молия-кредит бизнеси ва ундаги молиявий-мулкний муносабатларни ривожлантириш талабларига мос равишда молиявий восита қийматини баҳолаш ва унинг иқтисодий мазмунига доир назарий қарашлар билан боғлиқ масалалар ечими Ўзбекистонда самарали молиявий-мулкний муносабатларнинг бозор тизими ривожлантиришда муҳим аҳамиятга эга. Шунинг учун алоҳида молиявий восита қиймати уни баҳолаш ва нарҳини шакллантириш объекти сифатида МКТ билан боғлиқликда намоён бўлиши билан боғлиқ баъзи тушунчаларни аниқлаштириш, тегишли фикр-мулоҳазаларни бериш ва буларнинг асосида алоҳида молиявий восита (маҳсулот) қийматини баҳолаш механизминини такомиллаштириш масаласи ечимига доир назарий қарашларни баҳолашнинг жаҳон тажрибасидаги мавжуд назарий ва фактологик базис асосида шакллантириш мақсадга мувофиқ.

Алоҳида молиявий воситани баҳолашнинг жаҳон амалиётидан маълумки, молия-кредит соҳасидаги бизнес ва ундаги молиявий маҳсулотлар, жумладан молиявий инновациялар, мулкнинг алоҳида турлари бўлиб, уларнинг қиймати турли ички ташқи омиллар ва ички фундаментал омиллар (1.4-параграф) ҳамда МКТ ва ундаги молия бозорлари тенденциялари таъсирини ҳисобга олган ҳолда баҳоланади.

Молия бозори, жумладан, унинг таркибидаги тизимли молия инжиниринги инновацион маҳсулотлари бозори (МБ=ТМИМ) эса молиявий мулкнинг бозор нарҳини шаклланишида муҳим роль ўйнайди. Бунда алоҳида молиявий восита бир вақтнинг ўзида уни баҳолаш хизматлари бозори (БХБ) ва МБ=ТМИМ объекти

булганлиги ҳамда уларнинг тенденциялари давлатнинг ижтимоий-иқтисодий сиёсати доирасида кечганлиги учун бу бозорларни бири-бири билан узвий боғлиқ равишда фаолият юритувчи, лекин тузилмавий ва мазмунан турлича (2.10-расм ва 2.11-расм) булган ва давлат томонидан макроиқтисодий сиёсат доирасида умумий, лекин хусусий ҳолатда ҳар бири ўзгача, тартибга солинувчи бозорлар сифатида қараш лозим.

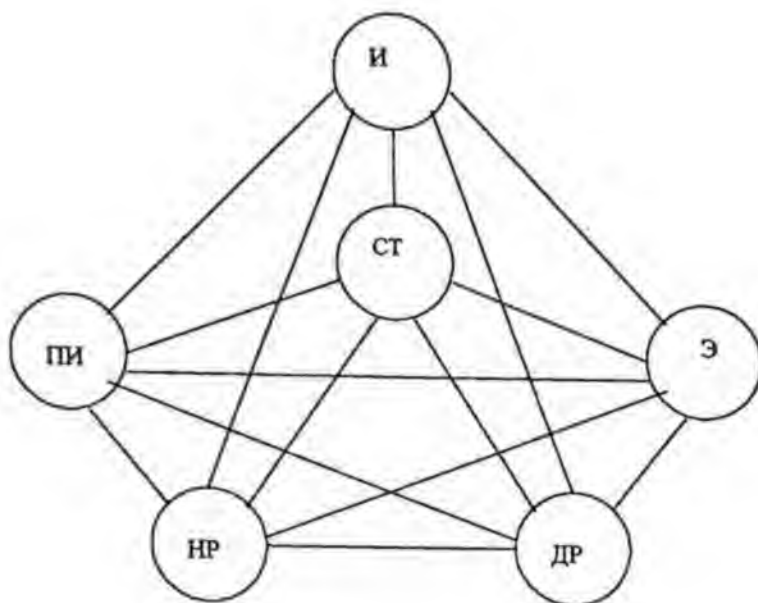


2.10-расм. Молиявий воситалар қийматини баҳолаш хизматлари бозори (БХБ)нинг функционал-тузилмавий схемаси¹⁷⁸

Айтиш жоизки, 2.10-расмдаги схемада жаҳон амалиётидаги турли мулкни баҳолаш фаолияти ва уни тартибга солишнинг барча мавжуд моделлари мужассамлашган. Схемадаги БХБнинг Б-НР-БО фрагменти ўзини-ўзи тартибга солиш моделини ифодалайди, Б-ДР-БО фрагменти – давлат томонидан тартибга солиш моделини, Б-ДР-НР-БО шакли эса аралаш моделни билдиради.

Молия бозорининг мазмун-моҳияти ва хусусиятларидан келиб чиқиб, уни 2.11-расмда кўрсатилган схема ёрдамида ифодалаш мумкин.

¹⁷⁸ Ушбу 2.10-расмдаги схемада (муаллиф, С.Қорабоса, А.Абдуқаломов, Б.Шоҳсупоқовлар томонидан тузишган): Б – ҳолс баҳоловчи ташкилот (фирма); БО – баҳолаш объекти (бизнинг ҳолда молиявий восита)нинг эгаси; ДР – турли мулкни баҳолаш фаолиятини тартибга солиш (мувофиқлаштириш ва назорат қилиш)га мақсадли булган давлат резултатга органлари; НР – ўзини-ўзи тартибга солишчи (мувофиқлаштирувчи) нодавлат нотижорат ташкилотлари.



2.11-расм. Молия бозори ва унда молиявий воситалар нарҳини шакллантиришнинг функционал-тузилмавий схемаси¹⁷⁹

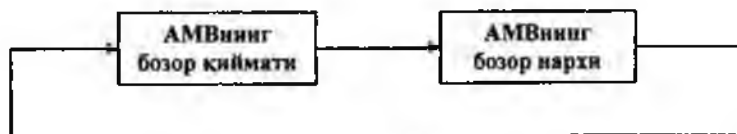
Мазкур бозорларнинг бир-биридан тузилмавий ва мазмунан фарқи 2.10-расм ва 2.11-расм кўринишида ифодаланган тузилмавий-функционал схемаларнинг шаклан ва уларнинг ҳар бирига мос фаолият механизмдаги фарқлар билан изоҳланади. Бундай фарқ қуйидагилар асосида намоён бўлади.

Одатда авваламбор молиявий маҳсулот (восита)нинг қиймати капитал сифатида БХБда ўзига хос ёндашув ва усуллар асосида махсус баҳоловчи фирмалар томонидан ҳолисона ва адолатли баҳоланиб, кейин товар сифатида МБ=ТМИМда савдо-сотиқ объекти бўлади. Айнан МБ=ТМИМда молиявий восита (маҳсулот)нинг конъюнктураси (талаб ва таклиф)га боғлиқ ҳолда молиявий мулк объектив бозор нарҳига эга бўлади. Яъни унинг қиймати ҳолис баҳоловчи фирма томонидан асосли ҳисоблаб топилиб ҳолисона адолатли баҳоланади ва баҳолаш хизматлари бозорида унинг жорий (муайян бир вақтдаги) бозор баҳоси сифатида баҳоловчилар ва мулк эгалари томонидан қабул қилинади. Мазкур баҳо молиявий

¹⁷⁹ Ушбу 2.11-расмдаги схема олтига бир-бири билан узвий боғланган қуйидаги унсурлардан иборат: эмитент (Э), инвестор (И), профессионал иштирокчи (ПИ), савдо тизимлари (СТ), фонд бозори регуляторлари, яъни давлат регулятори (ДР), ўзини ўзи мувофиқлаштирувчи нодавлат регуляторлар (НР). Бунда регуляторлар биргаликда фонд бозорини мувозанатий тартиблаштириш асосида унинг барқарорлиги ва ҳафсизлигини таъминлайди. Нодавлат регулятори сифатида одатда ўзини ўзи мувофиқлаштирувчи нодавлат нотажорат ташкилотлар тушунилади.

восита бозорига (яъни $МБ=ТМИМ$ бозорига) дастлабки нарх сифатида таклиф этилиб, унинг маълум бир вақтдаги объектив бозор нархи ушбу бозорнинг конъюнктураси асосида белгиланади. Яъни, айнан $МБ=ТМИМ$ бозорида, у объектив бозор нархига эга бўлади. Бунда алоҳида молиявий восита қийматининг бозор баҳоси омил сифатида унинг бозор нархига таъсир кўрсатади. Бир вақтнинг ўзида алоҳида молиявий воситанинг бозор нархи омил сифатида унинг бозор баҳосига таъсир кўрсатади.

Идеал ҳолда $МБ=ТМИМ$ бозоридаги талаб ва таклиф (конъюнктура) асосида шаклланган алоҳида молиявий воситанинг бозор нархи ва мазкур восита қийматининг баҳоловчи томонидан бажарилган ҳисоб-китоблар асосидаги адолатли баҳоси (яъни баҳолаш хизматлари бозорида қабул қилинган бозор баҳоси) бир-бирига тасодифан тенг бўлиши мумкин. Лекин бундай тасодифан идеал ҳолат амалиётда камдан-кам вужудга келади, агарда бу ҳолат вужудга келса ҳам, турли омиллар таъсири остида тезда бозор конъюнктураси ушбу мувозанат ҳолатини бузади. Айнан шундай тасодифан идеал ҳолат алоҳида молиявий восита қийматини БХБ баҳоси ва $МБ=ТМИМ$ бозори нархи ўртасидаги эквивалентлилик демакдир. Умуман олганда БХБда баҳоланган алоҳида молиявий восита ($АМВ$) қиймати $МБ=ТМИМ$ нархига ва аксинча трансформацияланиши (2.12-расм) ва бунда ҳар бир бозорнинг мазмун-моҳиятидан келиб чиқиб, улардаги тенденциялар омиллар таъсирини ўзида турлича (ўзгача) намоён қилиши, улар орасидаги эквивалентлиликни — идеал ҳолатни — камдан-кам вужудга келишига сабаб бўлади.



2.12-расм. Бир-биридан фарқли бўлган БХБдаги қиймат ва $МБ=ТМИМ$ даги нархнинг трансформацион боғлиқлиги схемаси

Юқорида берилган фикр-мулоҳазалар асосида айтиш мумкинки, умуман олганда $АМВ$ қиймати мазкур воситанинг нархи эмас. Лекин улар ўртасида идеал ҳолатда вақтинчалик (қисқа вақт ичида) мувозанат (тенглик) вужудга келиши мумкин. Зеро бундай ҳолат уларни айнан бир хил тушунча эканлигидан далолат

бермайди. Аммо АМВ қийматининг бозор баҳоси ва нарҳини алоҳида олганда ҳар бири ўзида омиллар таъсирини ўзгача намоён қилишига қарамасдан уларнинг бир-бирига бевосита боғлиқ ҳолда ўзаро трансформацияланиши (2.12-расм) улар ўртасидаги эквивалентлилик (аналогия, тенглик эмас) хусусияти мавжудлигидан далолат беради. Бу эса АМВ қиймати ва нарҳи орасида ўзаро эквивалентлилик даражасини таъминлаш муаммосини келтириб чиқаради. Мазкур муаммонинг ечими сифатида, ҳеч бўлмаса идеал ҳолатга яқин бўлган чегара ичида, АМВ қийматининг бозор баҳоси ва нарҳи миқдорларига эришиш йўлини танлаш мумкин.

Ҳозирда АМВнинг бозор қиймати ва нарҳининг эквивалентлиги даражасини таъминлаш муаммо бўлганлиги учун ҳам 2.6-параграфда айтилганидек, ҳар қандай молиявий инновация ва инструмент қиймати ўзининг бозор баҳосига эга бўлган реал молиявий базиси (активи) билан таъминланган бўлиши лозим. Бунда улар қийматининг бозор баҳоси ва нарҳи эквивалент ҳамда эквивалентликни бузилиш rischi меъёр даражасида бўлиши зарур. Зеро эквивалентлиликни бузилиши қуйидагиларга олиб келади:

1) агарда АМВ қийматининг баҳолаш хизматлари бозоридаги баҳоси ва $МБ=ТМИМ$ бозоридаги нарх ўртасидаги тафовут уларнинг иккинчисининг фойдасига бўлса, у ҳолда АМВ қийматини баҳолаш хизматлари бозори баҳоси $МБ=ТМИМ$ бозори томонидан баланд нархланган бўлади, яъни бу ҳолат «кўпик» ҳосил бўлганини билдиради;

2) агарда АМВ қийматининг баҳолаш хизматлари бозоридаги баҳоси ва $МБ=ТМИМ$ бозоридаги нарҳи ўртасидаги тафовут уларнинг биринчисининг фойдасига бўлса, у ҳолда, АМВ қийматини баҳолаш хизматлари бозори баҳоси $МБ=ТМИМ$ бозори томонидан паст нархланган бўлади, яъни бунда АМВнинг бозор нархларида «қадрсизлиги» ҳолати вужудга келади.

Шунинг учун ҳам мулк, жумладан АМВ, қийматининг БХБдаги баҳоси ва МБдаги нарҳи орасидаги эквивалентлиликни таъминлаш ушбу бозорларни давлат томонидан комплекс мувофиқлаштириш ва назорат қилиниши (тартибга солиниши)ни талаб қилади. Бундай талаб умуман олганда, ҳар қандай турдаги мулклар бозори ва улар қийматини баҳолаш хизматлари бозорини бир-бири билан боғлиқликда комплекс равишда тартибга солинишини зарур деган фикрни билдиради. Зеро, ушбу бозорларда эквивалентликни бузилиш rischi меъёр даражасида бўлмаганлиги

сабабли, ҳозирда бозорнинг пул-товар муносабатлари молия инжиниринги сифатида атаса бўладиган *нарх-наво молия инжиниринги* жаҳонда кучли ривожланган. Бунда мулкнинг асл қиймати (қиймат ҳақи) мулкни бозор қиймати (баҳоси) ва нархининг бошланғич асоси (базиси) ҳисобланади. Чунки ушбу базис мулк қийматининг ҳам бозор баҳосини ҳолис баҳоловчи томонидан ҳисоблаб аниқланишида ва ҳам бозор нархини талаб ва таклиф асосида шаклланишида мулк бозори муносабатлари иштирокчилари томонидан ҳисобга олинади.

Нарх-наво молия инжиниринги – БХБ ва МБ орасидаги эквивалентлиликни, яъни мулк асл қиймати (қиймат ҳақи)нинг усткурмаси бўлмиш бозор баҳоси ва нархи эквивалентлигини, бузилиши рискининг мавжудлиги ва унинг меъёр даражаси меъёрларини такомил эмаслиги сабабли ушбу бозорларда рақобатбардошлиликни таъминлаш мақсадида мулк қийматининг баҳоси ва нархи орасидаги салбий тафовутни бартараф этиш асосида курс даромад (фойда)ни таъминлашга қаратилган бозор муносабатлари инжиниринги – эквивалентлилик rischi шаронтида рақобат ва даромадни кучайтирувчи инновацион нарх-наво тарифларини ишлаб чиқиш ва жорий қилиш жараёни.

Нарх-наво молия инжинирингининг салбий тарафи сифатида, масалан, мулк қийматининг бозор баҳоси ва нархи бўйича БХБ ва МБдаги спекуляция ва нарх-наво манипуляцияларини, ноқонуний инсайдерлик ва бозор конъюнктурасига психологик таъсирларни, бозор монополияси ва шу каби бошқа салбий ҳолларни курсатиш мумкин. Ижобий тарафи сифатида эса – антимонополия ташкилоти ва компанияларнинг мулк қийматини адолатли бозор баҳосини ҳолис баҳоловчи ҳисоб-китоблари асосида таъминланиши ва унга мос (эквивалент) келувчи объектив бозор нархини эркин бозор конъюнктураси асосида белгиланишини курсатиш мумкин. Айнан нарх-наво молия инжиниринги, унинг ижобий ва салбий тарафлари ва таъсирини чуқур ўрганиш, уларнинг натижаларини мониторинг қилиб бориш ҳозирда барча мамлакатлардаги антимонополия ташкилотларининг миллий бозорда нарх-навони мувофиқлаштириш ва назорат қилиш сиёсатида муҳим муаммолардан бири сифатида қаралиши зарур.

Шундай қилиб, макроиктисодий нуқтаи назардан ҳар иккала бозорни комплекс тартибга солиш ва бунинг асосида уларнинг эквивалентлилигини таъминлашда, жумладан нарх-наво молия

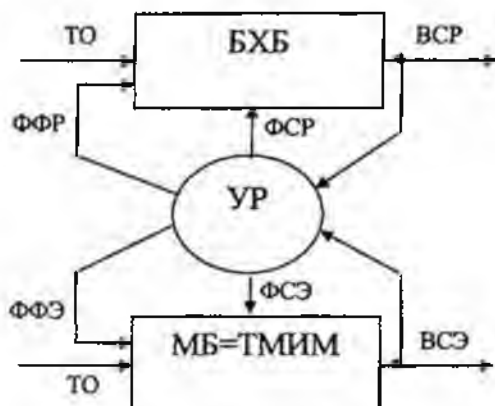
инжинирингининг салбий тарафлари олдини олишда, давлат (яъни унинг ваколатли органлари)нинг регулятив функцияси муҳим роль ўйнайди. Шунинг учун 2.13-расмда кўрсатилган тузилмавий-функционал модель ўринли. Чунки, мазкур функцияни умумий регулятор (УР) ёрдамида самарали бажарилиши ушбу бозорларнинг зарурий эквивалентлилиқ даражасига эришиш демакдир.

Айнан шу фикр (2.13-расмдаги моделда кўрсатилишича, бозорларнинг ҳар бири мазмунан фарқли, лекин бир-бири билан УМ орқали узвий боғлиқ бўлганлиги учун уларни комплекс тартибга солиш асосида эквивалентлилигини таъминлаш мумкин) нуқтаи назаридан уларни УР томонидан ўзаро баланслаштирилувчи АМВ қиймати ва нархлари бозори (МБНБ) сифатида бир бутун бозор деб қабул қилиш мумкин. Бошқача қилиб айтсак, ҳар қандай АМВ капитал сифатида фақат уни баҳолаш хизматлари ва МБ=ТМИМ бозорларида маънога эга бўлганлиги ва бир вақтнинг ўзида ушбу бозорларнинг объекти (товари) сифатида муомалада бўлиши сабабли, БХБ ва МБ=ТМИМни бир-бири билан узвий боғлиқ, яъни аналог (эквивалент) бўлган ҳамда давлат томонидан унинг молия-кредит сиёсати доирасида ўзаро боғлиқликда тартиблаштирилувчи тузилмавий модел (2.13-расм) сифатида қараш мумкин.

Моҳиятига кўра 2.13-расмда акс эттирилган модел регуляцияли ўз-ўзидан ривожланувчан мураккаб динамик тизим ҳисобланиб, унда БХБ энг идеал ҳолатда МБ=ТМИМ билан айнан эквивалент бўлади, демак, МБНБ ҳолатини ва у орқали мамлакатдаги МКТ ҳаётида рўй бераётган барча воқеа-ҳодисаларни эквивалент равишда («барометр» сифатида) акс эттиради.

Фикримизча, фақат шундагина МБНБ ва реал молия-кредит тизимидаги молиялаштириш жараёнлари (МКТМЖ)нинг – яъни, МКТга хос ишлаб чиқариш жараёнларининг (2.6-параграфда ифодаланган МКТМИЧЖларининг) – ўзаро уйғунлиги ва барқарорлигини макрорегулятив таъминлаш мумкин. Бунда МБНБ ва МКТМЖлари давлатнинг замонавий макроиқтисодий сиёсати доирасида ўзаро узвий боғлиқликда қаралиши зарур (2.6-параграф). Айнан МБНБда БХБ ва МБ=ТМИМ бозори орасидаги зарурий эквивалентлилиқ даражасини таъминлаш ушбу бозорларни мувофиқлаштириш ва назорат қилишга масъул бўлган органларнинг, яъни УРнинг, бош вазифаси ҳисобланади. Чунки мазкур вазифани

самарали бажарилиши МБНБ ва МКТМЖнинг ўзаро боғлиқликдаги фаолияти ва барқарорлигини таъминлайди.



2.13-расм. УМ орқали БХБ ва МБ=ТМИМ боғлиқлиги асосида улар эквивалентлилигини таъминлашнинг тузилмавий модели¹⁸⁰

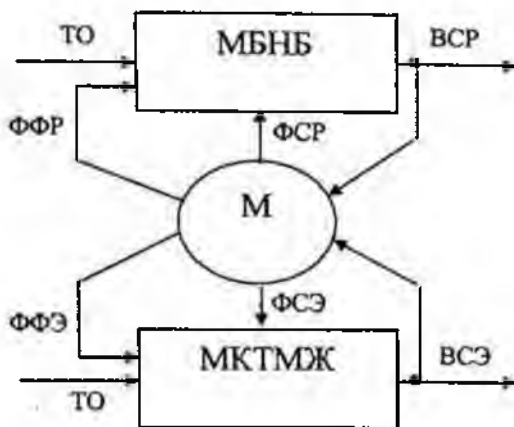
Шунинг учун, иқтисодий системалогия нуқтаи назаридан 2.7-расмдаги модел ва у бўйича 2.6-параграфда айtilган фикрлар асосида, МБНБ ва МКТМЖни давлатнинг макрониктисодий сиёсати доирасида макрорегулятор (М) ёрдамида ўзаро узвий боғлиқликдаги фаолиятини 2.14-расмда келтирилган тузилмавий модел (2.8- ва 2.9-расмлардаги моделларни ҳисобга олган ҳолда) ёрдамида ифодалаш мумкин.

Бунда М, ТОНи ҳисобга олган ҳолда, ВСП ва ВСЭ асосида ички омиллар (ФФР, ФФЭ, ФСР, ФСЭ) ишлаб чиқишдан иборат бўлган макро-иктисодий ва макромолиявий мувозанатлайдиган механизм функциясини бажаради. Бу омиллар ўзаро сабаб-оқибатлилиқ алоқасида бўлади.

Умуман МБНБ (БХБ ва МБ=ТМИМдан иборат) ундаги баҳо ва нархлар воситасида АМВни қайта тақсимлаш функциясини бажаради. МКТМЖ АМВ воситасида молияни тақсимлаш

¹⁸⁰ 2.11-расмда: ТО – миллий БХБ ва МБ=ТМИМга бир вақтда таъсир кўрсатувчи ташқи омиллар; ВСП – БХБ индикаторлари бўйича чиқаш кўрсаткичлари; ВСЭ – МБ=ТМИМ индикаторлари бўйича чиқаш кўрсаткичлари. ФФР ва ФФЭ – УР томонидан ишлаб чиқилаётган ҳамда мос равишда БХБ ва МБ=ТМИМга таъсир этаётган ички омиллар. ФСР ва ФСЭ – УМ томонидан ишлаб чиқилаётган ҳамда мос равишда БХБ ва МБ=ТМИМ тузилмаларига таъсир этаётган ички омиллар. УМ, ТОНи ҳисобга олган ҳолда, ВСП ва ВСЭ асосида ички омиллар (ФФР, ФФЭ, ФСР, ФСЭ) ишлаб чиқилишдан иборат бўлган макро даражада мувозанатлайдиган механизм функциясини бажаради. Бу омилларнинг барчаси ўзаро сабаб-оқибатлилиқ алоқасида бўлади.

функциясини бажаради. Макрорегулятор (М) эса умумий регулятив (жумладан, назорат) функциясини бажаради.



2.14-расм. Миллий МКТМЖ ва МБНБни умумий макрорегулятор (М) орқали ўзаро боғлиқликда фаолият кўрсатиши тузилмавий модели¹⁸¹

Юқорида айтилганлардан келиб чиқиб, миллий МКТМЖ ва МБНБ эквивалентлиги таъминланиши мумкинлиги тўғрисида хулоса чиқариш мумкин. Демак, иқтисодий системалогия нуқтан назаридан 2.13-расмдаги модел ўринли бўлгани учун, 2.6-параграфда айтилганидек, МКТМЖни МБНБ ва уни мувофиқлаштирадиган Мдан иборат бўлган 2.14-расмдаги моделни мувозанатланадиган квазианалог модел ёрдамида ўрганиш мумкин.

Бунда моделнинг (2.14-расм) иккита таркибий қисми МКТМЖ ва МБНБ эквивалент ва тартибга соладиган тузилмалар ҳисобланади. Бу тузилмаларнинг эквивалентлиги М ёрдамида таъминланади. Шу сабабли қуйидаги мулоҳаза адолатдан бўлади: «МБНБ ва М» жуфтлиги мувозанатлайдиган квазианалогли моделдан бошқа нарса эмас. Ушбу фикр ва 2.13-расм асосида айтиш мумкинки, МБНБни тартибга солишга (институционал, функционал ва пруденциал) тенг бўлган квазианалогли мувозанатлаш бир вақтнинг ўзида МБНБ ва МКТМЖни давлат ва жамият томонидан макро ва микро тартибга солишни англатади.

¹⁸¹ 2.14-расмда: ТО – мамлакатнинг МКТМЖ ва МБНБга бир вақтда таъсир кўрсатувчи ташқи омиллар; ВСР – МБНБ индикаторлари бўйича чиқиб кўрсаткичлари; ВСЭ – иқтисодиёт секторлари индикаторлари бўйича чиқиб кўрсаткичлари; ФФР ва ФФЭ – макрорегулятор (М) томонидан ишлаб чиқиладиган ҳамда мос равишда МБНБ ва МКТМга таъсир этадиган ички омиллар; ФСР ва ФСЭ – макрорегулятор (М) томонидан ишлаб чиқиладиган ҳамда мос равишда МБНБ ва МКТ тузилмаларига таъсир этадиган ички омиллар.

Айтилганлар асосида шартли равишда МБНБ ва МКТ (МКТЖМ)ни «ўхшаш-аналоглар» сифатида қабул қилиш мумкин. Демак, иккита тузилма (2.13-расм) ҳам эквивалент жуфтлик ҳисобланади. Бу жуфтликларнинг бир-бири билан эквивалент фаолият юритиши тартибга солувчи тузилма билан таъминланади. Бундай фикрга асосланиб, АМВ кўрсаткичлари, хусусиятлари ва МБНБда рўй берадиган жараёнларга хос бўлган қонуниятларни, шунингдек, МБНБ учун хос бўлган ҳодисаларнинг ривожланишини шакллантирадиган омилларни моделлаштириш ва башорат қилиш, МБНБнинг ўз функцияларини бажариши ва МКТМЖдаги ролини таҳлил қилиш мумкин.

Бунда таъкидлаш жоизки, мамлакатлар МБНБларини тартибга солиш айнан 2.14-расмдаги модел нуқтаи назардан ташкил этилиши лозим бўлиб, бу кўп жиҳатдан унинг шаклланишида МБНБни макротартибга солишнинг давлат-жамият шакли муҳим роль ўйнайдиган МБНБ характериға таъсир кўрсатиши мумкин. Иқтисодий нуқтаи назардан, МБНБ АМВнинг капитал сифатида товарға ва бундай товарни капиталға айланишини таъминлайдиган АМВ ва унинг қийматини баҳолаш хизматларига талаб ва таклиф функцияси бўлиб намоён бўлади. Бунда АМВ бир вақтнинг ўзида ҳам капитал ва ҳам товар сифатида БХБ билан боғлиқ ҳолда МБ=ТМИМ бозори муомаласида бўлиб, маълум бир ҳаётийлик давриға эға. Ушбу даврда у ўзига хос иқтисодий-ахборот-ҳуқуқий механизм билан таъминланган капитал ва ўзига хос товар сифатида намоён бўлади.

2.13- ва 2.14-расмлардаги тузилмавий-функционал моделлар бўйича юқорида айтилган фикр-мулоҳазаларнинг ривож сифатида макроиқтисодий нуқтаи назардан, фикримизча, айнан мазкур моделларнинг самарали ташкиллаштирилиши ва фаолияти негизидагина МБНБ ва МКТМЖ, натижада, умуман олганда, мос равишда МБНБ ва реал иқтисодиётдаги ишлаб чиқариш ва такрор ишлаб чиқариш жараёнларнинг ўзаро боғлиқликдаги фаолияти ва барқарорлигини макрорегулятив таъминлаш мумкин. Чунки бу жараёнларда МКТМЖлари ўта муҳими роль ўйнайди, яъни реал иқтисодиётдаги ишлаб чиқариш ва такрор ишлаб чиқариш жараёнларнинг ривожланиши МКТнинг молиялаштириш, қайта молиялаштириш ва назорат функцияларига тўғридан-тўғри (бевосита) боғлиқ тарзда кечади. Ёки, бошқача қилиб айтсак, реал иқтисодиётнинг ривож сифатида МКТМЖ самарадорлиги билан белгиланади.

системалогия узаро боғлиқликдаги МРИ ва МБНБнинг мувозанатланган-барқарор макроривожланиши ва тизимли тадқиқот учун имкониятларни кенгайтиришга қодир бўлади.¹⁸⁵ Умуман тизимли ёндашув, ихтисослашган фанларни уйғунлаштиришга¹⁸⁶ имкон бергани ҳолда, тизимлилиқ ва комплекслилиқ нуқтаи назаридан бозор (МБНБ) ва реал иқтисодийётни боғлиқликда ўрганиш учун кенг имкониятлар яратади. Бунда (2.15-расм) умуман МБНБ, 2.14-расмдаги модел бўйича айtilганларга ўхшаш, ундаги баҳо ва нархлар воситасида АМВларни қайта тақсимлаш функциясини бажаради.

Юқорида баён қилинганлардан келиб чиқиб, МРИ ва МБНБ эквивалентлилиги таъминланиши мумкинлиги тўғрисида хулоса чиқариш мумкин. Бунда МБНБ учун мувозанатлашувчи квазианалог модел сифатида тартибга солинадиган иқтисодий тизимни тасаввур қилишнинг назарий қоидалари адолатдан бўлади. Шунинг учун моҳиятига қура 2.15-расмдаги моделни макрорегуляцияга эга бўлган ўз-ўзидан ривожланувчан мураккаб динамик иқтисодий тизим десак бўлади. Мос равишда, МБНБ энг идеал ҳолатда МРИ билан эквивалент бўлади, демак, реал иқтисодийёт ҳолатини ҳамда ижтимоий, иқтисодий ва сиёсий ҳаётида рўй бераётган барча воқеа-ҳодисаларни эквивалент равишда («барометр» сифатида) акс эттиради.

Бунда моделнинг (2.15-расм) иккита таркибий қисми МРИ ва МБНБ эквивалент ва тартибга соладиган қуйи тизимлар ҳисобланади. Бу қуйи тизимларнинг эквивалентлилиги макро-регулятор (М) билан таъминланади. Шу сабабли қуйидаги мулоҳаза адолатдан бўлади: «МБНБ ва М» жуфтлилиги мувозанатлайдиган квазианалогли моделдан бошқа нарса эмас. Ушбу фикр ҳамда 2.14- ва 2.15-расмлар асосида айтиш мумкинки, МБНБни тартибга солишга (институционал, функционал ва пруденциал) тенг бўлган квазианалогни мувозанатлаш бир вақтнинг ўзида МБНБ ва МРИни давлат ва жамият томонидан макро тартибга солишни англатади. Бунда шартли равишда МБНБ ва МРИни «ўхшаш-аналоглар» сифатида

¹⁸⁵ Чунки у дунёвий ишларда машҳур бўлган замонавий иқтисодий назария (масалан, унинг институционал-социологик йўналиши, молиявий ва иқтисодий тизимлар назарияси, эволюцион иқтисодийёт назарияси) ва системалогия (ахборот назарияси, мураккаб тизимлар математик назарияси, жумладан, мувозанатланган квазианалогияларга асосланиш) соҳасидаги интеллектуал ишланмаларни комплексли равишда қўллайди. Бу фанларнинг барчаси тизимли ёндашувни қўллайди ва иқтисодий системалогиянинг методологик асосини ташкил қилади.

¹⁸⁶ «Фанни уйғунлаштириш» атамаси остида реал иқтисодийёт ва иқтисодийёт фани қоидаларининг эквивалентлик нуқтии назаридан иқтисодий тизим учун хос бўлган ҳолатларнинг режалаштиришни шакллантирувчи соҳаларни ўрганишнинг комплексли қўлланиси кўзда тутилади.

қабул қилиш мумкин. Демак, иккита қуйи тизим (2.15-расм) ҳам эквивалент жуфтлик ҳисобланади. Бу жуфтликларнинг бир-бири билан эквивалент фаолият юритиши тартибга солувчи тузилма (М) орқали таъминланади, демак 2.14- ва 2.15-расмлардаги регуляторни иқтисодий тизимнинг иккита қуйитизими эквивалентлигига эришиш бўйича комплексли тартибга солувчи механизм сифатида қабул қилиш мумкин. Буларнинг асосида АМВ кўрсаткичлари, хусусиятлари ва МБНБда рўй берадиган жараёнларга хос бўлган қонуниятларни, шунингдек, МБНБ учун хос бўлган ҳодисаларнинг ривожланишини шакллантирадиган омилларни моделлаштириш ва башорат қилиш, МБНБнинг ўз функцияларини бажариши ва реал иқтисодиётдаги ролини таҳлил қилиш мумкин.

2.14-расмдаги модел бўйича айtilган фикр-мулоҳазаларга ўхшаш таъкидлаш мумкинки, 2.15-расм бўйича МБНБни тартибга солиш айнан шу жиҳатдан ташкил этилиши лозим бўлиб, бу кўп жиҳатдан унинг шаклланишида МБНБни макротартибга солишнинг давлат-жамият шакли муҳим роль ўйнайдиган МБНБ характериға таъсир кўрсатиши мумкин. Бунда иқтисодий нуқтаи назардан, МБНБ АМВнинг капитал сифатида (ҳолис баҳоловчилар томонидан қиймати баҳоланиб моддий капитал тусига кирган) товарға ва бундай товарни капиталға айланишини таъминлайдиган АМВ ва унинг қийматини баҳолаш хизматларига талаб ва таклиф функцияси бўлиб намоён бўлади. Бунда АМВ, унинг мазмун-моҳиятидан келиб чиқиб, бир вақтнинг ўзида ҳам капитал ва ҳам товар сифатида бозор муомаласида бўлиб, маълум бир ҳаётийлик давриға эға. Ушбу даврда у ўзига хос иқтисодий-ахборот-ҳуқуқий механизм билан таъминланган капитал) ва ўзига хос товар сифатида намоён бўлади.

Маълумот учун баҳолаш хизматлари бозорининг ривожланиш динамикасини кўриш учун қуйида таҳлилий тузилган 2.8-жадвалдаги маълумотларни келтириш мумкин.

2.8-жадвалнинг таҳлили асосида қуйидагиларни айтиш мумкин.

Баҳолаш хизматлари бозори ҳажми ўсиш тенденциясига эға бўлсада, унинг иқтисодиётдаги роли жуда паст (ўртача 0,019%). Бунда баҳолаш объектлари бозори ва баҳолаш хизматлари бозори синхрон ўсиш тенденцияға эға бўлсада, лекин уларнинг ривожланиши макро ва микро омилларға боғлиқ. Аммо бу бозорлар

Давлатнинг замонавий макроиктисодий сиёсати талабларига тула жавоб бера олмаяпти.

2.8-жадвал

Баҳолаш хизматлари бозори тенденциялари¹⁸⁷

Йил	Баҳоловчи фирмалар сони	Баҳолаш хизматлари бозори ҳажми, млрд. сум	Баҳолаш хизматлари бозорининг иктисодиётдаги аҳамияти (яъни унинг ЯИМга нисбати, %)
2000	401	1,5	0,046
2001	389	1,7	0,034
2002	372	2,1	0,028
2003	358	2,6	0,026
2004	327	3,2	0,026
2005	314	3,9	0,025
2006	287	4,7	0,022
2007	251	5,5	0,019
2008	39**	7,5	0,02
2009	106	8,4	0,017
2010	114	10,1	0,016
2011*	127	12,7	0,019

Шу билан бирга, акциядорлик жамиятлари акцияларининг қиймати ва нархининг ўзаро эквивалентлилиги даражасига баҳо бериш ўринли. Чунки, ҳозирда нафақат Ўзбекистонда, балки бошқа давлатлар ва МДХ мамлакатларида, акциядорлик компанияларини уларнинг акциялари қийматининг адолатли баҳоси ва акциялари бозорининг объектив нарҳини шакллантиришга асосланган бошқариш билан боғлиқ барқарор ривожланиш муаммоси юзага келган. Мазкур муаммонинг ечими компаниялар корпоратив бошқаруви механизми доирасида акциядорлар, менежерлар, кредиторлар ва компания шерикларининг ҳуқуқлари ва ўзаро баланслаштирилган манфаатларини самарали таъминлаш билан боғлиқдир. Шу билан бирга, ушбу муаммо ечимининг илмий-амалий аҳамияти мамла-

¹⁸⁷ Манаба: Давлат мулкчи бошқариш Давлат қўмитаси (ДМК) ва 2.1-параграф маълумотлари асосида муаллиф томонидан тузилган. Изоҳ: БК – баҳоловчи компаниялар сон; БХХ – баҳолаш хизматлари бозори ҳажми, млрд. сум; БХХИ – баҳолаш хизматлари бозорининг иктисодиётдаги аҳамияти ёки роли (БХХ/ЯИМ, %); * – прогноз кўрсаткичлари; ** – Ўзбекистон Республикаси Президентининг «Баҳоловчи таъкилотлар фаолиятини янада такомиллаштириш ва кўрсатилаётган хизматлар сифати учун уларнинг масъулиятини ошириш тўғрисида» 2008 йил 24 апрелдаги ПҚ-843-сонли қарори чиқатиш мукосабати билан ушбу мавжуд бўлган барча 848 малама сертификати ва 242 лицензия бекор қилинган бўлиб, 2008 йилда жамлангандан берилган сертификатлар сон 334, лицензиялар сон эса 39 бўлган (8-илова). Бунда мазкур қарорғача лицензиялар баҳолашнинг барча турига берилган бўлиб, бунда баҳоловчи фаолиятини 1 хусусий тадбиркор юритган.

катимиздаги компаниялар акцияларига ўзбек ва хорижий инвесторларнинг қизиқиши кескин ўсганлиги билан асосланади.

Ривожланган мамлакатлар тажрибаси шуни кўрсатмоқдаки, компания бизнеси ва акцияларининг бозор қиймати ва нархини барқарорлик асосида максималлаштириш жараёнида уларнинг ўзаро эквивалентлилигини мониторинг қилиб баҳолаб бориш ва бошқариш зарур. Чунки маълум бир вақт даври ичида турли омиллар таъсирида компания бизнеси ва акциясининг қиймати ва нархи ўзгариб боради.

Молиявий инқирозлар давридаги воқеалар¹⁸⁸ шуни кўрсатдики, компаниянинг фундаментал кўрсаткичлари ва акциялари бозори тенденциялари мазкур компания бизнеси ва акциялари қиймати ҳамда нархини ҳар доим ҳам тўғри, тўлиқ ва аниқ бўлавермайди. Бунда виртуал активни тўғри ва тўлиқ баҳолаш муаммо бўлмоқда. Ушбу муаммо акциялар баҳоси ва нархининг нотўғри кўрсатилишига ҳамда нопок спекуляция ва манипуляциялар кучайишига олиб келади, уларга бўлган мулк ҳуқуқи бошқаларга ўтганда суистеъмолларга йўл очади, акциядорларнинг қонуний ҳуқуқлари ва манфаатларига зарар келтиради. Конкрет мисол тариқасида АҚШдаги Enron ва Worldcom корпорацияларининг виртуал активларини ҳаддан ташқари ишириб («пуффак», «кўпик») юборилиши сабабли уларни 2001 йилда банкрот бўлишини эслаш кифоя.

Шундай қилиб, акцияларнинг бозор қиймати (баҳоси) ва нархи тенденцияларини таҳлил қилиш асосида уларнинг эквивалентлилик даражасини аниқлаш муҳим аҳамиятга эга.

Ўзбекистон ва хорижий амалиёт шуни кўрсатмоқдаки, активлар виртуал таркиби (яъни «кўпик»)нинг миқдори (қиймати ва нархи)ни баҳолаш муаммолигича қолмоқда. Активлар виртуал таркиби (яъни «кўпик»)нинг миқдори (қиймати, нархи)ни баҳолаш усуллари мавжуд бўлиб¹⁸⁹, уларни Ўзбекистон шароитида қўллаш ҳозирча акцияларнинг барқарор ва давомий иккиламчи бозори ривожланмаганлиги, фонд биржаси индекси (TASIX) ва ундаги волатиллик юқорилиги каби ҳолатлар мавжудлиги сабабли мушкул. Натижада, ушбу ҳолатлар ҳамда ликвидсиз ва паст ликвидли акцияларнинг жуда кўплиги туфайли акция нархининг шаклланиши

¹⁸⁸ Шоҳазамий Ш.Ш. Мировой финансово-экономический кризис: характер и предпринимаемые в мире и Узбекистане меры.//Молия. -Т., №2, 2009. - с. 4-11.

¹⁸⁹ Шоҳазамий Ш.Ш. Как можно оценить «пузырь» на рынке ценных бумаг.//Биржа эксперт. -Т., №1, 2010. - с.35-38.

назариялари ва техник таҳлил усуллари ҳозирча ишламаяпти. Шунинг учун фақат акциялар қийматини баҳолаш ёндашув ва усуллари фундаментал таҳлил асосида қўлланилиши табиийдир. Бунда ликвидсиз ва паст ликвидли акциялар фақат ички (фундаментал) қийматга эга бўлиб, бу қиймат аксарият ҳолларда мазкур акцияларнинг бозор қийматига яқин бўлган қиймат деб қабул қилиниши мумкин. Ички (фундаментал) қиймат компания-эмитентнинг ички омиллари, яъни унинг актив ва пассивлари, жорий молиявий-иқтисодий ва ишлаб чиқариш аҳволи, бизнесининг келажақ истиқболи таъсирида шаклланади.

Ҳозирда Ўзбекистон эмитентлари акцияларининг қийматини баҳолаш 2009 йил 6 октябрдаги «Бизнес қийматини баҳолаш» 9-сонли миллий стандарти асосида амалга оширилсада, баҳолаш ва фонд биржаси (эксперт ва котировкалаш комиссиялари ҳамда маклериат ва аналитик бўлим) фаолиятларида баҳолаш ва нархни шакллантириш ёндашув ва усулларида Ўзбекистон шароитидаги омилларни, айниқса ундаги эмитентларнинг реал аҳволи, бизнеси ҳолати ва истиқболларини, 2.8-жадвалда аниқланган тенденцияларни ва хусусиятларни тула ҳисобга олмасдан фойдаланилмоқда. Натижада, акциялар баҳоси ва нархи ўртасидаги фарқ сезиларли бўлмоқда. Ушбу салбий ҳолат 2.9-жадвалда намоён бўлади.

Ушбу 2.9-жадвал таҳлили асосида қуйидагиларни айтиш мумкин:

Давлат улушига эга компанияларда акцияларнинг ўртача бозор нархи йилдан-йилга ортиб бориб 2011 йилда 2005 йилдагига нисбатан ўртача 11,3 баробарга яқин ошган, бозор баҳоси эса ўртача 23,28 баробар кўп бўлган.

Давлат улуши бўлмаган компанияларда акцияларнинг ўртача бозор нархи йилдан-йилга ортиб бориб 2011 йилда 2005 йилдагига нисбатан ўртача 7,0 баробарга кўтарилган, бозор баҳоси ўртача 12,43 баробардан кўп бўлган.

**Акциялар ўртача қиймати ва нархининг нисбий ўзгариш
тенденцияси¹⁹⁰**

Кўрсаткичлар	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011*
ДКАББ	12	15	17	25	28	31	35
КАББ	7	6	8	12	14	18	22
ДКАБН	5	5	7	10	12	15	25
КАБН	3	3	4	5	8	11	15
ДКАББ/ДКАБН	2,4	3,0	2,43	2,5	2,33	2,07	1,4
КАББ/КАБН	2,33	2,0	2,0	2,4	1,75	1,64	1,47

Давлат улуши мавжуд бўлган компаниялар акцияларининг бозор баҳоси ва бозор нархи нисбати йилдан-йилга пасайиб бориб 2011 йилда 2005 йилга нисбатан ўртача 2,3 микдорда бўлган, давлат улуши мавжуд бўлмаган компаниялар бўйича эса ушбу кўрсаткич 1,94 нисбатда бўлган.

Умуман олганда, 2.9-жадвал кўрсаткичлари тенденцияси ижобий бўлса-да, лекин бозор баҳолари ва нархлари нисбатининг миқдори катта эканлиги компаниялар акцияларини баҳоловчи фирмалар томонидан юқори баҳоланаётганини, фонд биржаси томонидан эса паст нархлаётганини билдиради. Демак, Ўзбекистон эмитентларининг акциялари қийматини адолатли баҳо ва нархини объектив деб бўлмайди. Бундай ҳолат ликвидсиз ва паст ликвидли акцияларнинг ҳажми куплигини, Ўзбекистонда уларнинг қиймати ва нархига омиллар таъсирининг ўзгача эканлигини, демак, акциялар бозор баҳоси ва нархи ўртасидаги эквивалентлиликнинг бузилганлигини ва бу тенденденция, фикримизча, ўрта муддатли келажакда тўғриланиши (эквивалентлиликни тикланиши)ни билдиради.

Айтиш мумкинки, компаниялар акцияларининг бозор қиймати (баҳоси) ва нархининг нисбатий тафовути ҳозирча Ўзбекистонда мавжуд бўлганлиги, фонд биржасининг қимматли қоғозлар бозоридаги аҳамияти пастлиги ва волатиллиги сабабли уларнинг

¹⁹⁰ Маъба: С.Корабаев материаллари ёрдамида муаллиф томонидан листингга кирган эътиборга мойил эмитентлар бўйича баҳоловчи фирмалар ва «Тошкент» РФБ маълумотлари таҳлилчи асосида тахминий (10-15% анқишда) ҳисоблаб топилган. Изох: * - прогноз миқдор. Бунда: НСХ-Номиналлар сони ҳисобида; ДКАББ-Давлат улуши мавжуд бўлган компаниялар акцияларининг номинал қийматига нисбатан ўртача бозор баҳоси (НСХ); ДКАБН-Давлат улуши мавжуд бўлган компаниялар акцияларининг номинал қийматига нисбатан ўртача бозор баҳоси (НСХ); КАББ-Давлат улуши мавжуд бўлмаган компаниялар акцияларининг номинал қийматига нисбатан ўртача бозор баҳоси (НСХ); КАБН-Давлат улуши мавжуд бўлмаган компаниялар акцияларининг номинал қийматига нисбатан ўртача бозор баҳоси (НСХ); ДКАББ/ДКАБН-Давлат улуши мавжуд бўлган компаниялар акцияларининг ўртача бозор баҳоси ва нархи нисбати (НСХ); КАББ/КАБН-Давлат улуши мавжуд бўлмаган компаниялар акцияларининг ўртача бозор баҳоси ва нархи нисбати (НСХ).

узaro эквивалентлилик даражасини таъминлаш муаммоси ечимга мухтож.

Юқорида олинган таҳлилий натижалар негизида давлат улушига эга бўлган ва эга бўлмаган компаниялар акцияларининг ўртача бозор баҳоси ва нархининг корреляцион боғлиқлигини аниқлаш муҳим бўлганлиги сабабли, 2.9-жадвал маълумотлари асосида 2.10-жадвал тузилди.

2.10-жадвал

Давлат улушига эга бўлган ва эга бўлмаган компаниялар акцияларининг ўртача бозор баҳоси ва нархининг боғлиқлиги¹⁹¹

Курсаткич	ДКАББ	ДКАБН	КАББ	КАБН
ДКАББ	1	0.916	0.968	0.928
ДКАБН	0.916	1	0.969	0.980
КАББ	0.968	0.969	1	0.982
КАБН	0.928	0.980	0.982	1

Олинган натижалардан (2.10-жадвал) кўриниб турибдики, боғлиқлик даражасини ифодаловчи R^2 коэффициентининг ўртача миқдори 0,957. Демак, ҳар иккала бозор бир-бири билан кучли боғлиқ бўлиб, уларнинг ҳажмлари фарқлансада, ҳаракат тенденциялари синхрон характерга эга (2.8-жадвал ва 7-илова).

Юқорида айтилган назарий қарашлар, фикрлар ва берилган таҳлил асосида хулоса сифатида қуйидагиларни айтиш мумкин:

- бундай назарий ёндашувга асосланиб, АМВ ва унинг бозори кўрсаткичлари, хусусиятлари ва МБНБда рўй берадиган жараёнларга хос бўлган қонуниятларни, шунингдек, МБНБ учун хос бўлган ҳодисаларнинг ривожланишини шакллантирадиган омилларни моделлаштириш ва баъпорат қилиш, МБНБнинг ўз функцияларини бажариши ва МРИдаги ролини таҳлил қилиш мумкин;

- тараққиётнинг «Ўзбек модели» ва унинг асосида амалга оширилаётган давлатнинг макроиктисодий сиёсати нуқтаи назардан келажакда миллий иқтисодиётни инновацион ривожланишида тизимли молия инжиниринги ва МБНБнинг ролини ошириш ва тизимли таҳлилни методологик негизи Ўзбекистон Республикаси Президенти И.А. Каримовнинг асарлари, шунингдек, иқтисодий системалогия ҳисобланиши шубҳасиз. Бунда иқтисодий системалогия Ўзбекистон Республикаси Президенти И.А. Каримов-

¹⁹¹ Манба: 2.9-жадвал маълумотлари асосида муаллиф томонидан С.Қарабев яштирақда ҳисоблаб тузилди.

нинг фундаментал асарлари нуқтаи назаридан юқорида курсатилган масалаларни тизимлилик ва комплекслилик жиҳатидан ҳал этиш имкониятларини кенгайтириши мумкин.

2.8. Тизимли молия инжинирингининг компаниялар корпоратив бошқаруви сиёсатидаги ўрни

Жаҳон амалиётида корпоратив бошқарув деб юритиладиган, лекин бизнинг талкинда кенгрок маънода корпоратив сиёсат¹⁹² деб қабул қилинган, муаммо айниқса XX асрда йирик очик компанияларни (акциядорлик шаклидагиларни)¹⁹³ вужудга келиши ва уларда молиявий инновацияларнинг кенг тус олиши билан кескин намоён бўлди. Бунга сабаб, бундай компанияларда кескин равишда мулкка эгалик ва уни бошқариш ҳуқуқларининг ажралиш жараёни содир бўлди. Чунки, шу давргача қўлларида ҳам ижрочилик ҳам назорат функцияларини ушлаб келган компания эгалари ўзларининг фаолият соҳаларини кенгайтириш мақсадида компаниядаги ижрочилик функцияларини бошқа шахсларга, яъни профессионал бошқарувчи менежерларга (топ-менежерларга), беришга мажбур бўлганлар. Бундай жараён бошланиши биланок компанияларда ёлланма бошқарувчи менежерлар ва акциядорлар ўртасида манфаатлар зиддиятини вужудга келиши табиий ҳолат бўлди. Хусусан, бошқарувчи менежерлар компанияда салмоқли мавқега (статусга), ижтимоий ҳимояга, юқори маош ва бонусларга эга бўлишдан манфаатдор бўлиб, акциядорлар эса капитализация ва даромадларни ўсишидан манфаатдор. Бундай зиддият асосан компанияларнинг рақабатбардорчилиги ортишини таъминловчи корпоратив ва фонд бозори молиявий инновацияларининг кўп миқдорда жорий этилиши ва натижада компания фойдасини ортиши билан боғлиқ. Ваҳоланки, бундай инновацияларни компания фаолиятида яратилиб жорий қилинишида ҳар иккала манфаатли тарафнинг ҳиссаси бирдек бўлганлиги улар ўртасидаги манфаатлар зиддиятини келтириб чиқариши табиий ҳолдир. Шу

¹⁹² Бизнингча «корпоратив сиёсат» деган термин «корпоратив бошқарув» деган тушунчага қараганда кенгрок маънони англатади, лекин улар синоним сўзлар бўлиб, бир хил маънони билдиради. Чунки корпоратив сиёсат бизнинг вариантда бир-бири билан ўзвий боғлиқ икки таркибий қисмига ўз ичига олади, яъни корпоратив ҳуқуқ ва маданият, корпоратив манфаатларни ўзаро баланслаштириб бошқариш. Бунга оид мулоҳазалар Ш.Шоҳаъзамийнинг тегинли илмий ишларида келтирилган (масалан, «О совершенствовании модели и механизма корпоративного управления акционерными обществами в Узбекистане»//Журнал «Рынок, деньги и кредит», Ташкент, 2004, №11.-с.47-50; Корпоратив сиёсат.-Т.: Iqtisod-moliya, 2011).

¹⁹³ Чет мамлакатларда очик акциядорлик шаклидаги йирик компания корпорация деб юритилади.

сабабли, корпоратив сиёсатнинг долзарблилиги, айниқса, жаҳон молия бозори тенденцияларини ўзгарувчанлиги ва транспарентлигини ошириш, унда инвесторлар учун рақобатли кураш ва уларнинг рискларини пасайтириш, ҳуқуқларини ҳимоялаш ва қонуний манфаатларини таъминланишини кучайтириш, молиявий инқирозларни олдини олиш зарурати ва шу каби бошқа заруратлар бир қатор индустриал давлатларда унга бўлган қизиқишнинг ортиб бориши билан белгиланади. Мухим сабаблардан яна бири 1990-йилларнинг охирида «Вашингтон консессуси» постулатларини тафтиш қилинишидир. Буларнинг барчасида корпоратив сиёсат ва ундаги молиявий инновациялар ривожланиши туфайли компанияларнинг рақобатбардошлиги ва ҳавфсизлиги, уларни бозордаги рисклари ва инфор­мацион шаффофлиги (транс-парентлиги) каби муаммолар билан биргаликда қузатилмоқда.

Умуман олганда, корпоратив сиёсат *тарихи* – компания доирасида манфаатлари бир-бирига зид бўлган, лекин иқтисодий-ҳуқуқий механизм асосида тартиблаштириладиган, тарафларнинг (яъни акциядорлар ва ёлланма бошқарувчи менежерлар, компания шериклари, кредиторлари ва ҳ.к.) корпоратив муносабатлари ва улардаги молиявий инновациялар тарихидир.

Бозор иқтисодиётига мансуб ривожланган мамлакатларда корпоратив сиёсат на фақат йирик компаниялар ва уларнинг фаолиятдан манфаатдор бўлган шахслар (компания шериклари, кредиторлари ва ҳ.к.) ўртасидаги ҳамда акциядорлар ва бошқарувчи менежерлар ўртасидаги муносабатлар ва зиддиятларни (конфликтларни) тартиблаштиради, балки акциядорлар (майда акциядорлар ва акцияларнинг назорат пакетига эга акциядорлар) ўртасидаги муносабат ва зиддиятларни ҳам тартиблаштиради. Ривожланаётган (масалан, Лотин Америка, Африка) ва ўтиш даври иқтисодиётига мансуб кўпчилик мамлакатларда (масалан, Марказий ва Шарқий Европа, МДХ) эса бу корпоратив сиёсат доирасига (айниқса, хусусийлаштирилган компанияларда) давлат ҳам қўшилади. Бундай мамлакатларда давлат томонидан олиб борилаётган ислохотлар ва улар доирасидаги давлат молия инжиниринги туфайли компаниялардаги корпоратив сиёсатга давлатнинг таъсири айниқса сезиларли бўлади.

Ҳозирда корпоратив сиёсат ташкиллашган ва узлуксиз ривожланаётган, борган сари жаҳон миқёсида стандартлашиб ва унификациялашиб бораётган алоҳида бир бутун ва ўзининг

корпоратив ва молиявий муҳитига эга компания фаолияти билан боғлиқ иқтисодий-ҳуқуқий муносабатлар, институтлар ва уларнинг молиявий инновациялари мажмуаси сифатида намоён бўлувчи мураккаб корпоратив тизим эканлиги табиий ҳолатдир.

Шундай қилиб, *корпоратив сиёсат* — компания фаолияти жараёнидаги унинг эгалари (акциядорлар, пай улушига эга шахслар) ва ёлланма бошқарувчи менежерлари ҳамда компания билан боғлиқ бошқа манфаатдор шахслар (компания персоналини, кредиторлари, шериклари, давлат органлари, жамоат ташкилотлари, маҳаллий аҳоли ва ҳ.к.) ўртасидаги ўзаро баланслаштирилган муносабатлар тизими бўлиб, ўз ичига бир-бирига уйғунлашган ташкилий, ҳуқуқий-меъёрий ва иқтисодий-молиявий механизмларни комплекс равишда олади. Компанияда бу муносабатлар жараёни номлари айтилган тарафларнинг манфаатлари бир-бирига зид бўлган ҳолда кечади. Бундай механизмлар давлат ва жамоатчилик томонидан белгиланиб, ушбу муносабатлар тизимининг элементлари бўлмиш тарафлар (яъни, компания эгалари, ёлланма бошқарувчилар ва манфаатдор шахслар) ва уларнинг молиявий инновациялари томонидан улар мақсади, вазифалари, функциялари, ҳуқуқ ва манфаатларига мос равишда ҳаракатга келтирилади.

Айтиш жоизки, барча тарафларнинг мақсади бир — фойда олиш бўлиб, унга ҳар бир тараф ўзига ҳос, лекин бир-биридан фарқли бўлган, вазифа ва функцияларни, ҳуқуқ ва мажбуриятларни бажариш орқали эришади. Бу эса тарафлар ўртасида ҳуқуқий асосдаги манфаатлар зиддиятини (конфликтини) келтириб чиқаради.

Корпоратив сиёсатнинг асосий иштирокчилари мақсадий манфаатларини умумлаштирган ҳолда, улар ўртасидаги асосий фарқларни қуйидаги 2.11-жадвалдан кўриш мумкин.

2.11-жадвал

Корпоратив муносабатларда иштирок этувчи тарафларнинг асосий манфаатлари ва мажбуриятлари

<u>Бошқарувчилар:</u>
1. Манфаатдорлиги: компаниянинг сифатли корпоратив бошқарув сиёсати тизими ҳамда мукофот ва рағбатларидан манфаатдор — кафолатланган юқори иш ҳақи ҳамда қўшимча устамалар ва бонуслар, акцияларга имтиёзли опционлар, тиббий сугурта, муоммосиз яшаш ва ишлаш шароитлари, зарурий

ҳукукий ва ижтимоий ҳимоя, юқори мавқе ва ҳурмат, ишлаб чиқариш ва молиявий инновациялар жорий қилиш эркинлиги, узоқ муддатли меҳнат шартномасидан – бўлиш.

2. Манфаат эвазига қуйидагиларга мажбур: компания устави ва меҳнат шартномаси талабларини ҳамда компания эгаларининг умумий йиғилиши ва директорлар (кузатув) кенгаши қарорларини бажариш, компаниянинг молиявий кўрсаткичларини ва капитализация даражасини ошириб бориш, компания бизнесини ва имиджини ривожлантириш ҳамда бозордаги рақобатбардошлилигини таъминлаш, компания акциялари қийматининг бозор баҳоси ва нархи (курси) эквивалентлигини таъминлаш, молиявий инновацияларни кенг жорий қилиш, компания рискларини пасайтириш, меҳнат ва молиявий ҳавфсизликни таъминлаш, корпоратив ҳуқуқ ва маданият меъёрларига риоя қилиш, компания фалсафасига содиқ қолиш, компания манфаатини ўз манфаатидан юқори қўйиш ва ҳ.к.

Акциядорлар (мулк эгалари):

3. Манфаатдорлиги: дивиденд, акциялар курсини ва ликвидлигини кўтарилиши ҳамда компаниянинг капитализация даражасини оширишдан, инвестицион рискларни пасайишдан, қонуний ҳақ-ҳуқуқларини тўлиқ ҳимояланиши ва таъминланишдан, ўз мулкига эгаллик эркинлигидан, корпоратив бошқарув сиёсатидан ва унда тўлақонли фаол иштирок этишдан, менежментга нисбатан юқори мавқе ва ҳурматдан, компания имтиёзлари ва инновациялари натижаларидан, менежментни ташлаш ва ҳ.к.

4. Ҳуқуқлари: қонун ҳужжатларида ва компания уставида назарда тутилган ҳуқуқлар, жумладан унинг хоҳишига кўра реестрдаги номини ошкор этилмаслиги ҳуқуқи, ва қонуний манфаатларга эга бўлиш ҳуқуқи, уларни компания томонидан таъминланишини талаб қилиш ҳуқуқи.

5. Кредиторлар (жумладан корпоратив облигация эгалари):

Компанияга кўпроқ манфаатли ва риск даражаси паст бўлган кредит ва ссудаларни мунтазам бериш, улар бўйича фоиз даромадлари тўловларини, ссуда ва кредит суммасини ўз вақтида, тўлиқ ва рисксиз қайтариб олиш. Бунда кредитор компаниянинг кредит тарихини яхшилаиб бойиб боришдан ва ишончли бўлишдан, компаниянинг молиявий кўрсаткичларини ва капитализация даражасини ошириб боришдан, компания

бизнеси ва имиджини ривожланишидан ҳамда бозордаги салмоғи ва рақобатбардошлилигини ошиб боришидан, компания акциялари қийматининг бозор баҳоси ва нарҳини эквивалент бўлишидан ҳамда фонд бозоридаги курси ва ликвидлилигини оширишидан, компания рискларини пастлигидан, юқори малакали менежменти ва молиявий инновацияларидан, корпоратив сиёсатнинг юқори рейтингидан ва бошқалардан манфаатдор.

Компания ишчи ва хизматчилари:

Компанияни нуфузидан ва барқарор ривожланишидан, доимий иш ўриндан, барқарор ва ошиб борувчи иш ҳақи ҳамда қўшимча устамалар ва бонуслардан, акцияларга имтиёзли опционлардан, тиббий суғуртадан, замонавий ва хавфсиз ишлаш шароитларидан, зарурий ҳуқуқий ва ижтимоий ҳимоядан, малакасини оширилиб боришидан, шахсий мавқе ва ҳурматдан, корпоратив бошқарув сиёсатида коллектив иштирок этишдан, ҳизмат поғоналаридан кутарилишдан, кафолатланган қариллик нафақасидан ва ҳ.к. манфаатдор.

Компания шериклари (ўнинг маҳсулотини доимий харидорлари ва ишлаб чиқариш жараёнининг таъминотчилари в.б.):

Компания имиджи, рақобатбардошлилиги ва молиявий барқарорлиги, туловга қобилиятлилиги, бизнеси ва шерикчилик алоқаларининг фойдалилиги ва узок муддатлилиги, корпоратив бошқарув сиёсати тизимининг юқори сифати ва шу каби бошқа ижобий унсурлардан манфаатдор.

Давлат органлари:

Компаниянинг бозордаги салмоғи, нуфузи, барқарорлиги, узлуксиз ривожланиб бориши, давлатнинг ижтимоий лойиҳаларида фаол қатнашиши, ошиб борувчи солиқ тушумлари ва ишчи ўринларини яратишидан, компанияни маҳаллий ҳудуднинг ижтимоий-иқтисодий ҳолатини ифодаловчи индикатив «барометр» сифатидаги ва социал лойиҳалардаги ролини ортиб боришидан манфаатдор.

Жамоатчилик ташиқлотлари ва маҳаллий аҳоли:

А) Касаба уюшмалари: компанияда иш ўринларини ва ишчиларнинг кўпайиб боришидан, уларга компания томонидан зарурий ва етарли меҳнат шароитлари билан таъминланишидан ҳамда ижтимоий ҳимояланишидан, буларнинг барчасини корпоратив бошқарув сиёсатида ифодаланганлигидан ва шу каби бошқа ижобий унсурлардан манфаатдор.

Б) Маҳаллий аҳоли: халқнинг ғурури ва фаҳрини кутарувчи компания имиджи ва нуфуздан, компания ишчи ва хизматчиларини маҳаллийлашидан, маҳаллий ижтимоий ва иқтисодий инфратузилмани ривожланишида компаниянинг ролини оширишдан ва шу каби бошқа ижобий унсурларда манфаатдор.

2.11-жадвалдан куйидагини аниқлаш мумкин: компанияда корпоратив бошқарув сиёсати иштирокчиларининг манфаатлари турли хусусий мақсадларни қўлашга қарамасдан, улар бир-бири билан уйғунлашган бўлиб, бир бутун ўзаро баланслаштирилган ижтимоий-иқтисодий манфаатлар билан боғлиқ муносабатлар муҳитини ташкил этади. Бу муҳитда асосий омил бўлиб компания ва инсон капитали ҳисобланиб, ундаги корпоратив сиёсат тизимида юқорида келтирилган манфаатдор тарафлар ривож топади, лекин маълум шароитларда барча тарафларнинг турлича бўлган манфаатлари ривожини талаби компаниянинг корпоратив сиёсати тизимига ва бу муҳитга таъсир кўрсатмасдан қолмайди. Демак, корпоратив бошқарув сиёсати тизимининг асосий унсурлари манфаатдор тарафлар бўлганлиги сабабли, унинг фаолият механизмининг компания фаолиятидан манфаатдор бўлган тарафлар ҳаракатга келтиради. Тўғри йўлга қўйилган корпоратив сиёсат тизими ва унинг самарали молиявий инновациялари компаниянинг муваффақиятини белгиловчи шартлардан ҳисобланади.

Юқорида айтилганлардан келиб чиқиб, корпоратив сиёсатни бир-бири билан ўзвий боғлиқ бўлган *икки таркибий қисмга* ажратиш мумкин¹⁹⁴:

- 1) корпоратив ҳуқуқ ва маданият нормаси (меъёри);
- 2) корпоратив манфаатларни (бунда манфаатлар қарама-қаршилиги ва бирлиги назарда тутилади) ўзаро баланслаштириб бошқариш ва менежмент.

Бундай боғлиқлик куйидаги *ўзаро сабаб-оқибатий таъсир тамойилига* асосланади: «агар корпоратив ҳуқуқ юқори маданиятли бўлсагина тарафларнинг корпоратив манфаатларини самарали бошқарилиши таъминланади ва аксинча, агарда корпоратив манфаатлар меъёр (бир-бирига мос келадиган нафий ва маданий-маънавий ёки иқтисодий ва ижтимоий) доирасида бошқарилса, намунали маданиятли корпоратив ҳуқуқ таъминланади».

¹⁹⁴ Шоҳзаминий Ш.Ш. Корпоратив сиёсат.-Т.: «Fan va texnologiya», 2012.

Корпоратив ҳуқуқ ва маданият жамият ва унга мос бўлган компания фаолияти билан боғлиқ юридик ва маданий-маънавий муносабатлар методологияси ва механизмини ўз ичига олади. Корпоратив маданият жамият меъёрларига асосланган бўлиб, компания фаолиятида ва органларида машғул бўлган шахсларга компания жамоатчилиги томонидан ўрнатиладиган ҳуққ-атвор этикаси меъёрлари, қадриятлар, анъаналар, психологик муҳит кабиларни ўз ичига олади.

Корпоратив манфаат ва менежмент компания фаолияти жараёнида (ойлик, чорак, ярим йиллик, тўққиз ойлик, йиллик) корпоратив сиёсат тарафларининг ҳуқуқий асосда моддий манфаатларини ўзаро баланслаштирилиб таъминланиши билан боғлиқ иқтисодий-молиявий бошқарув методологияси ва механизмини ўз ичига олади.

Корпоратив сиёсатнинг ажралмас қисмларидан бири — менежмент ва унинг турли тарафлари ва усуллари. Менежментни уч тарафдан қуриш мумкин: иқтисодий бошқариш тизими, бошқарув органи (бошқарув аппарати), тадбиркорлик фаолияти шакли сифатида. Умуман олганда, менежмент — бу ўз таркибига бошқарув санъати тамойиллари, усуллари, шакллари ва йўсинлари мажмуасини олувчи ишлаб чиқаришни молиявий-иқтисодий бошқариш тизими.

Корпоратив менежмент (молиявий менежмент) — бозор шароитларида ресурслардан оқилона фойдаланиш ва турли инновацияларни самарали жорий этиш йўли билан барқарорлик, рақобатбардошлилик ва фойда олиш мақсадларига эришишга йўналтирилган компаниянинг тижорат фаолиятини профессионал бошқаришни амалга ошириш. Тор маънода *менежмент* — бир ёки бир гуруҳ менежерларнинг бошқа шахсларга маълум жавобгарликни зиммасига олган ҳолда қўйилган мақсадларга эришишга ёрдам берадиган ҳатти-ҳаракатларга ундаш учун таъсир кўрсатиш. Менежмент ўз ичига бошқарув тактикаси ва стратегиясини олади. Бунда *стратегия* — қўйилган мақсадларга эришиш учун ресурслардан фойдаланишнинг умумий йўналиши ва усули. *Тактика* — конкрет шароитларда қўйилган мақсадларга эришиш учун қўлланиладиган конкрет усул ва йўсинлар.

Молиявий менежмент бошқарув тизими сифатида бир-бири билан боғлиқ икки тизимчадан иборат — бошқарилувчи тизимча (бошқариш объекти, яъни, компания) ва бошқарувчи тизимча

(бошқариш субъекти, яъни, топ-менежер ва/ёки менежерлар гуруҳи). Бошқариш объектига қуйидагилар киради: пул обороти, капитал (баҳо) айланмаси, молиявий ресурслар ва уларнинг манбалари, молиявий муносабат ва инновациялар.

Молиявий менежмент *функцияси* бошқарувчи тизим тузилмаси шаклланишини белгилайди. Унинг функцияси икки турга бўлинади: *бошқарилувчи объект ва бошқарувчи субъект функцияси*. Бунда унинг функцияси компания мулкдорлари ва кредиторлари талаблари доирасида амалга оширилади.

Айтиш мумкинки, корпоратив сиёсат бир вақтнинг ўзида *юридик конструкция, иқтисодий ва информацион категорияларни* ўз ичига олади. Юридик конструкция ҳуқуқий-меъёрий муносабатларни ташкиллаштиради, иқтисодий категория эса конфликтли манфаатлар бирлигини таъминлайди. Информацион категория эса корпоратив сиёсат ва омиллар таъсири тўғрисидаги ахборотлар тизимини шакллантиради. Бу эса корпоратив сиёсатни махсус равишда ташкиллашган иқтисодий-ҳуқуқий-информацион механизм билан таъминланганлигини билдиради.

Таъкидлаш жоизки, корпоратив сиёсат сифати паст бўлади, агарда унинг иқтисодий-ҳуқуқий-информацион механизми такомил бўлмаса, натижада:

- корпоратив манфаатлар конфликтлари ва менежмент даражаси корпоратив ҳуқуқ ва маданият меъёрлари даражасига (агар уларни адолатли деб олинса) зид бўлса;
- корпоратив ҳуқуқ ва маданият меъёрлари корпоратив манфаат даражасини таъминлаб бермаса.

Корпоратив сиёсат *мақсади* – қонун доирасида компаниянинг барча манфаатдор тарафлари манфаатлари балансига риоя қилган ҳолда фаолиятдан имконияти борича максимал фойда олиш ҳамда компаниянинг рақобатбардошлиги ва хавфсизлигини таъминлаш. Бунда компания рақобатбардошлигини айнан инновациялар, айниқса корпоратив молия инжиниринги молиявий инновациялари, таъминлайди.

Корпоратив сиёсат *вазифаси* – мақсадга эришиш йўлида тарафлар манфаатларининг мавжуд потенциал конфликт ҳолатларини йўқотиш.

Корпоратив сиёсат *функцияси* – қонун доирасида компаниянинг барча манфаатдор тарафлари манфаатлари балансини

таъминлаш, бунда уларнинг ҳуқуқларини *«de jure»* ва *«de facto»* тарзда кафолатлаш.

Корпоратив сиёсат *предмети* – компания фаолияти билан боғлиқ муносабатлар, унинг эгалари бўлмиш инвесторларнинг қонун билан кафолатланган ҳуқуқлари ва қонуний манфаатлари, уларга таъсир этувчи омиллар.

Корпоратив сиёсат *объектлари* – компания ва унинг бошқарув органлари, жумладан менежменти.

Корпоратив сиёсат *субъектлари* – компания фаолиятидан манфаатдор бўлган шахслар (компаниянинг бошқарувчи менежерлари, шериклари, кредиторлари, эгалари бўлмиш инвесторлар). Бунда асосий диққат инвесторларнинг ҳуқуқлари ва манфаатларига қаратилади.

Корпоратив сиёсатнинг *методи* – компания фаолияти билан боғлиқ бўлган шахсларнинг (компанияни бошқарувчи менежерлари, шериклари, кредиторлари, эгалари бўлмиш инвесторлар) корпоратив ҳуқуқи ва маданиятини ҳамда корпоратив манфаатлари ва менежментини ҳуқуқий асосда тизимли равишда ўзаро баланслаштириб тизимли бошқариш ёндашувидир. Бунда асосий диққат инвесторларнинг ҳуқуқлари ва манфаатларига қаратилади, чунки улар компаниянинг жорий молия-ҳўжалик фаолияти бошқарувидан ажратилган бўлади.

Самарали корпоратив сиёсат қуйидаги *формула* билан ифодаланади:

Компаниянинг намунали корпоратив сиёсати = самарали ва шаффоф (транспарент) иқтисодий-ҳуқуқий-информацион муносабатлар + самарали ўзаро баланслаштирилган бошқарув тузилмаси + техник-технологик ва молиявий инновацияларга асосланган ривожланиш, рақобатбардошлилик ва хавфсизлик + очиқ бозор иқтисодиёти ва капиталларнинг эркин трансчегаравий ва ички ҳаракати шароитлари.

Бунда ташқи ва ички фундаментал ҳамда махсус омиллар (1.4-параграф) таъсири турли мамлакатларда корпоратив сиёсатни мазмунан фарқланишига сабаб бўлади.

Корпоратив сиёсатнинг бозор иқтисодиёти, хусусий мулкчилик ва тизимли молия инжиниринги (ТМИ)даги аҳамияти ва ролига эътиборни ортиши қуйидагилар билан белгиланади: глобаллашув жараёнларининг ривожланиши, жаҳон молия бозори муҳитининг ўзгарувчанлиги ва рисклилиги, молиявий инки-

розларни қайтарилиши ва уларнинг олдини олиш зарурати, ТМИ ва инвестицион муҳитнинг ривожланиши, унда инвесторлар учун рақобатли курашнинг кучайиши ҳамда уларнинг ҳуқуқларини ҳимоялаш ва қонуний манфаатларининг таъминланиши билан боғлиқ тенденцияларнинг ривожланиши ва муаммоларнинг мавжудлиги ва ҳ.к.

Таъкидлаш жоизки, компанияларнинг корпоратив сиёсатини мамлакат ва жаҳон иқтисодиётига ва бозорларига ҳамда уларнинг моделлари ва ҳолатига, ТМИ маҳсулотларига бевосита боғлиқлигини ёддан чиқариш мумкин эмас. Яъни, маълум шарт-шароит ва вақт даврларида компаниялар корпоратив сиёсатини ҳам ташқи жараёнлар ривожининг омили сифатида, ҳам унга нисбатан ташқи бўлган омиллар таъсири остида ривожланувчи жараён сифатида кўрилишини тақозо этади.

Корпоратив сиёсатни омил сифатида кўрилса, унинг ролини иқтисодиёт, молия-кредит ва мулкчилик тизими, умуман бозор ривожига таъсир этиши билан аниқлаш мумкин.

Корпоратив сиёсат сифати бир вақтнинг ўзида компаниянинг молиявий, бизнеси ва бозордаги қимматли қоғозларини, мулкдорлар таркиби ва тузилмасини, инвестицион муҳитни белгилайди ва уларнинг таъсири остида ўзгаради.

Ҳозирда корпоратив сиёсат сифати унинг рейтинг баҳоси билан ифодаланади. Корпоратив сиёсат рейтинг комплекс (интеграл) кўрсаткич бўлиб, уни аниқлаш учун компанияда корпоратив сиёсат юритилишининг турли қирралари сифатини ифодаловчи кўрсаткичлар ёрдамида компанияда корпоратив сиёсат формуласига амал қилиниш даражасига баҳо берилади.

Юқорида айтилганларнинг барчаси ҳозирда ривожланган ва прогрессив ривожланаётган мамлакатлар компаниялари корпоратив бошқарув сиёсати таркибида корпоратив молия инжинирингининг аҳамияти салмоқли эканлигидан далолат беради. Айнан корпоратив молия инжиниринги барча нуфузли компанияларнинг таркибида алоҳида фаолият юритувчи тузилма сифатида қабул қилинган бўлиб, унинг хизмати корпоратив сиёсат доирасида компаниянинг барқарорлиги, рақобатбардошлиги ва молиявий ҳавфсизлигини таъминлашга қаратилган. Шунинг учун ҳам чет элда корпоратив молия инжиниринги хизмати (МИХ) директорлар кенгаши (кузатувчи кенгаш) ёки бошқарув таркибида алоҳида ва конфиденциал

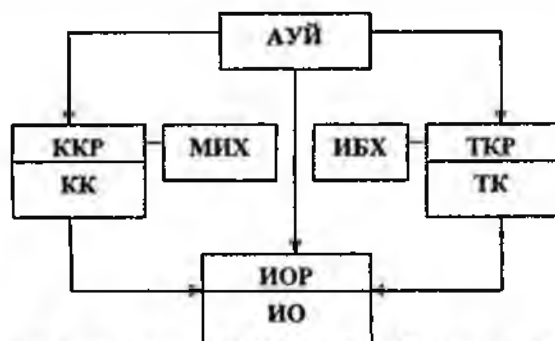
фаолият юритиб, компаниянинг инновацион фаолиятини белгилайди ва ташкиллаштиради.

Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2008 йил 15 июндаги «Инновацион лойиҳалар ва технологияларни ишлаб чиқаришга тадбиқ этишни рағбатлантириш борасидаги қўшимча чора-тадбирлар тўғрисида»ги №1ПҚ-916-сонли Қарори талаблари Ўзбекистон шароитида тизимли молия инжиниринги (ТМИ)ни қўллаш ва унинг инновацион маҳсулотлари трансфери масаласи ечимини тақозо этади. Бунда трансфер фаолияти молиявий инновацияларни самарали йўл билан ва ўз вақтида молия-кредит тизими (МКТ)га ўтказиш (жорий қилиш) бўйича қатор мураккаб қарорларни қабул қилишни кўзда тутлади.

Молия инженери томонидан янги ишлаб чиқилган молиявий маҳсулотни МКТда, жумладан банкларда, самарали тижоратлаштириш уларнинг рақобатбардошлигини оширади. Шунинг учун ТМИда трансфер ва тижоратлаштириш жараёнлари бир-бири билан ажралмас ҳолда боғланган.

Инновацияларнинг муҳимлиги ва 2.7-параграфдаги фикрлардан келиб чиқиб, Ўзбекистондаги компания ва банклар корпоратив бошқаруви тузилмасида алоҳида МИХ ва ички баҳоловчи хизмати (ИБХ)ни 2.16-расмда берилган модел кўринишида жорий қилиш мақсадга мувофиқ.

2.16-расмда: АУЙ – акциядорлар умумий йиғилиши, КК – кузатувчи кенгаш, ККР – КК раиси, ТК – тафтиш комиссияси, ТКР – ТК раиси, ИО – ижроия орган, ИОР – ИО раҳбари, МИХ – молия инжиниринги хизмати, ИБХ – ички баҳоловчи хизмати.



2.16-расм. Корпоратив МИХ ва ИБХ билан тўлдирилган корпоратив бошқарув тузилмаси модели¹⁹⁵

¹⁹⁵ Муаллиф томонидан тақлиф қилган.

Бунда (2.16-расм) кўриниб турибдики, МИХ фақат ККР билан ишлаб, унинг молиявий инновациялар билан боғлиқ фаолияти бошқаларнинг барчаси учун конфиденциал бўлади. Ундан фарқли, ИБХ фаолияти бошқа тузилмалар учун очик ҳисобланади.

Умуман олганда, компания ва банкларда ИБХ жорий қилиниши мулк қийматининг бозор баҳоси ва нархини ўзаро эквивалентлик даражасини таъминлаш муаммосини ҳал қилади ҳамда 2.6-параграфда айтилганидек ҳар қандай молиявий инновация ва инструмент узининг бозор баҳосига эга бўлган реал молиявий базиси (активи) билан таъминланиш имконини беради. Натижада, улар қийматининг бозор баҳоси ва нархи эквивалент ҳамда rischi меъёр даражасида бўлиши таъминланади.

Бунда МИХ жорий қилиниши эса компания ва банкнинг рақобатбардошлилиги, барқарорлиги ва молиявий хавфсизлигини таъминлашга хизмат қилади.

Таъкидлаш зарурки, компания ва банкларда 2.16-расмдагидек МИХ жорий қилиниши Ўзбекистон шароитида ТМИни қўллаш ва унинг инновацион маҳсулотлари самарали трансфери масаласи ечимини беради. Фикримизча, МИХ барча давлат бошқаруви ва ҳокимияти органларида ҳам мос равишда давлат ва муниципал молия инжиниринглари доирасида жорий қилиниши зарур.

Компанияда молия инжиниринги хизматини жорий қилиш компания рақобатбардошлигини ва молиявий натижаларини ошириш мақсадида инновацион ривожланишини ифодалайди. Ушбу хизмат ўз фаолият доирасида қуйидагиларга таъсир кўрсатади: компанияни бошқаришнинг рационал тузилмасини шакллантириш, бир бутун ахборот майдонини таъминлаш, самарали режалаштириш, инвестициялар самарадорлигини таъминлаш, ҳисоб ва ҳисоботни юритиш ҳамда назорат қилиш, молиявий барқарорлик ва ўсишга эришиш, компаниянинг бозордаги riskни пасайтириш ва улушини ошириш ва ҳ.к. Умуман олганда, ушбу хизмат компанияни бошқаришнинг самарадорлиги ва инновационлик даражасини белгилайди. Бунда қуйидаги йўналишлар бўйича ишлар амалга оширилади:

1) компания ташкилий тузилмасини рационаллаштириш бўйича:

- ташкилий тузилма тўғрисида Низомни,
- лавозимий мажбуриятлар тўғрисидаги Низомни,
- штат рўйхатини,

- бошқа ташкилий масалаларни мувофиқлаштирувчи меъёрий ҳужжатларни ишлаб чиқиш;

2) компаниянинг молиявий тузилмасини рационаллаштириш бўйича:

- молиявий тузилма тўғрисида Низомни,

- бухгалтерлик, солиқ ва бошқарув ҳисоби ва ҳисоботини ташкиллаштириш,

- молиявий контроллингини ташкиллаштириш;

3) компания логистикасини рационаллаштириш бўйича:

- ишлаб чиқариш ва тайёрлов-таъминот логистикасини ташкиллаштириш,

- тақсимот (маркетинг) логистикасини ташкиллаштириш;

4) компанияда бюджетлаштириш бўйича:

- бюджетлаштириш тўғрисида Низомни,

- операцион (жорий давр) бюджетлар тўғрисида Низомни,

- молиявий бюджетлар тўғрисида Низомни ишлаб чиқиш.

Компанияда молия инжинирингини жорий қилиш қуйидагиларни таъминлайди:

1) барча турдаги технология ва ресурслардан – моддий, номоддий, меҳнат, табиий – рационал ва самарали фойдаланишни, буларнинг асосида товар ва хизматлар бозорида барқарор ўринга эга бўлишни;

2) бошқаришнинг оператив шакли (яъни, жорий муаммоларга жавобан бошқарув қарорларини қабул қилиш)дан прогнозлашга асосланган бошқаришга ўтишни;

3) Компаниянинг бозор қиймати ва жорий ҳужалик операциялар даромадлилиги оширилишини;

4) ташқи контрагент (давлат органлари, инвесторлар, шериклар ва кредитор)лар билан муносабатларда компания тўлов қобилиятини мустаҳкамланишини.

Компанияни инновацион ривожлантириш стратегиясини ишлаб чиқишда қуйидагиларга асосланилади:

- ишлаб чиқарилган маҳсулот (хизмат) бозори динамикасини прогнозлаштириш;

- потенциал рискларни баҳолаш;

- амалга оширилган молиявий диагностика ва бошқарув тизими самарадорлиги натижаларини баҳолаш.

Юқорида келтирилганларнинг барчасини компанияда тўлиқ амалга оширилиши молия инжиниринги самарадорлигини

таъминлайди. Бунда компаниялари капитали тузилмаси ва самарадорлигининг узаро боғлиқлигини ҳисобга олиш зарур.

Одатда хусусийлаштириш жараёни ва корпоратив бошқарувнинг ўзига ҳослиги корхоналар фаолиятининг секин-аста реструктуризацияланиши ва паст самарадорлигининг сабаблари деб кўрсатилади. Имконияти кам бўлган акциядорларни компания бошқарувига суи жалб қилиниши, шунингдек, фирмаларни реструктуризациялаш ишларини орқага тортган ёки тўсиқ қўйган акциядор-ҳодимларнинг ўзига ҳос бўлган манфаатларини устувор бўлиши энг муҳим муаммо бўлиб ҳисобланган. Қайд этиш лозимки, мулкларни акциядор-инсайдерлардан ташқи инвесторларга қайта тақсимланиши, шунингдек, мулкни ташқи инвесторлар қўлида концентрацияланишига одатда, хусусийлаштириш оқибатида юзага келган самарасизликларни баргараф этиш механизми деб қаралган.

Бошқа бир томондан, йирик айниқса, хорижий акциядорларга эга бўлган компанияларнинг муваффақиятли ривожланишига жуда кўп мисоллар бор. Шу билан бирга қўлга киритилган назоратдан шахсий фойда олишга интилган ва ишлаб чиқаришни реструктуризациялашдан ва корхона самарадорлигини оширишдан бош тортган йирик акциядорлар фаолиятига қўплаб далиллар мавжуд.

Шундай қилиб, қайси тузилма мамлакат корхоналари ва умуман, миллий иқтисодиётни жонлантира олиши билан боғлиқ масала ҳозиргача баҳс талаб бўлиб қолмоқда. Шунинг учун мулк ва фирмалар фаолияти самарадорлигининг узаро боғланиши ҳақидаги назария ва эмпирик тадқиқотларнинг таҳлилий шарҳи Ўзбекистон шароити учун фойдалидир. Бундай шароитда иқтисодиёт стратегик тармоқ таркибига кирган хусусийлаштирилган номолиявий корхоналар самарадорлигига акциядор капитал тузилмасининг таъсирини тадқиқ қилиш муҳим аҳамият касб этади.

Хорижий иқтисодчи олимлар А. Берл ва Г. Минзнинг классик илмий асарга айланган «Ҳозирги замон корпорация ва хусусий мулк» (Berle, Means, 1932) китобининг нашр этилишидан бошлаб 75 йил давомида фирма фаолияти самарадорлигига акциядор капитал тузилмасининг таъсири муаммолари илмий баҳсларга сабаб бўлиб келмоқда. Ўтган асрнинг 70-йилларидан бошлаб мазкур муаммо принципиаллар (мулкдорлар) ва агентлар (менежерлар) ўртасидаги агентлик муносабатлар кесимида кўриб чиқилмоқда. Акциядор капиталнинг майдалашиб кетиши натижасида акцияларнинг майда пакети эгалари ўзларга тегишли фирмани

биргаликда бошқаролмай қолиб, назорат ҳукукини бошқарувнинг махсус субъектига, яъни менежерлар командасига беришга мажбур бўлганда корпорацияларда агентлик¹⁹⁶ муаммоси юзага келади.

Шундай қилиб, анъанавий ёндашувга мувофиқ корпоратив бошқаришнинг асосий муаммоси ўз шахсий манфаатларини кўзлаган менежерлар билан майда акциядорлар ўртасидаги қарама-қаршилиқдан иборатдир.

Корпоратив бошқарувнинг янги талқини мулк тузилмаси ва компания фаолияти натижалари ўртасидаги алоқа таҳлилини сезиларли равишда мураккаблаштиради. Хусусан, акциядор капиталнинг концентрацияси билан боғлиқ зарарларнинг юзага келиши аниқ кўринади. Корпорацияда қарор қабул қилиш жараёнига бевосита таъсир этиш кучига эга бўлган йирик мулкдорлар ўзининг фойдасини максималлаштириш мақсадида ҳаракат қилиб, майда акциядорларни қолдиқ даромаддаги улушидан маҳрум қилганда, бундай зарарлар юзага келади. Корпорация фаолияти натижаларининг муқаррар ёмонлашуви назоратнинг хусусий манфаатлари қанчалик молиявий мазмунга эга эканлигига боғлиқдир (масалан, трансферт нарх ҳосил бўлиш механизминини қўллаш ҳолатидагидек).

Акцияларнинг ликвидлилиги тушиши натижасида капитални жалб қилиш харажатларини ўсиши ёки ўз киритмаларини диверсификациялашда инвесторлар учун имкониятнинг чекланиши мулк концентрациясининг салбий оқибати сифатида намоён бўлади (Fama, Jensen, 1983). Бундан ташқари, мулкнинг концентрацияланганлиги акциядор капиталнинг юқори даражада тақсимланиб кетганда фойдаланиш мумкин бўлган ва акцияларнинг янада юқорироқ бўлган ликвидлиги билан боғлиқ фонд бозори томонидан менежерларни қўшимча мониторинг қилишга ҳалақит беради (Holmsrom, Tirole, 1993). Кейинги йилларда чоп этилган бир қатор илмий ишларда мулкнинг ортиқча концентрацияланиши менежерлар ташаббусига ҳалақит берувчи ортиқча мониторингга олиб келиши қайд этилган. Менежерлар томонидан кўрсатиладиган ташаббус фирмага аксарият ҳолатларда зарар келтирмайди. Мазкур фирма учун ўзига хос бўлган инвестициялар киритишда улар

¹⁹⁶ Агентлик - назария тилида мулкни бошқаруудан ажратиб, у билан боғлиқ харажатларни пайдо бўлишига олиб келади. Улар эса фирма фаолияти самардорлигини сезиларли равишда пасайишига сабабчи бўлиши мумкин. Компания эгалари ва менежерларнинг манфаатлари бир-бирига мос келмаганда корпорация ресурслари акциядорлар даромадини максималлаштиришдан фарқи равишда бошқа мақсадларга йўналтирилиши мумкин. Натижада компания эгалари олдида бошқарувчилар ҳаракатлари устидан назорат олиб бориш муаммоси юзага келади.

томонидан курсатилган ташаббуслар фойда келтириши аён. (Burkrat, 1996). Демак, йирик ташқи мулкдорлар томонидан олиб борилаётган мониторинг устуворлиги билан сочилиб кетган мулк тузилмаси шароитида менежерларга маълум эркинлик беришдан олиннадиган фойда орасида баланс мавжудлигини қайд этиш лозим.

Менежерлар оппортунизмдан майда акциядорларни ҳимоя этишга қаратилган анъанавий ёндашув ҳозирги пайтда жуда тор деб ҳисобланади. Унинг камчиликлари равожланаётган ва ўтиш иқтисодиёти мавжуд бўлган мамлакатлар мисолида яққол кўриниб турибди. Бу ерда йирик акциядорлар корпоратив бошқарув майдонида асосий уйинчилар вазифасини бажаришади (Bergloet, von Thadden, 1999).

Кейинги вақтда корпоратив бошқаруви бўйича юзага келган тадқиқотларда мулкдорлар турига ёки «айнан ўхшашлиги»га катта эътибор берилмоқда. Бу ишларда мулкдорларнинг турли турлари учун менежерлар устидан назоратнинг мақсадли функциялари ва харажатлари бир хил эмаслиги қайд этилган. Демак, нафақат акциядорлар қўлидаги мавжуд капитал улуши, балки у ким бўлиши, яъни жисмоний шахс, ходим, менежер, молиявий институт ёки номолиявий ташкилот бўлишлиги ҳам аҳамиятга эга.

Мулкнинг турли хил типлари орасида *менежерлар қўлидаги мулк* катта эътиборга лойиқ бўлиб, у компания фаолиятига икки хил таъсир кўрсатиши мумкин. Шу билан бирга, мулкнинг бу тури бир томондан, менежерлар ва акциядорлар манфаатини яқинлаштиришга имкон берувчи воситадир. Раҳбариятга тегишли акционер капиталнинг олиши уларни максимал фойда олишга рағбатлантиради ва шу зайлда фирма фаолиятининг самарадорлигига ижобий таъсир этади (Jensen, mecling, 1976). Иккинчи томондан, фирма капиталида менежерлар улушини оширилиши уларнинг фаолияти салбий таъсир кўрсатишига олиб келиши ҳам мумкин. Яъни, агар менежерларнинг малакалари етарли бўлмаса ёки риск даражаси юқори бўлган фаолият турини танласалар, унда зарарлар фоиизи жуда баланд бўлади (Morck, 1988; Stulz, 1988). Менежерларга тегишли мулк улушининг корпорация фаолиятига таъсири кўп ҳолатларда юқорида санаб ўтилган икки омилнинг, яъни бир томондан, менежер ва мулкдорлар мақсадларининг бирибирига мос келиши ва иккинчи томондан «шаффофлик» муаммосига ҳамкорликдаги фаолият натижаси сифатида қаралади. Шундан келиб чиқиб, қайд этиш мумкинки, компания капиталида

менежерларнинг оптимал улушини маълум назариялар ёрдамида белгилашнинг иложи бўлмайди – уни эмпирик тадқиқотлар йўли ёрдамида излаш керак.

Ташқи акциядорлар мулкнинг компания фаолиятига бўлган таъсири улар томонидан менежерлар ҳаракати устидан ўрнатилган каттиқ назорат билан белгиланади. Ташқи инвесторлар қўлида акциядор капиталининг концентрацияланиши мазкур назоратни кучайтишга олиб келиниши қайд этилган. Бироқ бу боғлиқлик бевосита узлуксиз функция билан доимо таърифланмайди. Компания устидан назорат тақсимланишидан келиб чиқиб унга узлуксиз бўлмаган функция деб қараш мақсадга мувофиқ бўлар эди. Масалан, компания фаолиятини тулиқ назорат қилиш ҳукукини қўлга киритган йирик акциядор ва манфаатлари ҳар хил бўлган ёки йирик акциядор бўлганлар ўртасида, назоратнинг аниқ маркази мавжуд бўлмаган ҳолатлар қайд этилганда бошқарувнинг турли моделлари юзага келиши мумкин.

Акциядорларнинг айрим гуруҳлари онгли равишда акцияларнинг йирик пакетларига эга бўлишдан ўзини тиядилар. Молиявий институтлар, яъни банклар, суғурта компаниялари, инвестицион фондлар ва ҳ.к.лар бунга мисол бўла олади. Улар корпоратив активларига ўз инвестицияларининг ликвидлигининг ўрнига компания устидан жиддий назорат олиб боришни афзал кўради (Cofee, 1991). Бошқа компанияларнинг акциядорлари бўлган саноат корхоналари, одатда, корпоратив бошқарувида фаолроқ иштирок этади.

Корхона ишчилари қўлида бўлган мулк Фридман ва Рапачинскиларнинг фикрича (Fridman, Rapachinski, 1994), корпоратив бошқариш нуқтаи назаридан Ғарб иқтисодчилари томонидани ёмон ғоя деб талқин қилинган. Шу билан бирга, хусусий ёлланма ходимларга қарши айтилган гаплар билан бирга улар фойдасига келтирилган далиллар ҳам мавжуд. Масалан, Хансманн (Hansmann, 1990, p. 307)нинг таърифига кўра, барча тармоқ корхоналар менежерлари ҳаракатини мониторинг қилиш учун жуда қулай шароит мавжуд: «уларнинг аксарият даромади бевосита компаниядаги фаолиятига боғлиқдир. Улар ҳар куни корхона фаолиятидаги муаммоларга дуч келиши мумкин, иш фаолиятининг баъзи бир ўзига хос бўлган жиҳатлари билан танишадилар ва ҳамкорликда қарор қабул қилиш учун осон бирлашадилар». Бошқа бир жиҳатдан, Хансманннинг таъкидига

караганда, ҳамкор ҳаракатлар ва демак, назорат ходимларининг мақсадлари бир-бирига мос келмаганлиги сабабли, қийинлашади. Чунки улар турли ёшдаги гуруҳларга мансуб бўлиб, турли бўлинмаларда ишлайди ва фирма учун бир хил қадрга эга эмас (Hansmann, 1990).

Мониторингга таъсир ўтказиш ходимлар мулки билан боғлиқ бўлган корхона фаолияти самарадорлигига таъсир этишнинг бир кўринишидир. Масалан, ходимлар мулки компания томонидан жалб қилинадиган молиялаштиришга таъсир ўтказади. Бир қанча тадқиқотчиларнинг фикрларига караганда ходимларнинг хусусий мулки бўлган фирма ташқи манбалардан инвестицияларни жалб қилишда акционер-аутсайдерлар томонидан назорат қилинаётган фирмага караганда камроқ имкониятга эга бўлади. Асосий муаммо потенциал инвестор учун риск борлиги билан боғлиқдир. Улар томонидан тақдим этилган маблағлар капитал даражасини ошириш учун эмас, балки меҳнатга ҳақ тулаш учун сарфлаб юборилиши мумкин.

Ходимлар мулки мулкдорнинг вакили бўлмиш менежер ва ходимлар ўртасидаги мавжуд агентлик муаммоларини юмшатиши мумкин. Хусусий мулкка кўп ҳолатларда меҳнат ва капитал ўртасида классик шаклни қабул қилган муаммони ечиш усули деб қаралади.

Бироқ оппонентлар ходимларнинг мулклари, айниқса, йирик фирмаларда меҳнат ишлаб чиқариш қувватига таъсир этмайди деган фикр билдиришади. Ҳар бир ходим ўзининг қўшимча ҳаракатлари натижасида юзага келган даромаднинг фақат бир қисмини олади. Бошқа бир томондан, ходимлар мулкининг бевосита рағбатлантирувчи таъсири жуда паст бўлсада, компания фаолиятининг натижасидан мафаатдорлиги сабабли уларнинг биргаликдаги мониторинги ошиши мумкин.

Давлат мулки. Иқтисодчи олимлар доираларида мулкнинг бу шакли камроқ баҳс талабдир. Кейинги йигирма йил давомида давлат мулки самарасиз мулк деб танқид остига олинмоқда. Масалан, Де Алесси (De Alessi, 1980; De Alessi, 1982) давлат эгаллик қиладиган корхонани «сиёсий» фирма деб ҳисоблайди, жамият эса унинг жамоа мулкдори деган фикрни илгари суради. Бундай фирмаларнинг фарқли жиҳатлари шундан иборатки, алоҳида олинган фуқаро бевосита қолдиқ даромадга эга бўлиш ҳуқуқга эга эмас ва мулкка бўлган ҳуқуқларини бошқага беролмайди. Мулкка

бўлган ҳуқуқни маълум сатҳдаги давлат аппарати амалга оширади. Бундай аппарат компания самарадорлигини ошириш масаласида аниқ рағбатларга эга эмас. Викерс ва Ярроу (Vickers, Yarrow, 19680) керакли рағбатларнинг йўқлигини давлат мулкнинг катта камчилиги деб белгилайди. Бошқа бир концепциялар унинг самарасизлигини нарх ясаиш сиёсати (Shapiro, Willig, 1990), сиёсий аралашув (Shleifer, Vishny, 1994) ва давлат корхоналарида киши капитали билан боғлашади (Krueger, 1990).

Ғарбда хусусий мулк тузилмасининг компания фаолияти самарадорлигига таъсирига тегишли бир қатор эмпирик тадқиқотлар ўтказилган бўлиб, унинг аксарияти АҚШда олинган маълумотларга асосланган. Уларда, асосан, Берл ва Минз давридан қолган хусусий мулк ва назорат муаммоларига анъанавий ёндашув қўлланиб келинмоқда.

Демсец ва Лен (Demsetz, Lehn, 1985) даромадлилик ва мулкнинг концентрацияланиши ўртасидаги боғлиқликни аниқлаш учун макон маълумотларининг регрессион таҳлилини қўллашган эди. Бундай боғлиқлик бир неча кўрсаткичлар асосида ифода этилиб, беш ва йигирмата йирик акциядор томонидан назорат қилинадиган акциялар улуши, шунингдек Херфиндал индекси билан ўлчанди. Муаллифлар даромадлилик ва мулкнинг концентрацияланиши ўртасида статик аҳамиятга эга алоқа борлигини аниқлай олмадилар. Улар, агар, табиий танлаш жараёнида хусусий мулк тузилмаси пайдо бўлган бўлса, унда уларни оптималлиги ҳақидаги гипотезани мазкур натижа тасдиқлайди, дея тахмин қилишди.

Прауз (Prowse, 1992) Япониядан олинган маълумотларга нисбатан Демсец-Лен моделини қўллади. Олдинги муаллифлардек, у мулкнинг концентрацияланиши ва фирма фаолияти самарадорлиги ўртасида статистик аҳамиятга эга алоқа борлигини аниқлай олмади.

Морк ва б. лар (Morck, 1988) 371 Америка фирмалари учун маълумот танлаш мақсадида Тобиннинг Q (фирманинг бозор қиймати нисбати ва активларининг тиклаш қиймати нисбати) ва директорлар кенгаши аъзолари қўлидаги акциялар улушлари ўртасидаги алоқасини баҳолашган. Улар мулкнинг концентрацияланиши директорат улуши 5% дан ошмаган ҳолда Тобиннинг Q сига ижобий таъсир этишини, 5 дан -25% ўртасида салбий таъсир этишини ва шу интерваллар ташқарисида ижобий таъсир этишини аниқладилар. Тадқиқ этилаётган ўзгарувчини даромадлиликка

алмаштирилганда, боғлиқлик кузатилади. Бошқача қилиб айтганда, бундай натижалар менежерлик мулки билан боғлиқ бўлган икки таъсир, яъни манфаатлар яқинлашуви таъсири борлигидан далолат беради. Муаллифлар 0-5% оралиғида бўлган интервалда фаолият самарадорлиги менежерлар мулкига бевосита боғлиқ эканлигини яна бир бор тушунтиришга ҳаракат қилганлар. Уларнинг фикрича, бу ерда тескари сабаб-оқибат алоқа муҳим рол ўйнайди. Далилларига қараганда, муваффақиятли ишловчи фирмаларнинг менежерлари акциялар пакети кўринишида катта тўловлар (компенсациялар) олишади. Шу тарзда фаолият натижалари менежерлар мулкини белгилайди. Бу ерда тескари ҳолат ҳақида гапириш ноўриндир.

Макконнелл ва Серваес (McConell, Servaes, 1990) мулк тузилмаси ва фирма қиймати ўртасидаги алоқани тадқиқ этишди. Бу алоқа Тобиннинг Q си билан ўлчанади. Мулк тузилмаси курсаткичлари сифатида улар инсайдерлар (директорат)нинг қўлидаги акциялар улуши, институционал инвесторлар улуши ва директорат кенгашида иштирок этмаган йирик ташқи мулкдорлар улушини танлаб олишди. Муаллифлар Тобиннинг Q ва инсайдерлар мулки бўлган акциялар улуши ўртасида тескари U симон боғлиқлик мажудлигини қайд этишди. Бундан ташқари, улар Тобиннинг Q ва институционал инвесторларнинг акциядор капиталдаги улуши ўртасида бевосита алоқа борлигини аниқладилар.

Зекхаузер ва Паунд (Zeckhauser, Pound, 1990) гуруҳ мониторингидан манфаатдор шахс сифатида иштирок этувчи йирик акциядорларнинг ҳозир бўлиши специфик капитал сатҳи паст бўлган фирмалар (ИТТКИ га кетган харажатлар сотувдан олинган тушумга нисбатан паст бўлган фирмалар) фаолияти самарадорлигига ижобий таъсир қилишини қайд этишди. Акциядор капиталнинг 15% дан кўп қисмига эга бўлган мулкдорларнинг мавжуд бўлиши акция нархининг акцияга тўғри келадиган фойдага булган нисбатига ижобий таъсир этади. Бу эса қайд этилган фирма тоифалари учун бўлажак фойдаларнинг аномал ўсиши кутилишини билдиради.

Агравэл ва Кнөбер (Agrawal, Knoeber, 1996)лар назоратнинг муқобил механизмларини, яъни инсайдерлар, институционал инвесторлар ва компания бошқарувида иштирок этмаган йирик акциядорлар мулкларини; ҳолис директорларни лавозимга тайинланишини; заём маблағлар эвазига молиялаштиришни;

менежерлар меҳнати бозори ва корпоратив назорат бозорини таҳлил қилишди. Фирманинг акциядорлик капиталида инсайдерлар улушининг ошиши Тобиннинг Q билан ўлчанадиган унинг фаолият самарасига ижобий таъсир қилишини қайд этишди. Шунингдек, компания бошқарувида иштирок этмаган йирик акциядорлар ва институционал инвесторларнинг ҳозир бўлиши ташқи инвесторларнинг фаоллигини кучайтирувчи муқобил механизм бўлишligи муаллифлар томонидан қайд этилган.

Эдвардс ва Вайхенридер (Edwards, Weißenrieder, 1999) Германияда йирик мулкдорларнинг кичик акциядорлар аҳволига таъсир этишини таҳлил қилишган. Уларнинг тадқиқотлари йирик акциядорларнинг ҳозирлиги билан боғлиқ икки ижобий таъсир, яъни менежерларни жиддий мониторинг қилиш ва миноритар акциядорларни ишлатишга бўлган стимулларнинг пасайиши назоратга эга бўлиши натижасида олинадиган хусусий фойда билан боғлиқ салбий таъсирдан устун эканлигини кўрсатди.

Холдернес ва бошқалар Буюк депрессия давридан бошлаб мулк ва бошқарув эволюциясини тадқиқ этишди. Улар акциялари очик равишда бозорда айланадиган корпорацияларда 1935 йилдан 1995 йилга қадар менежерлар мулки ўрта ҳисобда 13% дан 22,5 гача ошганлигини қайд этишди. Бундай хулоса ҳатто Берл ва Минз гипотезаси илгари сурилган 30-йилларнинг ўрталарида ҳам мулкни назоратдан айриш мутлақ даражада бўлмаганлигини билдиради. Яна бир муҳим натижа шундан иборатки, 1935 йилга оид танланган материалларда менежерлар қўлидаги акциялар улуши 0%дан 55% гача ошганда компаниянинг самарадорлиги сезиларли равишда ошиб борган ва 5% дан 25% гача бўлган интервалда у камая бошлаган. 1995 йилларга оид танланган материалларда 0-5 % интервалдаги компания капиталидаги менежерлар улуши кўпайиши билан Тобиннинг Q си сезиларли даражада ошади.

Хусусий мулк тузилмасининг фирма фаолиятига таъсирига бағишланган тадқиқотларда маконга оид танлов материалларнинг регрессион таҳлили устувор ёндашув эканлигини қайд этиш лозим. Бу ерда даромадлилик ва Тобиннинг Q си тобе ўзгарувчан сифатида иштирок этган, шунингдек, мулк тузилмаси кўрсаткичлари регрессорлар вазифасини бажарган. Шулар билан бир қаторда бошқа методологик ёндашувлар ҳам мавжуд. Масалан, М. Врак (Wruck, 1988) фирма ўзи чиқарган янги акцияларни ёпиқ сотувга чиқариш ҳақида эълон қилган вақтдан бошлаб фирма кийматининг

узгаришини таҳлил қилган. Эмиссия қилинган акцияларни ёпиқ (қисман) жойлаштириш унинг очик сотилишидан фарқли равишда мулкнинг концентрациялашувини оширади. Муаллиф бу фирма қийматига ижобий таъсир этишини қайд қилган.

Ғарбда олиб борилаётган кўп сонли эмпирик тадқиқотлар мулк тузилмаси ва фирма фаолиятининг самарадорлиги ўртасидаги алоқа ҳақида аниқ жавоб бермаётгани кўриниб турибди. Қисман бу ҳолат ўзгарувчанликларни танлашдаги фарқланишлар билан изоҳланиши мумкин. Масалан, тобе ўзгарувчанликлар сифатида самарадорликни қўллаган аксарият ишларда мулк ва фирма фаолияти натижалари ўртасидаги муносабатлар кузатилмайди. Шу билан бирга Тобиннинг Q си асосланган ишларда мулкнинг концентрациялашувининг ижобий таъсирини ва менежерлар мулкнинг фирма фаолиятига икки хил таъсирини асослаб берувчи назария тасдиқланади.

Қайд этиш муҳимки, Ғарб олимлари ишларидаги статистик тадқиқотларда баъзи бир масалалар ўз аксини топмаган. Масалан, уларда ташқи инвестор ва ходимлар мулкларининг эмпирик таққосланишлари мавжуд эмас. Бу мулк турлари турли тармоқларда устуворлик қилади.

Ўтиш иқтисодиётидаги хусусий мулк ва корхоналар фаолиятининг натижалари ўртасидаги ўзаро боғлиқлик кўп сонли илмий тадқиқотларнинг объекти бўлиб қолди. Бу эса уларни иқтисодий сиёсатни такомиллаштириш ва корпоратив бошқарувга тегишли гипотезаларни текшириш учун пайдо бўлган имкониятлар билан боғлиқ. Фридман ва бошқаларнинг ((Fridman, 1997) кўрсатишича, хусусий мулк эволюциясининг дастлабки пайтида унинг турли хил шакларининг кўплиги ва турли хил бизнеслар учун самаралилигидан қатъий назар, тақсимланиши нисбатан кам самарадорли шакллари йўқ бўлиб кетгунга қадар бу шаклларнинг қиёсий устуворлигини ўрганишга имкон беради. Мазкур муаллифларнинг қайд этишича, эркин бозор шароитида (масалан, корпоратив назорат ва банкротлик процедуралар бозори) мулкдорлар родини бажарувчи талай механизмларнинг ўтиш иқтисодиётида мавжуд эмаслиги ёки ривожланмаганлиги мулкнинг ҳақиқий қийматини аниқлашга имкон беради. Мазкур параграф ўтиш иқтисодиёти материаллари асосида ўтказилган, шунингдек, мулк тузилмаси ва корхона фаолияти натижаларининг ўзаро

боғланишига бағишланган тадқиқотларнинг қисқача шарҳини камраб олади.

Су ва Ванг (Xu, Wang, 1997) фонд бозорида акциялари юқори котировкага эга бўлган Хитой компаниялари фаолияти самарадорлигига хусусий мулк тузилмасининг кўрсатган таъсирини тадқиқ қилишган. Улар хусусий мулкнинг концентрацияси билан самарадорлик ўртасидаги ижобий ва аҳамиятга эга бўлган ўзаро алоқани, корпоратив бошқарувида йирик институтчионал акциядорларнинг сезиларли родини, шунингдек, давлат мулкнинг самарасизлигини қайд этишган.

Фридман ва бошқалар (Fridman, 1997) хусусий акциядорлар мулкнинг фирма даромадига кўрсатган ижобий таъсирини, харажатларни реструктуризациялашни, бандлик кенгайишини ва ўтиш иқтисодиётида «маркетингизациялаш»нинг қаттиқ зарбасини енгиб ўтишини қайд қилишган. Шунингдек, муаллифлар эгалари турли хил хусусий мулкдорлар бўлган компаниялар фаолиятининг бир хил бўлмаган натижаларига ҳам эътибор қаратган. Уларнинг баъзи бир хулосалари менежерлар мулклари фирма фаолиятига таъсир кўрсатиш, шунингдек, хусусийлаштириш, фондлар ва хорижий инвесторларнинг роли ҳақидаги кенг тарқалган тасаввурлар билан мос келмайди.

1992 йилдан 1997 йилгача бўлган давр орасида фаолият кўрсатган 706 та чех фирмаларига оид маълумотларга асосланиб, Клэссенс ва Дьянков (Claessens, Djankov, 1999) кўпроқ концентрациялашган мулк самарадорлигининг ошишига ва меҳнат унумдорлигининг кўпайишига ёрдам беради. Мулк тури учун назорат ўзгарувчилар киритилганда ёки мулк концентрацияланишни эндогенликка мослаштирилганда, бу натижалар кам ўзгаради, дея таъкидлаганлар.

Россиядаги мулк ҳақидаги баҳс узоқ вақт давомида чўзилиб келса ҳам, бироқ бу соҳадаги эмпирик тадқиқотлар етарли эмас. Аксарият ишлар деярли эски маълумотларга асосланган. Улар ваучерли хусусийлаштириш даври билан боғлиқ. Бундан ташқари, мазкур ишлар хусусийлаштириш жараёнида юзага келган мулк тузилмасини таърифлашдан бошқа янги маълумот бермайди. Европа реконструкция ва тараққиёт банкининг *Transition Report* ида инсайдерлар устувор бўлган фирмаларнинг самарасизлиги ҳақида гапирилади. Тасдиқловчи маълумотлар сифатида ишончлилиги кам

эмпирик мисоллар келтирилади. Бу маълумотлар Россия ва Шаркий Европадаги хусусийлаштиришдан кейинги даврга тааллуқлидир.

Фридман ва бошқалар (Fridman, 1996) Россия иқтисодиётига «инсайдерлар устувор бўлган» иқтисодиёт деб таъриф бериб, менежерлар ва ходимлар ўртасидаги аниқ фарқларни кўрсатмаган.

Қимматли қоғозлар ва фонд бозори бўйича Федерал комиссия буюртмасига мувофиқ Блази (Blasi, 1996) томонидан тайёрланган тадқиқот эътиборлидир. Блазининг ҳисоботида қараганда Россия компанияларига асосан инсайдерлар эга бўлган. Шу билан бирга, катта бўлмагани акциялар пакети ишчиларга берилган. Муаллифнинг қайд этишича, ишчилар одатда, пассив акциядор бўлиб, корпоратив қарор қабул қилишда деярли иштирок этмаган. Тадқиқотда бир қатор компанияларда акциядорлик капитал улущининг катта қисми менежерлар қўлида бўлган ва у янада одиб боргани кўрсатилган. Ташқи акциядорлар улущи ваучерли хусусийлаштириш тугагандан сўнг оша бошлади ва 1995 йилга келиб, барқарорлашди.

Вилларнинг ((Wikker, 1997) иши бизни қизиқтирган муаммо билан боғлиқ бўлиб, Россиядаги 140 йirik акциядор компанияларга тааллуқли материалларга асосланади. Ишда йirik акциядорлар майда тарқоқ мулкдорларга қараганда менежментга катта босим ўтказиши мумкинлиги ўқтирилган. Бу ҳулосани йirik акциядорлар мавжуд бўлиши корхоналар ишини яхшилайти деган маънода тушунмоқ керак.

Эрл (Earle, 1998) 1994 йилда хусусийлаштиришнинг ваучерли босқичининг охирларида шаклланган мулк тузилмасининг корхона ишлари натижасига кўрсатилган таъсирини кўриб чиққан. Муаллиф иш унумдорлигини тобе ўзгарувчан сифатида ишлатади ва мулкнинг эндогенлигини текшириш учун регрессион таҳлил натижаларини тўғрилаш мақсадида икки кадамли методнинг инструментал ўзгарувчанларини қўллайди. Тадқиқотда мулкнинг ташқи инвесторлар ва менежерлар қўлида концентрацияланиши фирманинг унумдорлигига ижобий таъсир этиши аниқланган.

Россия, Белоруссия ва Украинада ўтказилган корхоналар бўйича сўровлар асосида Бак ва бошқалар (Buck, 1999) ходимларнинг мулклари корхона фаолиятига ижобий таъсир этишини аниқлашган. Тадқиқотлар натижалари шуни кўрсатмоқдаки, инқироз шароитида ташқи акциядорлари бор бўлган компаниялар

одатда, активлар реструктуризациялашнинг фаолроқ стратегияларини қўллашади.

Браун ва Эрл (Brwn, Earle, 2000) 1993-1998 йилларда фаолият кўрсатган корхоналар бўйича маълумотлар тўплаган. Бу корхоналарда 1993 йилда Россия саноатида банд бўлганларнинг 82 % ишлаган. Муаллифлар шунини қайд этишганки, фаолият кўрсаткичлари нуқтаи назаридан муниципал мулк шаклидаги корхоналар энг яхши натижаларга эришган, улардан кейин самарадорлик жиҳатидан аралаш мулк (давлат ва хусусий), регионал, федерал мулк, қўшма корхоналар ва тўлиқ хусусий корхоналар ажралиб туради. Хусусий корхоналар орасида инсайдерлар улуши кўп бўлган компаниялар, шунингдек, чек аукционларда акциялари сотиладиган компаниялар паст кўрсаткичларга эга бўлган. Шў билан бирга холдингларга тегишли бўлган акциялар пакетига, шунингдек, хорижий инвесторлар улушига ва «олтин акциялар»га эга бўлган корхоналар юқорироқ кўрсаткичларга эришган эди.

Капелюшников ишида (2000) корхоналарни Россия иктисодий барометри томонидан 1995, 1997 ва 1999 йилларда ўтказилган уч марта текширувлари ўз якунини топган. Муаллиф мулк концентрацияси ва корхоналар фаолияти ўртасидаги чизиксиз боғлиқлик мавжуд эканлигини қайд этди: энг яхши кўрсаткичлари бор фирмалар йирик акциядорлар қўлида мавжуд бўлган акциялар улуши билан ўлчанаётган мулкнинг ўртача концентрацияланиши билан таърифланади. Муаллиф мулкнинг концентрацияланишининг роли таҳлил қилинаётганда йирик акциядорларнинг «айнан ўхшашлиги»ни ҳисобга олиш кераклигини қайд этади. Унинг ишида акционер капитали юқори даражада концентрациялашган фирмаларда фаолият натижалари кўрсаткичлари ёмон бўлганлиги акс эттирилган. Бундай компанияларда йирик мулдорлар сифатида ташқи номолиявий акциядорлар (асосан, корхона менежерлари билан аффиллашган хусусий шахслар) ёки давлат иштирок этади. Муаллифнинг фикрича, номолиявий аутсайдерларнинг асосий функцияси фирмани (яъни унинг менежерларини) ташқи молиявий акциядорларнинг кириб келишидан ҳимоя қилишдир.

Ўзбекистонда компаниялар фаолияти натижалари аксарият ҳолатда мулкнинг концентрацияланишига боғлиқ ва концентрацияланиш ортганда уларни яхшиланишини кўриш мумкин. Бунда мулкнинг турли шакллари ёки акциядорларнинг турланишини компаниялар фаолиятига кўрсатаётган таъсирини ўрганиш асосида

корхоналар фаолияти самарадорлигига инсайдерлар (меҳнат жамоалари ва менежерлар)нинг мулклари салбий таъсир қилишини, турли гуруҳ аутсайдерлари (ташқи инвесторлар)нинг мулклари ижобий таъсир этишини қайд этиш лозим.

Шундай қилиб, айтиш мумкинки, бозор иктисодиётига ўтиш жараёнида компанияларнинг фаолияти самарадорлиги ва акцияларнинг даромадлилиги унинг ҳуқуқий мақомига боғлиқ эмас. Акцияларнинг даромадлилиги кўрсаткичларини оширишга унинг мулкий тузилмасини оптимал нуктасини топиш орқали эришиш мумкин. Ушбу жараёнда нафақат компаниянинг молиявий кўрсаткичлари, у томонидан ишлаб чиқарилаётган маҳсулот сифатигина эмас, балки унинг натижалари менежмент тизими ва акциядорлар ўртасидаги муносабатларга таъсир кўрсатади.

Бунда таъкидлаш жоизки, компаниянинг капитал тузилмасидан қатъий назар, унинг менежменти томонидан қабул қилинаётган қарорлар ижобий натижаларга олиб келишини ва оқибатда улар моддий манфаатдорликка эга эканликларини билсалар, молиявий маблағлардан самарали фойдаланишга интиладилар. Акс ҳолда эса, улар компаниянинг харажатларини тартибсиз равишда ошириш натижасида унинг молиявий кўрсаткичларига салбий таъсир кўрсатадилар. Сўнгги йилларда компания капиталининг хусусийлаштирилганлиги ва унинг менежменти фаолиятида бевосита акциядорларнинг катнашуви, самарадорлик ва даромадлилик кўрсаткичларини яхшиланишга сабаб бўлмоқда.

2.9. Хорижий банкларнинг молия ивжиининг асосида ривожланиш тенденциялари ва муаммолари¹⁹⁷

Доймий равишда инновацион маҳсулотлар яратиш ҳозирги даврда банклар фаолиятини муваффақиятли юритишнинг зарурий шартига айланди. Бу эса, қуйидаги сабаблар билан изоҳланади:

Биринчидан, банкларнинг мижозлар билан муносабати ҳамкорлик принципларига асосланган. Бу эса, ўз навбатида, банкларни нафақат мижозларнинг капиталини сақлаш, балки уни кўпайтиришга ундайди. Мижозларнинг капиталини кўпайтириш эса, уларга банклар томонидан янги хизмат турларини таклиф қилиш орқали амалга оширилади.

¹⁹⁷ Ш. Давронов иштирокида ёзилган.

Иккинчидан, бозор муносабатлари шароитида банклар ўртасида кучли рақобат мавжуд бўлади. Бундай кучли рақобат шароитида банклар бозордаги мавқеини йўқотиб қўймаслик мақсадида ўз фаолиятига инновацияларни жорий қилишга мажбур бўлади.

Учинчидан, баҳоси юқори бўлган банк технологияларининг ривожланиши инновацион маҳсулотларни банклар томонидан яратилишига сабаб бўлмоқда.

Иқтисодий адабиётда банкларнинг янги хизматлари йиғиндиси банк инновацияси сифатида талқин этилади. Банк инновацияси тижорат банкига қўшимча даромад келтириш билан бирга, миқдорларнинг оладиган даромадлари миқдорининг ошишига олиб келади.

Ўз вақтида қайтмаган кредитлари ёки ҳўжалик юритувчи субъектларнинг банкротлик ҳолати эълон қилинганлиги боис пайдо бўлган кредиторлик қарзлари эвазига банк балансига қабул қилинган мол-мулклар билан банкларнинг ишлашлари, улар учун инновацион тизимни ташкил этишни ва молия инжиниринги схемаларининг алоҳида ёндашувини талаб қилади. Мазкур амалиёт, 1980-йилларда бошланган бўлиб, банкларининг муаммоли активларидан ҳалос бўлиш мақсадида бридж-банкларни¹⁹⁸, муаммоли активлар билан ишлайдиган бошқарувчи компаниялар ташкил этишлари билан боғлиқ инновацион жараёни ўз ичига олади.

Кўпгина мамлакатлар оғир кечган глобал молиявий инқирознинг салбий оқибатлари эвазига ҳорижий банкларда фаолият кўрсатишни тўхтатган ва банкрот бўлган банкларнинг активлари билан ишлашга ёндашувлари муҳим аҳамият касб этади. Ушбу механизмнинг чет эл тажрибаси шуни кўрсатмоқдаки, кредитни ўз вақтида қайтармаган қарздорларнинг мол-мулклари банклар ҳисобига ўтиб кетиши ва банклар томонидан ушбу активларни самарали бошқаришга жиддий эътибор қаратилгани кузатилмоқда. Ушбу активларни бир вақтнинг ўзида кенг тарзда молия бозорларда сотилиши уларнинг нархларини пасайишига ва ўз навбатида ушбу жараён салбий макроиқтисодий таъсирларни вужудга келтириши мумкин.

¹⁹⁸ Бридж-банк - бу инқирозга юз тутган йирик банкнинг вориси сифатида ташкил этиладиган банк. Бридж-банк молиявий инқироз оқибатларини бартараф этиш мақсадида йирик банк томонидан кичик банкнинг лицензияси сотиб олинган ҳолда банкнинг фаол активлари ва миқдорлари мазкур банкга ўтказилади.

Жаҳон амалиётида шуни кузатиш мумкинки, кўпгина мамлакатларда банкларнинг тизимли инкироздан чиқаришга қаратилган чора-тадбирларни ишлаб чиқаришда марказлашган ва марказлашмаган ҳолда банкларнинг муаммоли активларини бошқарувчи компаниялар тузиш кўзда тутилганини гувоҳи бўлиш мумкин (11-илова). Марказлашмаган ҳолда ташкил этиладиган бошқарувчи компаниялар банклар таркибида ёки улардан алоҳида тузилган ҳолда фаолият юритади. Шуни қайд этиш лозимки, тизимли инкироз даврида банклар томонидан активларини кенг тарзда сотилиши мамлакат молия бозорини оғир аҳволга келтирган ҳолда МКТга салбий таъсир қилиши мумкин. Буларни инобатга олган ҳолда, кўпгина мамлакатларда марказлашган бошқарувчи компаниялар тузишга кўпроқ аҳамият қаратадилар. Бунда, банкларнинг муаммоли кредитлари ҳукуматнинг ёки бошқарувчи компанияларнинг қарз мажбуриятлари ва акцияларига айрбошланади.

Сўнгги йилларда кўпгина мамлакатларда кўпроқ марказлашган компанияларни ташкил этиш бўйича фаол ишлар олиб борилмоқда. Шу билан бирга, қатор йирик ривожланган, жумладан Швейцария, Япония каби мамлакатларда бошқарувчи компанияларнинг иккала турини ҳам ташкил этган ҳолда банкларнинг муаммоли активлари бошқарилмоқда¹⁹⁹. Жаҳон тажрибаси шуни кўрсатмоқдаки, муаммоли банкларни реструктуризация юқини енгиллаштириш мақсадида, ҳукумат банкларнинг муаммоли активларини қисман ёки тўлиқ сотиб олмақда. Бу турдаги амалиётлар асосан давлатнинг марказий банки, депозитларни сугурталаш компаниялари ёки агентликлари томонидан амалга оширилиши мумкин бўлиб, ушбу чоралар дастури банкларнинг капитализациясини оширишга қаратилган бўлади.²⁰⁰

Тижорат банкларнинг қарздорлигини сотиб олган ҳукумат активлар сифатининг салбий ўзгариши амалга ошмасдан ва давлат бюджети юқини камайтириш мақсадида тезда ушбу активлар реализацияси билан боғлиқ чораларни кўриши лозим.

Банкларо бозорда мавжуд бўлган маҳсулотни такомиллашган шакли ҳам инновацион маҳсулот ҳисобланади. Масалан, 1752 йилда чеклар пайдо бўлди. Аммо бу даврда банкларнинг ордерли чеклари мавжуд эмас эди. Дастлабки чекларни индосса-

¹⁹⁹ Новиков В.М. Банковские системы: опыт реструктурирования кредитных организаций в странах Западной Европы и Америки/Информационно-аналитические материалы ЦБ РФ, выпуск 4(24) 2000 - М.:ЦБРФ, -С. 100.

²⁰⁰ Николсон СМ. Латиноамериканский опыт финансовой стабилизации //Деньги и кредит. -2001,- №6. - С.43.

мент орқали учинчи шахсга узатиш мумкин эмас эди. Аммо вақт ўтиши билан банклар томонидан ёзиладиган ва учинчи шахсларга узатиш мумкин бўлган ордерли чеклар пайдо бўлди. Ордерли чеклар нафақат тўлов инструменти вазифасини бажаради, балки пулнинг тўлов воситаси функциясини ҳам бажара олади. Бу эса, ўз навбатида, компаниялар ўртасидаги дебитор-кредитор қарздорликни қисқартириш имконини беради. Демак, банкларнинг ордерли чекларини ўша давр учун инновацион маҳсулот деб ҳисоблаш мумкин.

Бугунги кунда хориж банклари билан бир қаторда Россия банклари ҳамда инвестиция компаниялари молия инжиниринги тизимига кирувчи структурлашган маҳсулотларни муомалага чиқариш ва уларни реализациясини ташкил этиш орқали инвесторларнинг пул маблағларини банк айланмасига жалб қилиниши таъминланмоқда. Жаҳон молия бозорларида кундан-кунга банклар ва инвестиция компаниялари томонидан муомалага киритилаётган инновацион маҳсулотлар уларнинг ўзаро рақобатда эканлигидан далолат беради (йирик банклар томонидан чиқарган инновацион маҳсулотлар намуналари 12-иловада келтирилган).

Кўйида ушбу банклар ва инвестицион компаниялар томонидан чиқарилган баъзи бир маҳсулотларни таҳлилий тавсифлаб чиқамиз.

BNP Paribas 10/12 Euro 2011. Мазкур молия инжиниринги маҳсулоти Франциянинг ва Европанинг йирик банкларидан бири BNP Paribas томонидан муомалага чиқарилган. Маҳсулотнинг амал қилиш муддати – 2005 йилнинг 19 декабрдан 2011 йил 1 октябргача. Маҳсулотнинг ташқи кўриниши – фонд. Маҳсулот DJ Eurostoxx 50 индексига боғлиқ. Банкнинг мутахассисларининг кузатишига биноан DJ Eurostoxx 50 индекси охириги бир неча йилларнинг август ва сентябр ойлари мобайнида йилнинг бошқа ойларига нисбатан пасайиши кузатилган. Ушбу ҳолат маҳсулот амал қилиш жараёнида кўзда тутилган.

Маҳсулотнинг бошланғич жараёнида инвестор томонидан маълум бир омонат маблағлари жамғарма қилинади. Маҳсулот муддатининг 5,75 йилидан сўнг инвестор ўзининг 100% жамғармасини кафолатли шартлар асосида ва кўйидаги ҳисобда ҳисобланган фоиз даромадларини олади. Ҳар йили DJ Eurostoxx 50 индексининг август ва сентябр ойлари ўзгаришидан ташқари индекс даромадлари ҳисобланади ва маҳсулот муддати тугаганда

инвестор индекснинг маҳсулот умумий амалдаги йиллари бўйича ўртача даромадлигининг 60% олади.

Мазкур маҳсулотни элементар молиявий инструментларга бўлиш мумкин эмас. Бошқача қилиб айтганда, қуйидаги маҳсулотни ўзида ифодаловчи анъанавий ва диверсификатив инструментлардан ташкил этилган маҳсул ҳосил қилиш имконияти мавжуд эмас. Аммо ушбу маҳсулотни бир неча пул оқимларига бўлиш мумкин, яъни маҳсулотнинг бошланғич жараёнида инвестор томонидан банкга аниқ миқдордаги пул жамғармасининг кириб келиши ва маҳсулот муддати тугагандан сўнг юқорида қайд этилган индексга боғлиқ бўлган ўзгарувчан миқдорда пул маблағларининг чиқиб кетиши билан ифодалаш мумкин.

Credit Mutuel Action Plus 2011. Ушбу маҳсулот Франциянинг Credit Mutuel банки томонидан 6 йил муддат билан чиқарилган ва мазкур маҳсулот ҳам DJ Eurostoxx 50 индексига боғлиқ. Маҳсулот 2005 йилнинг 22 декабридан 2011 йилнинг 17 ноябригача амал қилиш муддатига эга.

Бошланғич жараёнда инвестор томонидан аниқ миқдордаги пул маблағлари жамғарма қилинади. Маҳсулот муддати тугаганда инвестор маҳсулотга жамғарма қилган суммани тўлиқ кафолатли қайтариб олиши билан бирга, қуйидаги шартлар асосида ўз фойдасига эга бўлиши мумкин. Маҳсулот сўндириш муддатининг охириги йилида DJ Eurostoxx 50 индекси ўзининг бошланғич кўрсаткичидан 50%гача пасаймаса, инвестор маҳсулот сўндириш кунда мазкур индекснинг 110% миқдорида даромадга эга бўлади.

Агар маҳсулот сўндириш муддатининг охириги йили мобайнида индекс юқорида қайд этилган кўрсаткичдан пасайиб, маҳсулот сўндириш муддатида ўзининг бошланғич кўрсаткичидан юқори бўладиган бўлса инвестор даромадга эга бўлмайди.

Шу билан бирга, маҳсулот сўндириш муддатининг охириги йили мобайнида индекс юқоридаги кўрсаткичгача пасайса ҳамда маҳсулот сўндириш кунда ўзининг дастлабки кўрсаткичига эга бўлмаса, инвестор DJ Eurostoxx 50 индексининг ҳар бир пасайган кўрсаткичига 1% миқдоридаги асосий суммадан жарима тўловини тўлайди.

Ушбу маҳсулот бир неча алоҳида молиявий инструментларга бўлиш мумкин.

Инвестор қуйидаги инструментлар структурасини ташкил этса юқоридаги натижага эришиши мумкин.

- Маҳсулотнинг дастлабки кунда номинал қийматига эга бўлган, купонсиз облигация
- Маҳсулотнинг дастлабки кунда DJ Eurostoxx 50 индексига тенг форвард
- DJ Eurostoxx 50 индексига тенг ҳамда қатнашиш коэффициентини 10% опцион колл

Dexia Funding Nederland's Target 15-II. Мазкур маҳсулот Белгиянинг Dexia Bank томонидан 2006 йилнинг 5 апрел куни чиқарилган бўлиб, маҳсулотнинг муомала муддати 2016 йилнинг 5 апрелгача. Маҳсулот Euriborнинг 12 ойлик фоиз ставкасига боғлиқ бўлиб, инвесторга маҳсулот дастлабки омонат суммасини 100% миқдорда қайтарилишини кафолатлайди.

Маҳсулот биринчи йили учун инвесторга қатъий белгиланган 6,25% миқдорида даромад туланади. Маҳсулот қолган йиллари учун қуйидагича аниқланади. Маҳсулот купон нархининг охириги кўрсаткичига баъзи бир миқдордаги кўрсаткич қўшилган ҳолда йиллик Euribor кўрсаткичи чегириб ташланади. Агар натижада манфий купон кўрсаткичи аниқланса, инвестор даромад олмайди.

Юқорида қайд этилган қўшиладиган кўрсаткич дастлабки йилларда 1,5%га тенг бўлиб, ҳар йили 0,25%га ортиб боради. Агар маҳсулот бўйича туланадиган купон кўрсаткичлари 15% га етган тақдирда, маҳсулот муддатидан олдин сўндирилади. Агар маҳсулот сўндириш муддатининг охириги йилида жами купонлар кўрсаткичи 15%га этмаса, маҳсулотга сўнгги туланадиган купон кўрсаткичи умумий миқдорда 15% ни ташкил этишини ташкил этувчи купон кўрсаткичи белгиланади.

Ушбу маҳсулот Euribor кўрсаткичига боғлиқ бўлиб, индекс қанча пасайса маҳсулот бўйича купон туловлар шунча кўп миқдорни ташкил этади. Маҳсулот моҳиятан Euribor фоиз ставкаларини пасайишини кутаётган инвесторларга мулжалланган. Инвестор учун маҳсулот умумий купон миқдори муддатидан олдин 15% ташкил этиши ва муддатидан олдин сўндирилиги аҳамиятли ҳисобланади, чунки унинг инвестицияларининг соф даромади қиймати юқорироқ бўлади.

Rohstoff 8% ZinsJager Memory 2. Ушбу маҳсулотнинг амал қилиш муддати 6 йил бўлиб, у бир неча товарлар, яъни мис, олтин, кумуш, нефт, никел ва рух каби товарлар йиғиндисидан иборат саватга боғлиқ. Маҳсулот муомала муддати мобайнида купон

тўловлари тўланиб, сўндириш вақтида инвесторга кафолатли тарзда дастлабки омонат 100% миқдорида қайтарилади.

Мазкур маҳсулот бўйича йиллик купон қуйидаги тарзда ҳисобланади. Агар юқорида қайд этилган товарлардан бирор биринияг купон ҳисоблаш даврида, маҳсулот чиқариш давридаги баҳосидан 40%гача пасаймаса, маҳсулот бўйича купон тўлови 8% миқдорида тўланади. Акс ҳолда купон тўлови тўланмайди.

Аммо, купон тўловлари бир неча йиллар мобайнида тўланмаганидан сўнг, муаяян тўланиш даврида активлар баҳоси 40% миқдоридан ортган тақдирда, илгари тўланмаган давр учун ҳам тўловлари қайта тўланади.

Defined Returns Plan, Issue N8 (3yr). Ушбу маҳсулот 3 йиллик муддатга эга бўлиб, FTSE 100 фонд индексига базавий боғлиқ. Маҳсулот сўндириш муддатида инвестор ўзининг дастлабки тўловини тўлиқ қайтариб олиш ҳуқуқига эга бўлиб, агар юқорида қайд этилган индекс кўрсаткичи маҳсулот чиқарилган санадаги кўрсаткичдан юқори бўлса 18% даромадга ҳам эга бўлади. Лекин, индекс кўрсаткичи пасайса инвестор маҳсулот бўйича даромадга эга бўлмайди, аммо дастлабки омонат суммасини тўлиқ қайтариб олади.

Equity Protection with Cap Certificate. Ушбу маҳсулот тахминан 4,5 йил муомала муддатида эга бўлиб, S&P/MIB фонд индексига боғлиқ.

Мазкур маҳсулот бўйича даврий купон тўловлари тўланмайди. Маҳсулот сўндириш муддати келганда инвестор дастлабки тўлов суммасини тўлиқ қайтариб олгани билан бирга, қўшимча тарзда индекс ижобий кўрсаткичига мос равишда даромадга ҳам эга бўлади. Шу билан бирга маҳсулот бўйича қўшимча даромад олишнинг юқори чегараси 45% қилиб белгиланган. Бунда индекс кўрсаткичи 45% юқори бўлган тақдирда, маҳсулот бўйича қўшимча даромад тўланмайди.

Practis 04.09. Ушбу структурлашган маҳсулот 4 фонд индексини (DJ Eurostoxx50, FTSE100, SMI и Nikkei225) ўз ичига олади. Маҳсулотнинг амал қилиш муддати тахминан 2 йилдан иборат. Маҳсулот сўндириш муддатида инвестор дастлабки тўловнинг 95% миқдорида қайтариб олиши билан бирга, қуйидагича ҳисобланган қўшимча даромадга ҳам эга бўлиши мумкин. Маҳсулот бўйича қўшимча даромад олиниши қуйидаги 2 кўрсаткич асосида ҳисобланади.

1) Ҳар ярим йилда маҳсулот муомалага чиқарилган кундан бошлаб, индекслар саватининг даромадлилиги ҳисоби олинади. Агар даромадлилик манфий бўлган тақдирда, инвесторнинг даромади 0%га тенг бўлади. Кейинчалик, яъни маҳсулотни сундириш даврида ушбу модефицирлашган даромадларнинг ўртача арифметиги ҳисобланади.

2) Ярим йил давомида, индекслар саватига кирувчи индексларнинг бирор бири маҳсулот муомалага чиқарилган кундаги курсаткича нисбатдан пасаймаса, унга нисбатдан 4,25% кўринишидаги даромад туланиши кўзда тутилади. Агар индекслар нисбати пасайса, у ҳолда 0% туланиши кўзда тутилади. Маҳсулот сундириш вақти келганда ушбу даромадлар йиғиндиси ҳисобланади. Ижобий ҳолатда инвесторнинг даромадлилиги $4,25 \times 4 = 17\%$ га тенг бўлади.

KBC Participation Booster Plus Netherlands 6. Мазкур маҳсулот АЕХ фонд индексига боғлиқ бўлиб, 3 йил муддатга муомалага чиқарилган. Маҳсулот муддати тугаганда инвесторга 100% инвестиция қилинган маблағлари қайтарилади. Агар индекс курсаткичи ўсган тақдирда, инвестор ўсган индекснинг 150% миқдоридаги даромадга эга бўлиб, пасайган тақдирда кузатилган пасайишга пропорционал равишда зарар кутилади.

Ушбу структурлашган маҳсулот инвесторга инвестиция қилинган сумманинг тулиқ қайтиши кафолатланмаслиги билан бошқа маҳсулотлардан фарқ қилади, яъни инвестор ўзининг сармоясини йўқотиш risksига ҳам эга.

Бугунги кунда Россия инновация бозори эндигина ривожланиш бўсағасида бўлиб, инвесторлар учун қуйидаги турдаги маҳсулотларни таклиф этмоқда.

ОФБУ «Гарант» Юниаструм банк ва Fusionнинг структурлашган маҳсулотлари. Амалда Юниаструм банки Fusion сериясидаги структурлашган маҳсулотлар сериясини муомалага чиқаришга эришди. Ушбу маҳсулотлар энг содда структурлашган маҳсулотлардан иборат бўлиб, маҳсулот бўйича даромад олиниши унинг асосини ташкил этувчи ўзгарувчи базис негизида аниқланади. Банкнинг мазкур маҳсулотлар бўйича даромади унинг ўзгармас маржаси асосида белгиланиб, ҳар бир муайян инвестор учун алоҳида белгиланади. Маҳсулотлар бўйича асос сифатида S&P 500 фонд индекси, нефтга фьючерс нархи, евро курсининг доллар

курсига нисбати, Газпром, Лукойл акциялари курслари ва бошқа ўзгарувчи курсаткичлар база сифатида қабул қилинади.

Бундан ташқари, Юниаструм банки «Гарант» сериясидаги структурлашган фонд маҳсулотларини чиқаришган. Иқтисодий нуқтаи назардан ушбу маҳсулотлар Fusion маҳсулоти каби инвесторларга тўлиқ дастлабки сармоя суммасини қайтарилишини кафолатлайди. Маҳсулот буйича даромад портфел таркибидаги чет эл ва Россиянинг нуфузли компаниялари қимматли қўғозларини фойзли ўсиши ҳисобидан тўлаб берилади. Ушбу фонд ягона чакана молиявий маҳсулот ҳисобланиб, унинг аъзолиги инвесторлар учун катта маблағга эга бўлишини талаб қилмайди.

Deutsche Bankнинг структурлашган маҳсулотлари. Ушбу банкнинг структурлашган маҳсулотлари асосан йирик инвесторларга мўлжалланган бўлиб, банкнинг Лондондаги бўлими орқали асосан бошқа банкларнинг мижозларига сотилади.

Хулоса қилиб айтганда:

— банклар томонидан инновацион маҳсулотлар яратиш устида доимий тарзда изланишлар олиб боришнинг зарурлиги қуйидаги сабаблар билан изоҳланади:

а) банкларнинг мижозлар билан муносабатини ҳамкорлик принципларига асосланганлиги натижасида банклар нафақат мижозларнинг капиталини сақлаш, балки уни қўпайтиришга ҳаракат қилади. Мижозларнинг капиталини қўпайтириш эса, уларга банклар томонидан янги хизмат турларини таклиф қилиш орқали амалга оширилади;

б) бозор муносабатлари шароитида банклар ўртасида кучли рақобат мавжуд бўлган шароитда банклар бозордаги мавқеини йўқотиб қўймаслик мақсадида ўз фаолиятига инновацияларни жорий қилишга мажбур бўлади;

в) баҳоси юқори бўлган банк технологияларининг ривожланиши инновацион маҳсулотларни банклар томонидан яратилишига сабаб бўлмоқда;

— иқтисодий адабиётда янги банк хизматларининг йиғиндисини банк инновацияси сифатида талқин этилади ва банк инновацияси тижорат банкига қўшимча даромад келтириш билан бирга, мижозларнинг оладиган даромадлари миқдорининг ошишига олиб келади;

— банк инновациясига хос бўлган хусусиятлар қуйидагилардан иборатдир;

- а) янгилиги;
- б) бозор талабларини қондириши;
- в) даромадлилиги.

– халқаро банк амалиётида банк инновацияларининг турлари сифатида қуйидагилар тан олинади:

- а) янги сегментлардаги банк маҳсулотлари;
- б) пул-молия бозорининг янги соҳаларидаги инновациялар;
- в) нақд пул маблағларини бошқариш ва янги информацион технологиялардан фойдаланиш;
- г) активлар ва пассивларни самарали бошқариш ва операциялар харажатларни камайтиришга қаратилган хизматлар;
- д) сузувчи ставкаларга эга бўлган инструментлар, своплар.

Банк молия инжиниринги бўйича юқорида келтирилганлар асосида айтиш мумкинки, банкларнинг янги хизматлари ва маҳсулотлари йиғиндиси банк инновацияси сифатида талқин этилади. Банк инновациялари тижорат банкига қўшимча даромад келтириш билан бирга, миқдорларнинг оладиган даромадлари миқдорининг ошишига олиб келади.

Банк амалиётининг шаклланиши давомида банк хизматлари бозорида борган сари иқтисодий ва молиявий муносабатларнинг ривожланиб ва такомиллашиб бориши жарёнининг ҳар бир муайян даврида янгидан янги банк маҳсулотлари – кредит, депозит, ритейл, операция техника, банк қимматли қоғозлари, инвестицион портфел, банк менежменти ва маркетинги, банкнинг электрон маҳсулотлари (кредит, дебет, смарт ва ҳ.к. карточкалар), банк хизматлари ва сиёсатининг шакллари ва турларини яратилиши ёки такомиллаштирилиб борилиши ва бунда уларнинг ҳар бирига мос келувчи янги усуллар, тамойил ва моделлар, дастак ва йўсинлар, инструментлар, технология ва схемалар, механизмлар ва ҳ.к. воситалар – пайдо бўлиб борган. Буларнинг барчаси ва банк соҳаси молия инженериясининг ўзига хос терминологик аппарати ва методологиясини ҳамда унинг бир талай тарафдорлари гуруҳини шаклланишига олиб келди.

Ушбу амалиётнинг инновацион маҳсулотлари XX-аср давомида жаҳон банклари бозорининг ҳажми ва рақобатининг кескин ошишига, информацион-коммуникацион технологияларни кенг жорий қилинишига, капиталларнинг глобал оқимининг кучайишига, банк рискларининг диверсификацияланишига, банк синдикатлари, банк холдинглари ва банк-саноат гуруҳлари,

молиявий глобаллашув жараёларининг кескин ривожлантирилишига олиб келди. Бундай ижобий тенденциялар билан бирга банк бозорларида бир қатор салбий ҳолатлар ҳам вужудга келди, масалан, хаддан ташқари спекулятив операциялар, миждозлар учун курашнинг қўпол йўллари, кредит «қўпиги» ва «пирамида»лар, бошқа банкларни ютиб юбориш ва сунъий банкротликка дучор қилишлар, натижада молиявий инқирозлар ва уларнинг салмоғи қўпайди, беқарорликлар ва глобал риск кучайди.

Бунда инвестицияларнинг самарадорлигига таъсир этувчи асосий омиллардан бири сифатида инфляция омили кўрсатилиб қўйилган. Ҳулоса қилинади: қилинган инвестициянинг даромадлилик даражаси инфляция даражасидан юқори бўлмаса, объектнинг инвестицион жалбдорлиги пасаяди. Фикримизча, инфляция омили инвестицияларнинг самарадорлигига таъсир кўрсатувчи муҳим омил ҳисобланади. Аммо мазкур олимлар девальвация омилини эътибордан четда қолдиришган.

Ҳулоса тарзида айтиш мумкинки, банк молия инжиниринги амалиёти ва унинг маҳсулотлари ўзига хос хусусиятларга, камчилик ва ижобий тарафларга эга эканлиги, уларни Ўзбекистон шароитида тараққиётнинг «Ўзбек модели»га мос давлатнинг ижтимоий-иқтисодий сиёсатига мақбул бўлган мамлакат банк хизматлари бозори учун тизимли молия инжиниринги асосида қўллаш тақозо этади. Чунки уларни мамлакатдаги мавжуд фундаментал омилларни тўлиқ ҳисобга олмасдан тўғридан-тўғри қўллаш глобал инқирозлар гирдобига тўлиқлигича тортиб кетиш ва ўта ривожланган мамлакатлар банк хизматлари бозорларига қарамлик ҳолати эҳтимолини кучайтиради.

2.10. Инвестиция муҳитининг назарий-методологик асослари, ҳудудий хусусиятлари ва инвестицион-инновацион ривожланишдаги аҳамияти²⁰¹

2.10.1. Инвестиция муҳити: мазмун-моҳияти, таркиби, минтақавий хусусиятлари.

²⁰¹ С.Сайдалов «Ишқироқда ёзилган».

Жаҳон глобаллашуви²⁰² шароитида тараққиётнинг «Ўзбек модели»²⁰³ асосида давлат томонидан самарали ва изчил амалга оширилаётган прогрессив макроиқтисодий, жумладан, фаол инвестиция, сиёсати доирасида яратилган мамлакат ва минтақа (худуд)лар инвестицион муҳитидан максимал фойдаланиш ҳамда бу борадаги мавжуд халқаро тажрибани чуқур ўрганиб уни Ўзбекистон учун муқобил шарт-шароитларда қўллаш йўли билан янада кучайтириш долзарб илмий ва амалий муаммо ҳисобланади. Чунки давлатнинг бундай сиёсати доирасида мамлакат ва унинг худудлари инвестицион муҳитини кучайтириш иқтисодиётни модернизация қилишга инвестициялар ҳажмининг кескин ошишига, бу эса, мос равишда барқарор иқтисодий ўсишга ва инфляциянинг пасайишига олиб келади. Мазкур фикрни айнан П.Э. Самуэлсоннинг «акселератор тамойили» – «реал ЯИМ ўсиши ўз ортидан реал инвестициялар ўсишига олиб келади, ўз навбатида, реал инвестицияларнинг кўтарилиши жавоб тариқасида ЯИМ ўсишига сабабчи бўлади»²⁰⁴ – ҳамда Жаҳон банки мутахассислари томонидан аниқланган қонунияти – «бозорлар ўртасидаги фарқларни ҳисобга олган ҳолда ривожланиш даражаси юқори бўлган мамлакатларда инвестициялар узоқ муддатли истиқболда ўртача йилга бир фоиз тезроқ ўсади»²⁰⁵ ва бу борада нуфузли хорижий институтлар ва иқтисодчи-олимларнинг жиддий эмпирик тадқиқотлари натижалари²⁰⁶ тасдиқлайди.

²⁰² Глобаллашуви – бу миллий ва минтақавий иқтисодиёт ва бозорларни аста-секин бир бутун очик ва байланинган ҳолатга келтириш ва бозорга интеграллашуви жараёни.

²⁰³ Каримов И.А. Наша цель: Свободия и процветания Родина. – Ташкент: Ўзбекистон, 1996.-86 с.; Основные принципы общественно-политического и экономического развития Узбекистана.- Ташкент: Ўзбекистон, 1996.-37 с.; Ўзбекистон на пороге XXI века: угрозы безопасности, условия и гарантии прогресса.- М.: Изд-во Дрофа, 1997.-209 с.; Банк тизими, пул муомаласи, кредит, инвестиция ва молиявий барқарорлик тўғрисида.- Ташкент: Ўзбекистон, 2005.-252 б.; Жаҳон молиявий-иқтисодий инқироз, Ўзбекистон шароитида уни баргараф этишнинг йўллари ва чоралари.-Т.: Ўзбекистон, 2009.-56 б.; Наша главная задача – дальнейшее развитие страны и повышение благосостояния народа.-Т.: Ўзбекистон, 2010.-72 с.; Ахмедов Р.С. «Ўзбекская модель» реформирования и модернизации экономики, её эффективность в преодолении последствий мирового финансово-экономического кризиса.//Материалы Международной научно-практической конференции «Мировой финансово-экономический кризис, пути и меры по его преодолению в условиях Узбекистана» (на основе книги Президента Республики Узбекистан И.А. Каримова), Ташкент, 22 мая 2009 г., Часть 1.-Т.: Ўзбекистон, 2009.-с.6-18.

²⁰⁴ Минский Н.Г. Макроэкономика: Пер с англ. – М.: Изд. МГУ, 1994. – 736 с.; Шохазамий Ш.Ш. Концепция сущности рынка ценных бумаг.// Молия, Т., №1, 2009.-с.82-91.; www.donline.uz.

²⁰⁵ World Economic Outlook/IMF: Washington, DC. 2006. P.218; Дворецкая А.Е. Эффективный рынок капиталов и экономический рост//Финансы, М., 2007, №3.-с.56.

²⁰⁶ Куйдаги ишларни ҳўсратиш мумкин: Kul B. Luqiel, Mosahid Khan, Philip Arestis, Konstantinos Theodoridis. Financial structure and economic growth//Journal of Development Economics, 28 November 2007; Дворецкая А.Е. Эффективный рынок капиталов и экономический рост//Финансы, М., 2007, №3.-с.56; Шохазамий Ш.Ш. Сравнительный анализ рынков ценных бумаг развивающегося мира и выводы для Узбекистана.//Экономика и финансы, Москва, №2 (155), 2009.-с.26-27.

Ўзбекистон шароитида ушбу муаммонинг ечими авваламбор Ўзбекистон Республикаси Президенти И.А. Каримов томонидан яратилган ва изчил амалга оширилаётган тараққиётнинг «Ўзбек модели» нуктаи назаридан инвестицион муҳитга доир жаҳон тажрибасини чуқур ва тизимли ўрганиш асосида баъзи тушунчалар тизимини ва методологик базисни (ёндашув ва усулларни) аниқлаштирилишини талаб қилади.

Бунда авваламбор иқтисодий салоҳият, инвестициялар ва улар бозори ҳамда ушбу бозор ва иқтисодиёт билан боғлиқ инвестицион муҳит (жумладан инвестицион муҳитнинг таркибий қисмлари бўлган инвестицион салоҳият, инвестицион фаоллик, инвестицион риск, инвестицион жалбдорлилик ва инвестицион хавфсизлик) каби ҳамда улар билан боғлиқ баъзи тушунчаларнинг мазмун-моҳиятини таҳлил қилиш асосида уларни Ўзбекистон шароитига мос равишда шакллантириш вазифаси муҳим аҳамият касб этади.²⁰⁷ Чунки фақат инвестициялар, улар бозори ва иқтисодиёт билан боғлиқ инвестицион муҳит ва унинг таркибий қисмларига доир тушунчалар бўйича жаҳон амалиётидаги мавжуд терминологияни аниқ тушуниб олган ҳолдагина ўзбекистонлик мутахассислар улар учун нисбатан янги бўлган билимларни тула ўзлаштириши мумкин. Фақат қатъий терминологияга асосланган қонун ва стандартлар чиқарувчи органлар юқорида санаб ўтилган тушунчалар мазмун-моҳиятига мос келадиган қонуниятлар ва ҳуқ-атвор қоидаларини ифодалаш ҳамда асосли ўрганишга қодир бўлади.

Умуман олганда, инновация, инвестиция ва улар бозори, инвестицион муҳит тушунчалари мамлакат, минтақа, ҳудуд, тармок ва корхона доирасида кўрилиши мумкин бўлиб, улар амалиётда қуйидагича талқин қилинади.

Инновация, инвестициялар ва улар бозори ҳамда инвестицион муҳит ва унинг таркибий қисмларига доир тушунчалар мазмун-моҳиятига қаратилган хорижий (асосан инглиз ва рус) тиллардаги адабиётларда маълум бир шаклий тафовутда (баъзи таржимавий ноаниқликлар эвазига) ифодалансада, улар умуман олганда мазмунан бир-бирига мос. Лекин инвестициялар бозори тушунчаси турли библиографик манбаларда ўзининг мазмуни ва қамров кўлами билан бир мунча фарқланади. Масалан, баъзи америкалик

²⁰⁷ Ушбу вазифа нафақат Ўзбекистон қонуний-меъёрий ҳужжатларига киритилган ёки киритилиши кутилётган атама ва тушунчаларга, балки профессионаллар, инвестициялар бозори иштирокчилари ва инвесторлар томонидан яқин келажакда кенг қўлланилиши мумкин бўлган махсус терминологиянинг зарурий тўпламига ҳам тааллуқли.

олимлар²⁰⁸ инвестициялар бозори деб кўпроқ фонд бозори билан чегараланади. Олимларнинг бошқа гуруҳи²⁰⁹ эса инвестициялар бозорини тўғридая-тўғри, портфел ва бўлак турдаги инвестициялар бозори деб талқин қилади. Ушбу талқинга россиялик олимлар²¹⁰ ҳам қўшилган.

Ўзбекистонда инвестициялар бозори деган расмий тушунча ҳозирча йўқ бўлсада, чет эл олимлари таърифларидан илмий-иқтисодий тилда фойдаланилмоқда. Ваҳоланки, Ўзбекистон Республикаси Президенти И.А. Каримов асарларида инвестиция деганда бир мунча кенг маъно қўлланилади, яъни ссуда ва кредитлар, тўғридан-тўғри ва портфел инвестициялар ҳамда рискка инвестиция ва бошқа турдаги воситалар. Айнан шундай маънодан келиб чиқиб, инвестициялар бозори деб молия бозори ва унинг турли муддатли қимматли қозғолар, субсидия ва субвенциялар, олтин ва валюталар, ссуда ва кредитлар, суғурта воситалари ва бошқа турдаги молиявий инструментлар сегментлари ҳамда тўғридан-тўғри инвестициялар сегменти мамлакат ва ҳудудлар миқёсида бир бутун ва бир-бири билан боғлиқ бўлган механизм сифатида қабул қилиш мумкин.²¹¹

Шу билан бирга, инвестициялар соҳасидаги Ўзбекистон қонун ҳужжатларини ва мавжуд терминологик базисни ҳисобга олган

²⁰⁸ Шарп У., Александер Г., Бэйли Дж. Инвестиции: Пер. с англ. - М.: ИНФРА-М, 1999.-1072 с.; Твид Я. Психология финансов. - М.: ИК Аналитика, 2002; Markowitz H.M. Mean Variance Analysis in Portfolio Choice and Capital Markets, Basil, Blackwell, 1990; Тьюлз Р., Бредли Э. Фондовый рынок. - 6-е издание: Пер. с англ. - М.: Инфра-М, 1997.

²⁰⁹ Крушник Л. Финансирование и инвестиции. Неоклассические основы теории финансов /Пер. с нем. под общей ред. В.В. Ковалева, З.А. Сабова - СПб.: Изд. Питер, 2000. - 400 с.; Ван Хорн Дж. К. Основы управления финансами: Пер. с англ. /Гл. ред. Серин Я. Соколов. - М.: Финансы и статистика, 1996. - 801 с.; Kuhl B., Luintel, Mozahid Khan, Philip Arestis, Konstantinos Theodoridis. Financial structure and economic growth//Journal of Development Economics, 28 November 2007.

²¹⁰ Евстигнеев В. Портфельные инвестиции в мире и Россия: выбор стратегии. - М., 2002; Миркин Я.М. Рынок ценных бумаг России: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития. - М.: Альпина Паблишер, 2002; Рубцов Б.Б. Современные фондовые рынки. - М.: Альпина Бизнес Букс, 2006; Руснов В.Н. Финансовый рынок: инструменты и методы прогнозирования. - М.: Эдиториал УРСС, 2000; Миркин Я.М., Миркин В.Я. Англо-русский толковый словарь по банковскому делу, инвестициям и финансовым рынкам. - М.: Альпина Бизнес Букс, 2006; Первоуванский А.А., Первоуванская Т.Н. Финансовый рынок: расчет и риск. - М.: ИНФРА-М, 1994; Берзон Н.И. и др. Фондовый рынок: Учебное пособие для вузов экономического профиля. - 2-е изд. - М.: Вита-Пресс, 1999. - 400 с.; Баринов Э.А., Хмыз О.В. Рынок: валютные и ценные бумаги. - М.: Экзамен, 2001. - 608 с.

²¹¹ Бунда молиявий инструмент - бу, умуман олганда, қиймет, параметр ва хоссаларга эга бўлган, махсус иқтисодий-ҳуқуқий-информацион механизм билан ташминланган, инвестициялар бозоридagi молиявий муносабатларни белгилوшчи, молиявий ресурсларни самарали тақсимлангани ва қайта тақсимланганини таъминловчи, муайян ҳолларда маълум шаклларда даромад келтирувчи восита сифатида ҳар хил турларда, шакл, маънун ва тонфаларда ишмои бўладиган ҳам инвестицион капитал (акция, жамғарма), ҳам тулов воситаси, ҳам алоҳида молиявий товарлар. Унинг (ссуда, кредитлар, лизинг, депозитлар, валюта, қимматли қозғолар, суғурта ва пенсия полислари, деривативлар ва бошқа турдаги молиявий воситалар) молиявий товарлиги ҳоссаи уни бошқа турдаги товарлардан (қўчмас ва интеллектуал мулк, ҳам ашё ва шу қабилар) фарқи қилинади (иқтисодий субъектлари) томонидан ҳосил қилини, ўзига ҳос инвестициялар бозорида муомалада бўлиши, унда махсус функциялари ва ролни бажариши билан белгиланади.

ҳолда жаҳон амалиётидаги мавжуд терминологиянинг таҳлили асосида иқтисодий салоҳият, инвестициялар бозори, инвестицион муҳит ва унинг инвестицион салоҳияти, инвестицион фаоллиги, инвестицион рисқи, инвестицион хавфсизлиги, инвестицион имидж ва инвестицион жалбдорлиги тушунчаларининг иқтисодий мазмунини қуйидагича ифодалаш мумкин.

Инвестиция – бу тадбиркорлик ва бошқа турдаги фаолият объектларига киритиладиган мулкӣй ва номулкӣй бойликларнинг барча турлари (жумладан, интеллектуал, информатсион ва б.) бўлиб, унинг ишлатилиши натижасида фойда (даромад) ҳосил бўлади ёки ижтимоӣ самарага эришилади. Макроиқтисодӣ даражада инвестицияларни мамлакатнинг иқтисодӣ ўсишида муҳим роль ўйнайдиган миллий даромаднинг бир бўлаги (қисми) сифатида қараш лозим.

Инвестиция фаолияти деганда юридик ва жисмонӣ шахслар ҳамда давлатнинг инвестицияларни амалга ошириш билан боғлиқ амалӣй ҳаракат ва муносабатлари тизими тушунилади. У турли шаклларда (хусусӣй, давлат, ҳорижий ва шерикчиликка асосланган инвестиция) амалга оширилади. Инвестицион фаоллик ушбу тизимда инвесторларнинг фаоллик даражасидир.

Инвестиция тушунчасига «инвестициялар» ва «спекуляциялар» каби универсаллашган категориялар киради. Бунда спекулятив инвестиция – бу инвестицион ресурслар (мулкӣй ва номулкӣй бойликлар)нинг бозор чайқови асосида шаклланган курс тафовути (сотиб олиш ва сотиш)дан фойда олиш мақсадида амалга ошириладиган олди-сотти муносабатлари. Демак, инвестицион спекуляция – бу инвестицияларнинг бир туридир.

Молиявий инвестициялар шаклан туғридан-туғри, портфел ва бўлак турдаги инвестициялар бўлиши мумкин.

Туғридан-туғри инвестициялар узоқ ёки урта муддатга молия институтлари ва давлат томонидан компаниялар устав фондида молиявий қўйилма ёки уларга қарз бериш асосида амалга оширилади.

Портфел инвестициялар – бу кредитлар, қимматли қоғозлар ва бошқа активлар пакетларини сотиб олиш учун сарфланган инвестициялар. Улар инвестицион мақсадга кўра стратегик (узоқ муддатли) портфел ва спекулятив (қисқа муддатли) портфел турида

булиши мумкин.²¹² Бунда стратегик портфел инвестициялар компания-эмитентлар устидан назорат қилиш ёки улар фаолиятига таъсир кўрсатиш мақсадида шакллантирилади.

Булак турдаги инвестицияларга индивидуал тарзда юридик ва жисмоний шахсларнинг моддий ва номоддий шаклдаги инвестициялари ҳамда молия институтларининг истеъмол ва бошқа турдаги кредитлари, жумладан давлат кафолати асосида берилган кредитлар, киради.

Макроиктисодий нуқтаи назардан инвестициялар бозори – бу жамғармаларнинг инвестицияларига ва ўз навбатида амалга оширилган инвестицияларнинг жамғармаларга айланишини таъминлайдиган ҳамда инвестициянинг барча турлари бўйича талаб ва таклиф функцияси деб аташ мумкин. Умуман инвестициялар бозори ўзининг молиявий инструментлари воситасида молиявий ресурсларни қайта тақсимлаш функциясини бажаради.

Микроиктисодий нуқтаи назардан инвестициялар бозори – бу иқтисодиёт субъектларининг инвестицион муносабатлари учун қулай шарт-шароит яратиб берувчи инфратузилма, тизим. Унинг фаолияти махсус иқтисодий-ҳукукий-информацион механизм билан таъминланган бўлади. Унда жамғармаларнинг инвестицияларга трансформациясини таъминловчи молиявий инструментлар бир вақтнинг ўзида «товар» ва «капитал (бойлик)» сифатида муомалада бўлади.

Инвестициялар бозори ҳар қандай мамлакат ва ҳудуднинг умумий бозорини таркибий, аммо, асосий ва алоҳида қисмидир. Лекин, инвестициялар бозори реал товарлар бозори билан ҳам боғлиқ. Бунда инвестициялар бозори товар бозори ва иқтисодиётни молиявий ресурслар билан таъминлайди ва мувофиқлаштиради, умуман иқтисодиётнинг объектив ҳолатини ифодалайди ва ривожланишини белгилайди.

Глобллашув нуқтаи назаридан халқаро миқёсда интеграллашган инвестициялар бозори жаҳон иқтисодиётидаги тенденцияларни ўзида сезгир акс эттириши билан характерланади. Бунда миллий ва минтақавий инвестициялар бозорларининг ўзаро интеграциялашуви ва уларнинг ҳаракат тенденциялари ўзаро синхрон кечгани, демак ўзаро боғлиқлиги, ҳозирга келиб жаҳон инвестициялар бозорининг бир бутун архитектурасини шакл-

²¹² Хамидова Ф.А. Анализ и пути привлечения портфельных инвестиций в приватизируемые предприятия. Автореферат дисс.... канд. экон. наук. -Ташкент, 2009.-19 с.

ланганлигидан ва унинг молиявий глобаллашувнинг асосий шаклларида бири эканлигини билдиради. Демак, келажакда Ўзбекистон инвестициялар бозори ҳам худди шундай тенденцияга эга бўлиши мумкин.

Ҳозирда инвестициялар бозори юқори даражада ташкиллашган ва узлуксиз ривожланаётган, борган сари жаҳон миқёсида глобаллашиб бораётган алоҳида бир бутун ва ўз муҳити (S-I-муҳити²¹³)га эга муносабатлар ва институтлар (қатнашчилар) мажмуаси сифатида намоён бўлувчи мураккаб тизим эканлиги аниқ бўлмоқда.

Инвестициялар бозорининг муҳим хоссаларига қуйидагилар кириди: бозор географияси кенглиги ва чегаралари, бозорнинг ташкилий модели параметрлари, бозорни рақобатбардошлилиги ва хавфсизлиги даражаси, бозорнинг рисклилик даражаси, бозорнинг салоҳияти ва жалбдорлилиги, бозорнинг эгилувчан мослашувчанлиги даражаси, бозорни иқтисодиётга эквивалентлилик даражаси, бозорнинг функцияларини бажариши даражаси, бозорни омилларга таъсирчанлиги даражаси. Санаб ўтилган хоссалар инвестициялар бозори муҳитининг қувват потенциали (салоҳияти)ни белгилайди ва ривожини шакллантиради.²¹⁴

Инвестициялар бозори муҳити табиатан юқорида келтирилган хоссалар ва ўзаро боғланган унсурлар билан тўлдирилган қандайдир тизимли фазо (эфир) деб қаралса, унда у илмий-системалогик нуқтан назардан маълум бир қувват потенциали (салоҳияти)га эга бўлади. Инвестициялар бозорининг қувват потенциали унинг унсурларини (асосан қатнашчиларини) муҳит ичида ўз манфаатлари мақсадида (йўлида) қандайдир кучланиш билан таъсир этувчи кучи миқдори билан ифодаланиши мумкин. Бозор иштирокчиларининг мафаатлари бир-бирига зид бўлганлиги муносабати билан бозорда маълум шароитларда кучлар мувозанати вужудга келади, яъни инвестициялар бозорида талаб ва таклифнинг мувозанат ҳолати пайдо бўлишини кузатиш мумкин. Одатда, бу мувозанат қисқа вақтдан сўнг тез бузилади. Масалан, бозорда харидор арзонга олишни хоҳлайди, сотувчи эса қимматроққа

²¹³ (S-I)-муҳит тушунчаси илк бор муаллиф томонидан киритилган бўлиб (масалан: Концепция сущности рынка ценных бумаг // Молия, Т. №1, 2009-с.82-91.), у иқтисодиётда жамғармалар ва талаб қилинган инвестицияларнинг самарали балансинга риоя қилиш зарурлигига асосланади (Мэнкью Н.Г. Макроэкономика: Пер с англ. – М.: Изд. МГУ, 1994. – 736 с.).

²¹⁴ Яъни, инвестициялар бозори муҳитининг қувват потенциали (салоҳияти) даражаси – беш (интеграл) ҳосса сифатида – инвестициялар бозорининг санаб ўтилган хоссалари даражаси миқдори билан белгиланади ва баҳоланади.

сотишга ҳаракат қилади. Пировардида, икала тараф муайян вақтда копромиссга келади, натижада вақтинчалик манфаатлар мувозанати вужудга келади. Лекин вақт ўтгач, бозор қуввати потенциали ўзгариши билан тарафлар манфаати ҳам ўзгаради, натижада янги мувозанат (компромисс) ҳолатига замин пайдо бўла бошлайди ва ҳ.к. Умуман олганда бозор тенденцияси (динамикаси) тўлқинсимон спекулятив сакрашлар тусини олади. Инвестициялар бозорининг бу хусусияти айниқса қимматли қоғозлар сегментида (бозорида) кучли намоён бўлади. Инвестициялар бозорининг ушбу хусусияти уни ҳом-ашё ва бошқа турдаги товар (жумладан хизматлар) бозорларидан фарқлайди. Бунга сабаб, товар ва ҳом-ашё бозорларидаги таклиф ишлаб чиқаришга боғлиқ, талаб эса истеъмолга боғлиқ. Лекин, таклиф талабдан келиб чиқади ва аксинча, талаб таклифдан келиб чиқади, яъни улар бир-бирида мужассамланиб, сабаб-оқибатий боғлиқликда бўлади.

Умуман олганда, инвестициялар бозорининг тенденцион қонуниятининг сифат даражаси унинг юқорида келтирилган хоссаларга, айниқса инвестицион муҳити, унинг салоҳияти, жалбдорлиги ва rischi даражасига анча боғлиқ тарзда кечади. Бунда инвестицион риск омили муҳим рол ўйнайди.

Таъкидлаш жоизки, риск ва ноаниқ тасодифий ҳолат орасидаги фарқ фақат ахборотни берилиши усулига тегишли бўлиб, бошқарилмайдиган ўзгарувчан миқдорларнинг эҳтимолий характеристикаларининг мавжудлиги (риск ҳолатида) ёки йўқлиги (ноаниқ тасодифий ҳолатда) билан белгиланади. Ушбу мазмунда мазкур тушунчалар операцияларни тадқиқ қилишнинг математик назариясида қўлланилиб, бунда риск мавжуд бўлганда ва ноаниқ тасодифий ҳолларда қарор қабул қилиш масалаларига ажратилади. Демак, инвестицияларни бошқариш rischi (риск ҳолати) – бу ноаниқ тасодифий ҳолатнинг бир тури бўлиб, ходисанинг рўй бериши эҳтимолий бўлади ва уни аниқлаш мумкин, яъни фаолият жараёнида рўй бериши мумкин бўлган ходисалар эҳтимолини баҳолаш имконияти объектив мавжуд бўлади. Бунда риск табиатан субъектив ва объектив характерга эга. Умуман инвестицион риск – инвестицион жараёнда реал мавжуд бўлган ноаниқ ва тасодифий ҳолларнинг вужудга келиши эҳтимолини сифатий-миқдорий усуллар ёрдамида ифодалаб баҳолаш шаклидир. Шунинг учун ушбу тушунчалар мазмунини юқорида келтирилган фикр-

мулоҳазалар билан уйғунликда иқтисодий нуқтаи назардан кўриб чиқиш лозим.

Таъкидлаш жоизки, мазкур тушунчалар турли муаллифлар томонидан ўзгача талқин қилинади, ҳозиргача бир бутун таъриф устида ишлар давом этмоқда. Масалан, Н. Работяжевнинг фикрича²¹⁵, инвестиция муҳити – инвестиция рисклари ва инвестицияларни амалга ошириш шароитларини белгиловчи сиёсий, иқтисодий, молиявий, ижтимоий, ҳуқуқий, ташкилий, инфратузилмавий ва бошқа омиллар йиғиндиси. Инвестицион имидж–инвесторлар тасаввурида инвестиция муҳитининг комплекс ифодаланиши. У мамлакатдаги тадбиркорлик муҳити (бизнес-муҳит) билан боғлиқ. Бунда инвестицион имиджни ўрта омил шакллантиради: инвестиция муҳитининг реал ҳолати, у ҳақида инвесторларнинг тасаввури ва уни афзал кўриши, мамлакатдаги аҳвол туғрисидаги ахборот характери.

С. Цакуновнинг фикрича²¹⁶, инвестиция муҳити – бу умумлашган (интеграл) хосса (курсаткич) бўлиб, у ёки бу жалбдор иқтисодий тизим (мамлакат, минтақа, ҳудуд, компания)га инвестиция қилишнинг мақсадга мувофиқлигини белгилайдиган қўйидаги омиллар таъсири даражасидан шаклланади (2.12-жадвал): ижтимоий, иқтисодий, ташкилий, ҳуқуқий, сиёсий, ижтимоий-маданий ва ҳ.к.

2.12-жадвал

Мамлакатнинг инвестицион муҳитини шакллантирувчи омиллар

Омиллар	Мазмуни
Иқтисодий ҳолат	Мамлакат тўлов балансининг ҳолати, валюта – пул тизими барқарорлиги, ташқи иқтисодий алоқаларнинг ривожланганлиги, ички бозор сигимининг катталиги, инфляция даражаси, ЯИМ, саноат ва қишлоқ хўжалиги маҳсулотлари ишлаб чиқаришнинг ўсиш суръатлари
Ижтимоий ҳолат	Ижтимоий таъминланганлик даражаси
Сиёсий ҳолат	Сиёсий барқарорлик
Маданий ривожланиш	Маданий етуклик

²¹⁵ Работяжев Н.В. Социально-политические факторы формирования инвестиционного имиджа России. // Мировая экономика и международные отношения, №3, 2011.- СС.57-63; Шаститко А.Е., Яковлева Е.Л. Инвестиционный имидж России. // Мировая экономика и международные отношения, №9, 2006.- СС.23-28.

²¹⁶ Цакунов С. Инвестиции в России: ожидания отtepели. // РЦБ, №6, 1998. – 6.105.

Ҳуқуқий база	Янги шароитларга мос келадиган, мамлакат ва унинг алоҳида тармоқларининг ижтимоий-иқтисодий ривожланишини бошқарадиган қонунлар, фармонлар, қарорлар, низоми, йуриқномаларнинг мавжудлиги
Табиий ресурслар	Минерал, хом ашё, ёқилғи, энергетика ва сув ресурслари захиралари, қишлоқ хўжалиги хомашёси
Меҳнат ресурслари ва бандлик	Иқтисодий фаол аҳоли сон, банд аҳоли улуши
Ишлаб чиқаришнинг техник базаси	Техник ва технологик ривожланиш даражаси
Илмий-техника салоҳияти	Инновационлик даражаси
Молия-кредит тизими	Ривожланганлик ва рейтинг даражаси
Инфратузилма	Коммуникацияларнинг ривожланганлик даражаси
Экологик вазият	Экологик муҳитнинг даражаси
Ташқи омиллар	Жаҳон бозорлари тенденциялари, инқирозлари, халқаро конфликтлар, терроризм ва бошқа беқарорликлар.

Инвестиция муҳити инвестиция қилиш нуқтаи назаридан у ёки бу мамлакат (минтақа, ҳудуд, тармоқ)да шаклланган қулай шароитий ҳолат даражасини ифодалайди.²¹⁷

Умуман олганда инвестиция муҳити – бу ижтимоий-экологик-иқтисодий-ҳуқуқий тизимнинг турли омиллар таъсирида инвестицияларни қабул қила олиш имконияти ёки сифати бўлиб,²¹⁸ у ўзига мамлакат, минтақа (ҳудуд) ва умуман инвестицияга талабгор тарафнинг объектив имкониятлари ҳамда инвесторнинг фаолият шароити ва riskини олади.

Инвестициялар бозорининг бош функцияси – жамғармаларни инвестицияларга трансформациялаш – нуқтаи назаридан умумий ҳолда инвестицион муҳит – бу жамғармаларнинг инвестицияларга трансформацияланиши учун давлат томонидан яратилган ижтимоий, иқтисодий, ҳуқуқий, инфорацион, сиёсий ва инфратузилмавий шарт-шароитлар ва имкониятларнинг қулайлиги даражаси ҳамда мамлакатдаги мавжуд ресурслар салоҳияти йиғиндиси. Хусусий ҳолда инвестицион муҳитга махсус халқаро

²¹⁷ Инвестиционный рейтинг российских регионов в 1997-1998 гг. // Эксперт, 19 окт. – СС.18-37.

²¹⁸ Мозгоев А. К теория инвестиционной привлекательности региона. // Инвестиции в Россию, №3, 2002.- СС.40-41.

миқёсда тан олинган ҳолис рейтинг агентликлари²¹⁹ томонидан аниқланадиган мамлакатнинг кредит ва инвестицион рейтинглари асосида баҳо берилади.

Мамлакат, минтақа, тармоқ ва корхонанинг инвестицион муҳити инвестицион жалбдорлилик, инвестицион фаоллик, инвестицион хавфсизлик, инвестицион имидж ва инвестиция rischi хоссалари бирикмасидан иборат интеграл (комплекс) тушунча бўлиб, инвестицияларга бўлган тулов қобилияти талабини шакллантиради. Бунда инвестицион жалбдорлилик — молиявий-хужалик фаолиятдан барқарор ялпи иқтисодий самарага эришиш.²²⁰

Инвестицион хавфсизлик деганда инвестицион фаолият индикаторларининг мамлакат, ҳудуд, компания ва инвестор учун зарур бўлган молиявий хавфсиз ва рисксизлик даражаси тушунилади.²²¹

Инвестицион салоҳият (мамлакат ёки минтақанинг инвестицион ҳажми) инвестициялар учун зарур бўлган объектив шарт-шароитлар суммаси сифатида ифодаланиши мумкин.

Инвестицион фаоллик (мамлакат ва/ёки ҳудудда) — инвестицион жалбдорлиликка эришиш натижаси, яъни ҳақиқий (реал) инвестицион фаолиятнинг ривожланиши).

Институционализм нуктаи назаридан, мамлакат ёки минтақа (ҳудуд)нинг иқтисодий барқарорлигига фақат қулай инвестицион муҳит шароитида эришилади. Бунда инвестицион муҳит қуйи тизим (подсистема) сифатида институционал тизимда²²² мавжуд бўлади. Мазкур нуктаи назардан, инвестицион муҳит — фаол инвестицион фаолият орқали жамиятнинг ишлаб чиқариш қучларини ривожлантириш ва илмий-технологик янгилаш (модернизациялаш)даги ижтимоий-иқтисодий-ҳуқуқий муносабатларни тула ишлатиш учун шарт-шароитлар яратишга йўналтирилган институционал тизимдаги узига хос қуйи тизим.²²³

Юқорида келтирилган фикр-мулоҳаза ва тушунчалар асосида инвестицион муҳитни омиллар таъсирида бўлувчи махсус қувватга

²¹⁹ Масалан: «Euromoney», «Fortune», «The Economist», «Standard & Poor's (S&P)», «Moody's», IBCA ва б.

²²⁰ Тепляков В., Костоковский Ю. Как оценить инвестиционную привлекательность предприятия. // Деловая жизнь, №9, 1993.

²²¹ Бунда молиявий-инвестицион хавфсизлик индикаторларининг chegaraviy климатининг рояи қилиш зарур (Шоҳзадеи Ш.И. Индикативные ориентиры развития рынка ценных бумаг с позиции финансовой безопасности и конкурентоспособности. // Молия, Т., №3, 2009.-с.60-67).

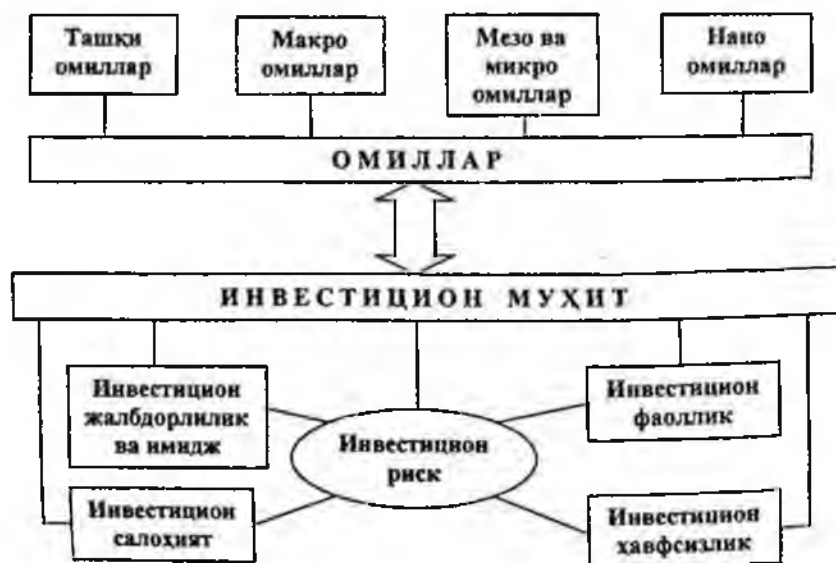
²²² Д. Нортнинг фикрича: «Институт — бу илеон фаолиятининг у ёки бу соҳасида тартибга солувчи барқарор формал ва ноформал тартиб-қонунлар, тамойиллар, меъёр ва йўналиш мажмуаси» (Гильяно А.А. Институциональная структура инвестиционного климата региона: Дасс. ... к.э.н. Ростовна/Д., 2002.-188 с.).

²²³ Сухомова С.Е. Региональная специфика инвестиционного климата.-Волгоград: Изд. ВолГУ, 2004.-с.14-20.

эга тартибга солинувчи (регулятив) функционал субстанция деб қараб 2.17-расмдагидек схема билан ифодаланиши мумкин. Демак, унинг функцияси – иқтисодиётнинг макро, мезо, микро ва нано поғоналарида самарали инвестициялар оқими ҳаракатини инвестицион сиёсат доирасида иқтисодий ривожланиш мақсадларида таъминлаш.

Омиллар таъсирида шаклланувчи (2.12-жадвал) инвестицион муҳит (2.17-расм) қуйидагиларни назарда тутади:

- инвестицион муҳитни объектив омиллар мажмуасининг тизимли таъсири остида шакллантиришни;
- инвестицион муҳитни иқтисодиётнинг турли поғонасига²²⁴ қараб дифференциациялашни;
- турли рискларни вужудга келиши ва натижада ҳўжалик субъектларида турли шароитларни юзага келишини;²²⁵
- миллий иқтисодиётнинг инвестицион муҳитини тармоқлар ва ҳудудлар инвестицион муҳити йиғиндиси эмаслиги (синергизм хоссаси).



2.17-расм. Омиллар ва инвестицион муҳит, уларнинг таркиби

²²⁴ Мамлакат, минтақа, ҳудуд, тармоқ, корхона миқёсидаги поғонада.

²²⁵ Филомьев А. Инвестиционный климат регионов России. // Вопросы экономики, №9, 1999.-с.57-68.

Бунда жаҳон иқтисодиёти амалиётида инвестицион муҳитнинг шаклланиши ва ривожланишини белгиловчи омилларни (2.13-жадвал) таснифлаш ва тавсифлаш муҳим аҳамиятга эга.

2.13-жадвал.²²⁶

Инвестицион муҳитни шакллантирувчи омиллар таснифи

Тасниф гуруҳи	Таъсири турли сифатий ва миқдорний индикаторларда намоён бўлувчи асосий омиллар
Ташқи омиллар	иқтисодий ва молиявий глобаллашув тенденциялари; иқтисодий цикълар ва уларга мос инқирозлар; жаҳон бозоридаги нархлар; жаҳондаги муаммолар: табиий офат ва катаклизмлар, уруш ва революциялар, терроризм ва ҳ.к.; дунёнинг етакчи давлатларини глобал ва минтақавий миқёсдаги сиёсатлари ва шу каби бошқалар.
Ички макро фундаментал омиллар	жамиятнинг танлаган ижтимоий-маданий, ижтимоий-иқтисодий ва сиёсий ривожланиши модели, унда миллат менталитети, урф-одати, психологияси ва унинг ҳудудий хусусиятлари; мамлакат ва унинг ҳудудларида инсон омилнинг ривожланиши даражаси, инновацион салоҳияти; мулкчилик тизими модели, хусусий мулкнинг ҳимояланганлик даражаси; мамлакатнинг барқарорлиги ва кредит рейтинги; миллий бозор инфратузилмасининг ривожланганлик ва очкилик даражаси, ҳуффия бозорнинг кулами; давлат институтларининг ривожланганлик даражаси ва бизнес ҳуқуқларини кафолатланганлиги; мамлакатнинг табиий ва иқтисодий ресурсларга эгаллиги, географик жойлашуви, унда ресурсларнинг ҳудудлар бўйича тақсимланганлиги; мамлакатдаги мавжуд макроиқтисодий шароит, бизнес ва инвестиция муҳити, миллий ва ҳудудий иқтисодиётнинг рақобатбардошлиги ва ҳ.к.
Ички мезо ва микро омиллар	бизнес ташкилотларининг риск, рақобатбардошлик ва молиявий ҳавфсизлик даражаси, рейтинги; фирмаларининг корпоратив бошқарув сиёсати модели ва рейтинги, бунда транспарентлилик ва инвесторлар ҳақ-ҳуқуқларини ҳимояланганлик даражаси; тадбиркорлик субъектларининг бизнес ва инвестицион фаоллиги, иқтисодий барқарорлиги, географик ва иқтисодий

²²⁶ Манба: 2.12-жадвал ҳисобга олинган ҳолда муаллиф томонидан тузилган.

	эркинлиги, ҳудудий тақсимланиши; худоудлар ва иқтисодий тармоқлари ҳамда ички бозорларнинг барқарорлиги ва бир-бири билан боғлиқлиги молия ва кредит тизимининг, айниқса молия ва инвестициялар бозорининг, ривожланганлиги, барқарорлиги ва рақобатбардошлиги; иқтисодий тармоқлари ва тадбиркорлик субъектларининг экологик маданияти, инновационлик даражаси ва ҳ.к.
Ички напo омиллар	инсон ва оила жиқслиги (бирдамлиги), тотувлиги, маданияти, кадр-қиммати ва ҳақ-ҳуқуқлари, унинг иқтисодий ва сиёсий фаоллиги; инсонларнинг ўртача ёши, турмуш, билим ва даромадлари даражаси ҳамда уй ҳўжаликларининг ривожланганлиги; уй ҳўжаликлари капиталы, кўчмас мулки, жумладан уй-жой билан таъминланганлиги, даражаси ва ҳ.к.

Зеро таснифлаш инвестицион муҳитга таъсир этувчи омилларнинг мазмун-моҳиятини, инвестицион жараёнлар ва омилларни сабаб-оқибат категорияси асосида ўзаро боғлиқлигини, уларнинг ҳосса ва хусусиятлари ҳамда инвестиция жараёнлари ва қонуниятларини иқтисодий билан боғлиқлигини чуқурроқ очиб беришга ва тушунишга ҳамда ва унинг асосида Ўзбекистон учун фойдали хулосаларга эга бўлиш учун хизмат қилади.

Айтиш жоизки, ушбу 2.13-жадвалда келтирилган ҳар бир гуруҳ омилларини комплекс тарзда – бир-бири билан боғлиқликда – тавсифлаш ва уларни бошқа гуруҳ омилларига боғлиқликда («Сабаб-оқибат» категорияси нуқтаи назаридан) тизимли ўрганиш зарур. Жаҳон глобализациясининг мамлакат ва унинг ҳудудлари инвестицион муҳитига таъсири миллий бойлиқнинг жамланиши омилига ўхшашдир. Мазкур жараён натижасида инвестицион рисклар ва 2.13-жадвалда келтирилган омилларга таъсирчан бўлади. Шу билан бирга, бу жараёнда дунёнинг етакчи индустриал ривожланган давлатларнинг жаҳон инвестиция муҳитида ҳукмронлиги сезиларли эканлигини кузатиш мумкин.²²⁷

²²⁷ Хусусан, индустриал ривожланган мамлакатларнинг жаҳондаги акциялар бозори капитализацияси кўрсаткичи бўйича улуғли 20-йилларда 33,1 фоиз таъқил этган бўлса, 1996 йилда ушбу кўрсаткич 41,9 фоизга тушди, аммо 1997-1998 йиллар мобайлида бўлиб ўтган молиявий индороз тавзига АШҚнинг жаҳон бозори капитализациясидаги улуғли охиб 30,1% бўлди. Худди шундай ҳолат охири (2008-2010 йл.) жаҳон иқтисодий-иқтисодий индороз даража ҳам унинг жаҳондаги улуғли 31,2 фоизни таъқил этди. Ушбу маълумотлардан кўринеб турибдики (муаллифнинг ҳисоб-китоблари Emerging Market Facbook 1994-2010 маълумотларига асосланган), ривожланган мамлакатларнинг ҳузуридаги молиявий индорозлар юз берган ҳалларда кўпроқ инфодалани.

Юқорида келтирилган омилларнинг Ўзбекистон ва унинг ҳудудлари шароитида инвестицион муҳитни шакллантирилиши жараёнига таъсири шаклан ва мазмунан ўзига хос тарзда кечган.²²⁸

Айтиш мумкинки, инвестицион муҳит ва унинг таркибий қисмлари (инвестицион салоҳият, инвестицион фаоллик, инвестицион риск, инвестицион жалбдорлиқ, инвестицион имидж ва инвестицион ҳавфсизлик) иқтисодий салоҳиятнинг характерини белгилайдиган хоссалар сифатида қаралади.

Макродаражада иқтисодий салоҳият (мамлакат, минтақа ва ҳудуднинг иқтисодий ҳажми, имконияти) реал иқтисодий ресурслардан ва/ёки уларнинг режалаштирилган иқтисодий имкониятлардан фойдаланишга тайёрлиги даражаси ва уларни амалга ошириш учун зарур бўлган объектив шарт-шароитлар суммаси сифатида ифодаланиши мумкин.

Микродаражада иқтисодий салоҳият – таъшилотнинг ўз имкониятлари доирасида олдиға қўйган инвестицион мақсади ва вазифаларини амалга оширишга тайёрлиги даражаси.

Умуман олганда, инвестицион муҳит ва инвестициялар бозори омиллар таъсирида эканлиги ва бу туфайли турли рискларға мойиллиги, кескин ўзгарувчанлиги ва динамизмлилиги билан характерланади.

Инвестицион муҳит (2.17-расм) омиллар таъсирида ижобий ёки салбий томонға ўзгарувчан бўлганлиги сабабли уни узлуксиз мониторинг қилиб бориш масаласи долзарб ҳисобланади. Жаҳон амалиётида бундай мониторингнинг учта варианты мавжуд:²²⁹

биринчи вариант – алоҳида ҳужалик субъектлари (экологик зоналар, минтақа ва ҳудудлар, тармоқлар)ни ажратмаган ҳолда мамлакат инвестицион муҳити кузатилади;²³⁰

иккинчи (икки погонали) вариант – мониторингни мамлакат ва бир вақтнинг ўзида алоҳида минтақа (ҳудуд)лар бўйича амалга ошириш;

²²⁸ Бунда бирча гуруҳларға киритилган омилларнинг таъсири характерини шаклландиришда Ўзбекистон Республикасининг Президентини И.А. Каримов томонидан яратилган, бошланча-бошланча ва кичик амалга ошириладиган тараққиётнинг «Ўзбек модели» ва унинг асосида давлат томонидан самарали амалга ошириладиган механизм ва иқтисодий ва инновацион ривожлантириш сисмати мулоқ роли ўйнайди. Масаласи, таъшилот омил сифатида қараладиган жаҳон масштаби иқтисодий инновацион ўзбекистонға таъсири ботма мамлакатларниқсиз муҳити кечмади. Бунга сабаб, икки фундаментал омиллар сифатида мамлакат ва унинг ҳудудлариниқсиз етарлиқ яратилган қўлай макрониктисодий шароит ва ресурслар ҳамда ушбу микропроға қарши чоралар дастури, яъни 2009-2014 йилларға муҳимланган иқтисодий лойиҳаларини амалга ошириш дастурининг ҳамда ва кейинчалик 2011-2015 йилларға муҳимланган сисмати ва милли-кредит тизиминиқсиз ривожлантириш дастурининг юқори потенциалли бўлиқ.

²²⁹ Фолдмеев А. Инвестиционный климат регионов России. // Вопросы экономики, №9, 1999.-с.57-68.

²³⁰ Бундай мониторинг усулиға қўпчилиқ ҳорижий консалтинг фирмалари иқтисодлашган.

учинчи (уч ёки турт погонали) вариант – мониторингни минтақа (худуд)лараро иқтисодий зоналар, минтақа (худуд)лар, тармоқлар ва фирмалар бўйича ўтказиш.

Фикримизча, Ўзбекистон учун энг мақбули учинчи вариант бўлиши мумкин. Чунки, у қуйидагиларга имкон беради:

- минтақа (худуд)лараро иқтисодий зоналар доирасида инвестицион шароитларнинг ўхшашлиги ва фарқларини ҳамда турли зоналарнинг ўзига хос хусусиятларини ҳисобга олиш;

- мамлакат ва унинг худудлари инвестицион муҳитининг мониторинг тизими ривожланишини енгиллаштириш;²³¹

- мамлакат инвестицион муҳитининг синергетик самараларини, худуд ва тармоқларнинг инвестицион муҳитлари йиғиндиси эмас деб, аниқлаш;

- мамлакат ва унинг худудлари ҳамда ҳужалик субъектлари миқёсида инвестицион муҳитни таҳлил қилишда субъективизмни пасайтиради;

- мамлакат, худуд ва ҳужалик субъектлари миқёсида инвестицион муҳит мониторинги тизимини бошқаришни, ахборот йиғиш ва узатишни, иқтисодиётнинг барча погоналарига инвестицион муҳитни яхшилаш бўйича таклифлар тайёрлашни осонлаштиради.

Шундай қилиб, юқоридагиларнинг барчаси иқтисодий салоҳият, инвестициялар ва улар бозори ҳамда ушбу бозор ва иқтисодиёт билан боғлиқ инвестицион муҳит каби ҳамда улар билан боғлиқ қараш ва тушунчаларнинг мазмун-моҳияти ва хусусиятларини ифодалайди.

2.10.2. Худуд иқтисодиёти ва инвестиция муҳитининг омиллар таъсиридаги боғлиқлигини ифодаловчи тузилмавий модел.

Ижобий ва салбий жиҳатлари билан тавсифланувчи жаҳон глобаллашуви шароитида тараққиётнинг «Ўзбек модели» асосида давлат томонидан самарали ва изчил амалга оширилаётган макроиқтисодий ва фаол инвестиция сиёсати доирасида мамлакат ва унинг худудлари инвестицион муҳитини янада ошириш ҳозирда Ўзбекистон учун долзарб илмий ва амалий муаммо ҳисобланади.

Ушбу муаммонинг ечими ҳар бири ўзининг инвестицион муҳитига эга бўлган худудий инвестициялар бозори (ХИБ) ва реал

²³¹ Чунки, мониторинг маънасидаги ҳар бир худуднинг давлат инвестицион сиёсатидagi ролини орттиб беришни ҳисобга олади.

иктисодиётининг омиллар таъсирида регулятив тарзда ўзаро узвий боғлиқликда қарашни тақозо этувчи Ўзбекистон илм-фани учун янги бўлган замонавий инструментарий ва махсус методологик базисга асосланиши зарур. Бунда энг яхши имконият ва истиқболларни Ўзбекистон Республикаси Президенти И.А. Каримовнинг фундаментал асарлари ва уларнинг ғояларига мос келувчи иқтисодий системалогия тақдим этиши мумкин.²³² Шу сабабдан айтиш мумкинки, иқтисодий системалогия тизимли ёндашув асосида инвестицион муҳитли мураккаб иқтисодий тизим сифатида ифодаланган ўзаро боғлиқликдаги реал иқтисодиёт ва ХИБнинг мувозанатланган барқарор ривожланиши ва тизимли тадқиқот учун имкониятларни кенгайтиришга қодир бўлади. Бунда иқтисодий тизимнинг замонавий ривожланиши инвестицион имиджини характерловчи инвестицион муҳит давлат томонидан унинг инвестиция сиёсати воситасида тартибга солинганлиги сабабли, 2.18-расмда берилган схематик модел уринли.



2.18-расм. Инвестицион муҳитнинг инвестицион сиёсат воситасидаги регулятив схемаси²³³

²³² Бунда муаллиф тартибга солинадиган мураккаб иқтисодий тизимни шартли равишда учта бир-бири билан боғлиқ бўлган ҳар бири ўзининг моҳиятлар ва муносабатлар турига эга бўлган таркибий қисмлар (қуйи тизимлар)га ажратадис: бозор муносабатлари қуйи тизими (БМТ)га кирувчи ишлаб чиқариш омиллари бозори ва товарлар бозори (ушбу бозорга янвестиялар бозори ҳам кирсади), ишлаб чиқариш муносабатлари қуйи тизими (ИМТ)ни ташкил этувчи реал иқтисодиёт (ишлаб чиқариш ва тақдоран ишлаб чиқариш тизими) ва ҳар ихсала тизимни умумий тартибга солувчи қуйи тизим (регулятор). Бозорларнинг муҳим хусусияти шунда ҳисобланадиган, улар реал иқтисодиёт билан ўзаро боғлиқликда элементарни наво, микро, макро, мезо ва мета даражада мураккаб иқтисодий тизимни ўрганишга иқтисодий-тизимли ёндашувнинг қўллашгани асослаб берадиган чиқарилган ва қўлиш қўлтувчан алоқалар шароитида очик тизимларни ифодалайдиган мураккаб тизимнинг фаолият юритиш қонуниятлари ва хусусиятларини намоён этилади. Бозорнинг товар турлари бўйича тақсимланиши, демак, бозор турларидан ҳар бири ўзига ҳосилдига эгаллиги биринчи ўринга тизимли таҳлилнинг энг яхши сифатига эришишда муаллифнинг иқтисодий системалогияда таҳлил усулларини иқтисослаштириш зарурлиги ҳақидаги фикрнинг тўғри эканлигини кўрсатади.

²³³ Ушбу 2.18-расмдаги схемада: F-ташкил омиллар; Y- инвестицион муҳит натижаси бўлиб, у бир вақтнинг ўзида X-инвестиция сиёсатининг ўзгариш сабабчиси; W-инвестиция муҳитига таъсир этувчи янги омиллар. Бунда регулятив инвестицион сиёсат давлатнинг, маҳаллий ҳокимият ёки компаниянинг бўлиши мумкин.

Мазкур схематик модел иқтисодий системалогия нуқтан назаридан омиллар (2.13-жадвал) таъсирида тартибга солинувчи иқтисодий тизим ёки унинг аналог сифатида инвестицион сиёсат воситасида тартибга солинувчи инвестицион муҳитни ифодалайди. Шунга кўра, схематик моделнинг фаолият тамойили куйидагича жараёнда кечади. Инвестицион сиёсат инвестицион муҳитга W-канал орқали ички кучайтирувчи регулятив таъсир (ички омил таъсир) кўрсатади, ўз навбатида эса инвестицион муҳитдан ташқарига қараб Y-канал орқали чикувчи натижа X-канал орқали ички омил сифатида шаклланиб инвестиция сиёсатини такомилланишига таъсир этади. Бунда F-канал орқали инвестицион муҳитга ташқаридан ижобий ёки салбий таъсир (ташқи омил таъсири) кириб келиши мумкин. Демак, X-канал F-канал таъсирида инвестицион муҳитдан Y-канал орқали чикувчи натижани (F-канал орқали ташқаридан кириб келган омилнинг позитив ёки негативлигига қараб) ижобий ёки салбий ҳодиса-воқеалик (жараён) деб инвестиция сиёсати учун идентификациялаш функциясини бажаради, W-канал эса инвестиция сиёсатининг X-каналга реакцияси натижасини F-каналдаги негатив (позитив) таъсирини инвестицион муҳитда компенсация қилиш (позитив таъсирини кучайтириш ёки ундан фойдаланиш) регулятив функцияни бажаради. Шундай қилиб, мазкур модел ташқи ва ички омиллар таъсирида ўзаро регулятив боғлиқ бўлган инвестицион муҳит ва инвестицион сиёсатдан иборат мураккаб адаптив динамик тизим сифатида намоён бўлади.

Демак, ушбу схематик модел контекстида методологик нуқтан назардан ушбу параграфнинг 2.10.1-бандида берилган инвестицион муҳитга доир қарашлардан келиб чиқиб, юқорида кўрсатилган муаммонинг ечими²³⁴ доирасида қуйидагиларни амалга ошириш зарур:

- биринчидан, ҳудуд иқтисодиёти, инвестицион муҳит ва ХИБни шакллантириш хусусиятларини тавсифлаш, тараққиётнинг «Ўзбек модели» ва унинг асосида жаҳон глобаллашуви шароитида амалга оширилаётган давлат макроиқтисодий сиёсати нуқтан

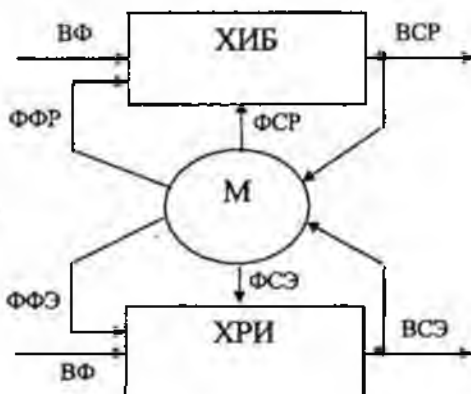
²³⁴ Ушбу муаммонинг ечилиши Ўзбекистонда инвестицион муҳитни ХИБни шакллантириш ва унга келажакда янада ривожланган босқичга эришиш у орқали старта ҳажмида ҳудудлар иқтисодиётига хусусий инвестициялар кiritишнинг олиб келиши, инвесторлар ва эмитентларнинг ресурслари ва савий-ҳаракатлари билан уйғувлиқда бирлаштиришга, бу эса занжирли реакция бўйича умумий ижобий иқтисодий самарага олиб келиши мумкин.

назаридан уни шакллантириб ривожлантиришнинг талаблари ва асосий шарт-шароитларини аниқлаш;

- иккинчидан, бу соҳада замонавий иқтисодийёт фани қондалари ва амалиёти ҳамда биринчи ҳаракат асосида давлат макроиқтисодий сиёсати нуктаи назаридан инвестицион муҳит ва ХИБни шакллантиришнинг назарий-методологик асосларини аниқлаш;

- учинчидан, биринчи ва иккинчи ҳаракатлар асосида инвестицион муҳит ва ХИБни шакллантиришнинг устувор йўналишларини ҳамда мамлакат ва жаҳон инвестициялар бозорларининг ривожланиш тенденциялари ва муаммоларини тизимли таҳлил қилиш асосида давлат макроектисодий сиёсати нуқтаи назаридан ушбу йўналишларни амалга ошириш механизмни аниқлаш.

Агарда иқтисодий системалогия нуқтаи назаридан реал иқтисодиёт ва ХИБ эквивалентлигини таъминлаш мумкинлигини инобатга олсак, у ҳолда ХИБ учун мувозанатловчи (тартибга солувчи тузилма, регулятор)га эга квазианалогли модел сифатида тартибга солинадиган иқтисодий тизимни тасаввур қилишнинг назарий қондалари мақсадга мувофиқ. Бунга мос равишда ХИБга нисбатан қуйидагича талқин қилинадиган, 2.19-расмда акс эттирилган тузилмавий (схематик) модел адолатдан бўлади.



2.19-расм. Худуд иқтисодиёти реал сектори ва ХИБни умумий регулятор (М) орқали ўзаро боғлиқликда фаолият кўрсатиш модели²³⁵

[illegible]

Моҳиятига қура, 2.19-расмда акс эттирилган схематик модел мезарегуляция марказий элементи (қайтувчан алоқа бўғини)га эга бўлган ўз-ўзини ривожлантириш мураккаб динамик тизими ҳисобланади. Бунда 2.18-расмдаги схематик модел контекстида энг идеал ҳолатда ХИБ ишлаб чиқариш ва такроран ишлаб чиқариш муносабатлари (ИТИМ) қуйи тизими бўлмиш ХРИ билан эквивалент бўлади.²³⁶ Демак, ХРИ ҳолатини ҳамда худуднинг ижтимоий, иқтисодий ва сиёсий ҳаётида рўй бераётган барча воқеа-ҳодисаларни эквивалент равишда («барометр» сифатида) акс эттиради. Яъни ХИБ худуд реал иқтисодиётининг ҳолатини эквивалент равишда акс эттиради, демак, ХИБ ХРИнинг «ўхшаш-аналоги» сифатида намоён бўла олади. Чунки минтақа иқтисодиёти субъектларининг фаолияти ХИБда ҳам, ИТИМ тизимида ҳам бир хил ташқи омиллар таъсирида бўлади. Бироқ бу омилларнинг таъсири, 2.19-расмда кўрсатилганидек, мос равишда ХИБ ва ХРИ учун характерли бўлган, табиатан ҳар хил ҳодисаларнинг шаклланишига олиб келади, бу эса уларнинг моҳияти ва муносабатлари тури хилма-хиллиги билан боғлиқ ҳисобланади. Гарчи тузилмавий жиҳатдан ХИБ ва ХРИ ўзаро кучли боғлиқ бўлган элементлардан иборат мураккаб тартибга солинадиган тизим кўринишида ифодаланадиган бўлсада, бироқ бу элементлар бир-биридан фаолият тамойиллари бўйича фарқланади.

Юқорида берилганлардан келиб чиқиб, ХРИни ХИБ ва уни мувозанатлайдиган механизми (регулятор)дан иборат мувозанатланадиган квазианалог модел воситасида омиллар таъсирида ўрганиш мумкин. Моделнинг иккита таркибий қисми (2.19-расм) ХРИ ва ХИБ (БМТ махсус шакли сифатида) эквивалент ва тартибга соладиган қуйи тизимлар ҳисобланади. Бу қуйи тизимларнинг эквивалентлиги (аналогияси) М билан таъминланади, демак, уни эквивалентлик тамойилига асосланган мувозанатловчи механизм сифатида қўриб чиқилиши мумкин. Шу сабабли қуйидаги мулоҳаза адолатдан бўлади: «ХИБ ва М» жуфтлиги мувозанатланувчи квазианалогли моделдан бошқа нарса эмас. Ушбу фикр асосида худуд инвестиция муҳити ва уни шакллантирувчи минтақа иқтисодиёти субъектларининг эквивалентлиги (ўхшашлиги, аналогияси) ҳақида гапириш мумкин бўлади. Бу мулоҳаза шуни англатадигани, ХИБ ва ХРИни комплекс тартибга солишга (институционал, функционал ва пруденциал) тенг бўлган

²³⁶ Шоҳаззамий Ш.Ш. Экономическая системология: концепция и применение. -Т.: Iqtisod-moliya, 2010-420 с.

квазианалогни мувозанатлаш бир вақтнинг ўзида ХИБ ва ХРИни мезатартибга солишни англатади. Бунда ХИБда инвестицияларга талаб ва таклифни мувозанатлаш 2.19-расмда курсатилган модел асосида тартибга солиш институтлари воситасида амалга оширилади.

Бундай моделга (2.18-расм ва 2.19-расм) асосланиб, ҳудуд инвестицион муҳити, унинг курсаткичлари, хусусиятлари ва унда рўй берадиган жараёнларга хос бўлган қонуниятларни, шунингдек, у билан боғлиқ ХИБ учун хос бўлган ҳодисаларнинг ривожланишини шакллантирадиган омиллар таъсирини моделлаштириш ва башорат қилиш мумкин. Бунда 2.18-расм ва 2.19-расм бўйича, бир томондан, ХИБларини тартибга солиш орқали инвестицион муҳитни, яъни (S-I)-муҳитни, яхшилаш мумкин, иккинчи томондан, инвестицион муҳитни инвестицион сиёсат воситасида яхшилаш асосида ХИБ ва ХРИни ўзаро регулятив боғлиқликда ривожлантириш мумкин.

Умуман олганда (S-I)-муҳит қуйидагилар билан белгиланади:

- иқтисодий тизимда ХИБ орқали молиявий оқимлар ҳаракатланиш механизми самарадорлиги;

- ХИБда иқтисодиёт субъектлари (унинг иштирокчилари) инвестицион салоҳияти, жалбдорлиги, rischi ва фаоллиги даражалари ҳамда инвесторларнинг бу бозордаги ҳуқ-атвори.²³⁷

Бунда иқтисодиёт субъектлари ўз фаолиятини товарлар (хизматлар) ишлаб чиқариш ва такрор ишлаб чиқариш жараёнида ҳам, ХИБда ҳам бир вақтнинг ўзида ташкил қилади.

Юқорида баён қилинганлардан келиб чиқиб ҳамда $[Y-I]+[T-G]=N$ ва $MV=PT$ тенгламаларнинг эквивалентлигини инобатга олган ҳолда, мувозанатланувчи квазианалогиялар назарияси нуқтаи назаридан ва 2.19-расмда курсатилган модел асосида назарий жиҳатдан ХИБда мувозанат тенгламасини умумий қурилишда қуйидагича қабул қилиш мумкин²³⁸

$$SV = PI \quad (1.1)$$

²³⁷ Инвесторлар ҳуқ-атвори ҳилма-ҳил ва жуда ўзгаришчан эканлиги сабабли улар ташқи ва ички таъсир курсатувчи омиллар таъсирига кучли жавоб беради, уларга қараб инвесторлар ўз капиталини улар учун энг фойдали бўлган тармоқларга қайта йўналтириши мумкин бўлади.

²³⁸ Бу ерда: I – талаб қилинган инвестициялар ҳажми; S – инвестициялаш учун таклиф этилган жамғармалар ҳажми; V – инвестиция қилинган жамғармаларни қайтариш тезлиги (яъни ликвидлик); P – инвестицияларнинг бозор нархи (Шоҳзамий Ш.Ш. Концепция сущности рынка ценных бумаг // Молия, Т., №1, 2009.-с.82-91; Экономическая системалогия: концепция и применение. - Т.: Iqtisod-moliya, 2010.-420 с.). Ушбу (1.1) тенглама асосида ХИБ иқтисодий моделини тузиш, инвестицияларга талаб ва таклифни, бозорнинг мувозанатли ҳолатини таҳлил қилиш мумкин.

Барқарор иқтисодий ўсиш ва молиявий ресурслар (инвестициялар) жалб қилиш мақсадлари учун (1.1) тенглама бўйича давлатнинг ўз ҳудудларига мос келувчи монетар ва бюджет-солиқ сиёсатларининг оптимал балансига эришиш модели 2.19-расмда кўрсатилгани каби амалга оширилади.

Юқоридаги барча айтилганлардан келиб чиқиб, ХИБ бир қанча муҳим вазифаларни бажаради:

- юридик шахсларнинг бўш пул маблағларини ва аҳолининг жамғармаларини ХИБ орқали тўлиқ ҳаракатга келтириб ХРИга жалб қилиш;

- алоҳида ҳудудлар иқтисодиётининг инвестицион муҳити ва ундаги иқтисодиёт субъектлари сифат даражасини ошириш;

- инвестициялар воситасида тадбиркорлик фаоллигининг ахборот-башорат таъминотини ва ҳ.к. ижобий омилларга эришиш.

Айнан шу вазифалар туфайли ХИБ ҳудуд иқтисодиёти ва унинг инвестицион муҳити сифат даражасини оширилишида катта аҳамиятга эга.

2.10.3. Инвестиция муҳитини тадқиқ этиш усуллари.

Инвестицион сиёсат воситасида тартибга солинувчи инвестиция муҳитини (2.18-расм) ва унинг таркибий тузилмасига кирувчи қисмларни (2.17-расм) таҳлил қилиш ҳамда улар ҳолатининг мониторингини ўтказиш ўзига хослиги билан иқтисодиётда алоҳида ўринга эга бўлганлиги сабабли, уни баҳолаш усуллари гуруҳлаштириб тизимлаштириш ва бунинг асосида Ўзбекистон учун фойдали хулосалар, тавсия ва таклифлар ишлаб чиқишда муҳим аҳамиятга эга. Чунки инвестиция муҳитини ва унинг таркибий тузилмасига кирувчи қисмларни (2.17-расм) баҳолаш ҳамда улар ҳолатининг мониторингини ўтказиш усуллари тизимлаштириш уларнинг мазмун-моҳиятини, ўзаро фарқли ва умумий жиҳатларини идрок қилишга ҳамда улар ёрдамида мамлакат, минтақалар ва ҳудудлар инвестицион муҳитини солиштирма баҳолаш учун мақбул услубларини ишлаб чиқишга ва уларни тадбиқ этиш йўл-йўриқларини аниқлашга ва уларни самарали қўллаш асосида инвестицион муҳитнинг ҳосса ва хусусиятлари, табиати, ўзгариш жараёнлари ва қонуниятларини ижтимоий ҳаёт ва иқтисодиёт билан боғлиқлигини чуқурроқ тушуниб очиб беришга хизмат қилади.

Бунда ҳудудий инвестицион муҳитни баҳолашда қуйидаги детерминантларни ажратиб кўрсатиш мумкин.

Худуднинг иқтисодий ва молиявий ривожланиш омиллари: бюджет (худуднинг молиявий ҳолатига бюджет томонидан таъсир кўрсатувчи омиллар) ва бюджетдан ташқари (худуднинг молиявий ҳолатига ҳўжалик субъектлари томонидан таъсир кўрсатувчи омиллар) омиллар. Бунда ҳудудларнинг дотация, субсидия ва субвенцияларга боғлиқлиги ҳам ҳисобга олинади. Шу билан бирга худуднинг иқтисодий ривожланиш омилларига ҳудуд иқтисодий ривожланиш кўрсаткичлари киради.

Сиёсий ва ташкилий-ҳуқуқий омиллар (уларни ифодалаш ва баҳолаш вербал ва эксперт таҳлилларга асосланади): ҳудуд раҳбариятига аҳолининг ишончи даражаси, вакиллар ва ижрочи органларнинг ўзаро ҳамкорликдаги ҳаракати самарадорлиги, давлат ва маҳаллий ҳокимият органларининг муносабатлари, ҳудудда ижтимоий ва сиёсий барқарорлик (баҳоратлилиги), давлат бошқарувининг сифати ва инвесторлар учун ҳудуд бўйича барча ахборотларнинг очиқлиги, ҳудудда коррупцияланиш даражаси, либераллик даражаси, ҳудудда миллий-диний барқарорлик, суд ҳокимиятининг самарадорлиги, маҳаллий ҳокимиятнинг инвесторларга нисбатан муносабати, тадбиркорликни амалга оширишда бюрократлилик даражаси ва маъмурий тўсиқлар, ҳудуд ҳокимлиги томонидан қонунларга риоя қилиниш даражаси,

Худуд бозори салоҳиятининг статистик (миқдорий) кўрсаткичлари: асосий воситаларнинг нисбий вазни, бозор инфратузилмасининг (молия-кредит тизими, корхоналар, ташкилотлар ва ҳ.к. бозор институтларининг) ривожланганлик даражаси, тадбиркорликнинг ривожланганлиги даражаси, маҳаллий бозорнинг ҳажми, маҳаллий коммуникацияларнинг мавжудлиги ва ҳолати, худуднинг ҳом ашёга ва табиий ресурсларга бойлиги.

Худуднинг ижтимоий ривожланиш индикаторлари: квинтил коэффициенти, аҳоли даромадлари, истеъмоли ва яшаш даражаси ва дефицити, уй-жой фонди ва унинг параметрлари, қашшоқлик даражаси, истеъмол маҳсулотлари савати, аҳоли менталитети ва урф-одатлари, меҳнат бозоридаги ҳолат.

Худуднинг инвестицион rischi ва инвестицион фаоллиги омиллари. Инвестицион riskни баҳолашда қуйидаги кўрсаткичлардан фойдаланилади: ЯХМ ўсиши тенденцияси, молия-кредит тизими барқарорлиги, илмий салоҳиятни қўллаб-

қувватланиши, яшаш даражаси ва сифати, импортга боғлиқлик даражаси, асосий воситаларнинг эскирганлиги даражаси, ижтимоий барқарорлик даражаси, демографик барқарорлик, атроф муҳит муҳофазаси, криминаллик даражаси, тадбиркорлик risks.

Инвестицион фаолликни баҳолашда қуйидаги кўрсаткичлардан фойдаланилади: асосий капиталга инвестициялар динамикаси, хусусий ички инвестициялар динамикаси, ҳорижий инвестициялар динамикаси.

Мамлакатлар инвестицион муҳити ва унинг таркибий тузилмасига кирувчи қисмларни (2.17-расм) баҳолаш тарихи 35 йилдан зиёд даврни ўз ичига олади. Шу давр мобайнида мамлакатлар инвестицион муҳитини, айниқса инвестицион жалбдорлигини, солиштирма баҳолаш бўйича жаҳонда ҳозиргача бир қатор усуллар ва уларга асосланган тадқиқотлар мавжуд бўлиб, улар ичида биринчилардан бўлиб Гарвард бизнес мактаби намоёндалари томонидан ушбу соҳа бўйича илк бор 1969 йилда амалга оширилган тадқиқотни кўрсатиш мумкин. Бунда мамлакатларни солиштирма баҳолаш усули асосига эксперт шкаласи қўйилган бўлиб, унинг таркибига ҳар бир мамлакат бўйича қуйидаги кўрсаткичлар киритилган: миллий ва чет эл инвесторлари учун яратилган ҳуқуқий шароитлар, капитални ташқарига олиб чиқиб кетиш имконияти, миллий валютанинг барқарорлиги, сиёсий ҳолат, инфляция даражаси, миллий капитални ишлатиш имконияти.²³⁹ Ушбу усулнинг камчилиги – миқдорий таҳлил учун ҳисоблашларни амалга оширишнинг стандарт коэффициентлари ва формулалари мавжуд бўлмасида эксперт шкалага кирган кўрсаткичлар тўлиқ ва етарлича бўлмаган, барча мезонлар эксперт хулосаларга асосланганлиги тадқиқот натижаларида ҳатolik даражаси юқори бўлган, инвестицион муҳит ҳолатининг жорий мониторинги ва диагностикасини ўтказилишида бир мунча қийинчиликлар келиб чиқади. Бу эса инвесторлар учун етарли бўлмаган. Ижобий тарафи – экспертлар томонидан баҳоланган мезонларда расмий статистика томонидан ҳисобга олиниши мумкин бўлмаган воқелик ва тарафларни ҳисобга олиниши мумкин. Чунки нуфузли экспертлар ўз хулосаларида билим, интуиция ва тажрибаларига, объектив ҳодисалар мазмунига таянадилар.

²³⁹ Шахнзаров А., Ройзман И. Инвестиционная привлекательность регионов // Инвестиции в Россию, 1996, №9.-с.20.

Гарвардлик олимларнинг мазкур эксперт усулидан кейинги даврда ишлаб чиқилган усулларнинг кўпчилиги асосан инвестицион жалбдорлиликни баҳолаш параметрлари сонини ошириш ва миқдорий (статистик) кўрсаткичларни киритиш ҳамда улар асосида инвестицион муҳит ҳолатининг мониторингини ўтказиш билан боғлиқ бўлиб, бунда қуйидаги индикаторлар қўлланилган: иқтисодий тизимнинг тури, макроиқтисодий кўрсаткичлар, табиий ресурслар билан таъминланганлик даражаси, инфратузилма ҳолати, ташқи савдонинг ривожланиш шароитлари, иқтисодиётда давлатнинг иштироки.

XX асрнинг 80-йиллари охирида ўтиш иқтисодиётига мансуб давлатларнинг вужудга келиши ва улардаги инвестицион жараёнларнинг ўзига хос равишда кечиши муносабати билан инвестицион муҳитни солиштирма баҳолаш, мониторинги ва диагностикасининг бир нечта методологик ёндашувларни юзага келишига сабаб бўлди. Булар қаторига Жаҳон банки ва Гарвард бизнес мактаби (BERI) услубиётлари ҳамда бир қатор консалтинг фирмалари – «PlanEcon», «Fortune», «The Wall Street Journal Europe's», «Multinational Business», «Эксперт РА» ва б. – томонидан бир-биридан ҳолис равишда ишлаб чиқилган услублар мисол бўлиши мумкин. Мазкур услублар инвестициялашнинг шароитлари ва натижалари, мамлакатнинг халқаро иқтисодий марказларга яқинлиги, институционал ўзгаришлар кулами, демократик традициялар, реформаларнинг ҳолати ва истиқболлари, меҳнат ресурслари сифати каби кўрсаткичларни ҳисобга олган. Ҳозирда жаҳон мамлакатлари инвестицион жалбдорлиги ва кредит рейтингини ҳамда инвестицион жалбдорлилик ҳолатининг мониторинги натижалари нуфузли иқтисодий журналлар – «Euromoney», «Fortune», «The Economist», «Standard&Poor's (S&P)», «Moody's», IBCA ва шулар каби б. – томонидан мунтазам равишда чоп этилиб борилади.

Худудлар инвестицион муҳитини диагностика қилишнинг ҳозиргача мавжуд бўлган усулларини тўртта йирик гуруҳга ажратиш мумкин: 1) факторли таҳлил усуллари; 2) эксперт баҳолаш усуллари; 3) аралаш усуллар; 4) математик усуллар.

Кўпчилик иқтисодчилар инвестицион муҳит мазмунини тахминан бир хил таърифласаларда, лекин унинг тузилмаси ва баҳолаш усулларига келганда уларнинг фикрлари бир мунча фарқланади. Шу муносабат билан инвестицион муҳитни

баҳолашнинг унга йирик ёндашувини кўрсатиш мумкин: ихтисослашган, факторли (омилли), рискли.

Биринчи ёндашув қуйидаги индикаторлар динамикаси бўйича баҳолашни назарда тутди: ЯИМ, миллий даромад ва саноат товарларини ишлаб чиқариш ҳажми, миллий даромаднинг тақсимланиши, истеъмол ва ҳаражатлар мутаносиблиги, хусусийлаштириш жараёнларининг кечиши, инвестицион фаолиятни ҳуқуқий тартибга солиниш ҳолати, инвестицияларнинг алоҳида бозорларининг ривожланиши (жумладан, қимматли қоғозлар, лизинг ва кредит бозорларининг).

Тор ёндашув тарафдорлари ҳўжалик тизими, жумладан, минтақавий ҳўжалик тизими, инвестицион жалб этувчанлиги (жалбдорлиги)ни баҳолашнинг асосий кўрсаткичи сифатида фойдаланилаётган активларни даромадлилиги даражасини иккита вариант бўйича ҳисоблаб чиқишни таклиф этадилар: а) товар ва хизматлар сотишдан олинadиган фойданинг фойдаланилаётган активлар умумий миқдорига нисбати; б) баланс фойдасининг фойдаланилаётган активлар умумий миқдорига нисбати.

Мазкур ёндашув таҳлил ва ҳисоб-китобларнинг нисбатан оддийлиги билан ўзига жалб этади. Бу ёндашув универсал саналиб, ундан турли поғонадаги ҳўжалик тизимлари инвестиция муҳитини тадқиқ этишда фойдаланиш мумкин. Унда ҳар қандай инвесторнинг тадбиркорлик фаолиятидан асосий мақсади — белгиланган вақт ўтгач, киритилган маблағларни фойдаси билан қайтариб олиш ҳисобга олинади. Бироқ у методологик ёндашувларнинг аксариятига мос келмайди. Унда манфаатлар баланси акс эттирилмаган, инвестиция муҳити эса иқтисодий барқарорлик ва ривожланишнинг инвестицион тури билан боғлиқ эмас. Ушбу усул инвестициялар омилининг бошқа ҳўжалик тизимларининг ресурс омиллари ривожланиши билан объектив алоқаларини умуман эътиборга олмайди.

Омилли ёндашув. Мазмун-моҳиятига кўра ушбу ёндашув мазмунан бир-бирига яқин бўлган ва омиллар деб аталadиган кўрсаткичлар йиғиндисидан таркиб топадиган йириклаштирилган гуруҳлар тузишдан иборат. Бундаги таҳлил ишлари ҳар бир алоҳида кўрсаткич билан эмас, балки инвестиция муҳитига таъсир кўрсатувчи фактор — йириклаштирилган гуруҳ билан олиб борилади. Уларнинг орасида:

1. Иқтисодий салоҳият характеристикаси (худуднинг ресурслар билан таъминланганлиги, биоиклим салоҳияти, ишлаб чиқаришни инвестициялаш учун бўш ерлар мавжудлиги, энергетика ва меҳнат ресурслари билан таъминланганлик даражаси, илмий-техник салоҳият ва инфратузилмани ривожланганлик даражаси).

2. Хўжалик юритишнинг умумий шароитлари (экологик хавфсизлик, моддий ишлаб чиқариш тармоқларининг ривожланганлиги, тугалланмаган қурилиш ҳажми, асосий ишлаб чиқариш фондларининг эскирганлик даражаси, қурилиш базасининг ривожланганлиги).

3. Худудда бозор муҳитининг етуқлиги (бозор инфратузилмасини ривожланганлиги, хусусийлаштиришнинг инвестицион фаолликка таъсири, инфляция ва унинг инвестицион фаоллиятга таъсири, аҳолининг инвестиция жараёнига жалб қилинганлик даражаси, тадбиркорликнинг рақобат муҳитини ривожланганлиги, маҳаллий сотув бозори сигими, хўжаликлараро алоқалар қизғинлиги, экспорт имкониятлари, хорижий капиталнинг мавжудлиги).

4. Сиёсий омиллар (аҳолининг худуд ҳокимиятига бўлган ишончи даражаси, давлатнинг марказий ва худудий органлар ўртасидаги муносабатлар, ижтимоий барқарорлик даражаси, миллий-диний муносабатлар ҳолати).

5. Ижтимоий ва ижтимоий-маданий омиллар (аҳолининг турмуш даражаси, яшаш ва маиший шароитлар, тиббий хизмат кўрсатишнинг ривожланганлиги, ичкиликбозлик ва гиёҳвандликнинг тарқалганлиги, жиноятчилик даражаси, реал иш ҳақи ҳажми, миграциянинг инвестиция жараёнларига таъсири, аҳолининг маҳаллий ва хорижий тадбиркорларга муносабати, хорижлик мутахассислар учун иш шароитлари).

6. Ташкилий-ҳуқуқий омиллар (ҳукуматнинг чет эл инвесторларига муносабати, ҳукумат органларининг қонунчиликка амал қилиши, корхоналарни рўйхатдан ўтказиш ҳақида қарорлар қабул қилишда тезкорлик даражаси, ахборотнинг очиқлиги, маҳаллий маъмуриятнинг профессионаллик даражаси, ҳуқуқни муҳофаза қилиш органлари фаолиятининг самарадорлиги, товарлар, капитал ва ишчи кучининг ҳаракатланиш шароитлари, маҳаллий тадбиркорлар ахлоқи ва ишбилармонлик хислатлари).

7. Молиявий омиллар (бюджет даромадлари, шунингдек, аҳоли жон бошига бюджетдан ташқари фондлар маблағлари билан таъминланганлиги, давлат ва маҳаллий бюджетлар молиявий

ресурсларидан фойдаланилишнинг очиклиги, хорижий валютадаги кредитлардан фойдаланишнинг очиклиги, банк фонзи даражаси, банклараро ҳамкорликнинг ривожланганлиги, аҳолининг ҳар 1000 кишига туғри келадиган банк кредитлари, узоқ муддатли кредитлар салмоғи, аҳоли жон бошига туғри келадиган омонатлар улуши, зиён куриб ишлаётган корхоналар улуши).²⁴⁰

Инвестиция муҳитини баҳолашга кўп омилли ёндашувга хос бўлган хусусиятлар қуйидагилар ҳисобланади²⁴¹:

- инвестиция муҳити ва инвестиция rischi тоифаларининг қарама-қаршилиги;

- инвестиция муҳити ва тадбиркорлик муҳити тушунчаларининг фарқланиши;

- мамлакат (минтақа) инвестиция муҳитининг объектив характерга таяниши, унинг алоҳида инвесторлар истакларига боғлиқ эмаслиги;

- инвестиция муҳитининг асосий капиталга инвестициялар билан боғлиқлиги (ушбу ёндашув характерининг кўп поғоналилиги);

- инвестиция муҳитининг инвестор фаолияти шароитлари ва инвестиция салоҳияти билан боғлиқлиги;

- минтақаларни таснифлашда омилларнинг сифат жиҳатидан бир хиллигининг устуворлиги.

Турли даражадаги ҳўжалик тизимлари инвестиция муҳитини баҳолашдаги омилли ёндашувда барча омиллар бўйича ўртача вазнлаштирилган баҳолар йиғиндиси умумий (жамланма) кўрсаткич бўлиб хизмат қилади. Инвестиция муҳити умумий кўрсаткичи у ёки бу ҳўжалик тизимига инвестициялар киритиш учун жалбдорлилик ўрнига ҳал қилувчи мезон бўлиб хизмат қила олмайди. У одатда инвестиция муҳитининг ҳолати ва динамикасига бевосита таъсир кўсатувчи у ёки бу омиллар ривожланганлиги ҳақида ахборот билан тўлдирилади. Маблағ киритиш объекти ҳақида қарор қабул қилишда ҳар бир инвестор ўзининг омиллар тўпламига таянишга ҳақли. «The Wall Street Journal Europe's»²⁴² журналида омиллар таъсирини тадқиқ этишга асосланган қуйидаги солиштирма таҳлил услубияти таклиф этилган. Унга кўра, 10 та иктисодий ва сиёсий кўрсаткич – иктисодий ўсиш, нархлар

²⁴⁰ Креймер Г. Государственное регулирование инвестиционного климата в условиях рыночных преобразований: Автореф. дис. канд. экон. наук. М., 1997.-31 с.

²⁴¹ Шеремет В.В. Управление инвестициями. Т. 1. М.: Высшая школа, 1998.

²⁴² Heuzler H. Investment Prospects in Eastern Europe/ The Wall Street Journal Europe's, 1996. P. 17-20.

барқарорлиги, сиёсий барқарорлик, валюта барқарорлиги, хусусийлаштириш, инфратузилма, маҳсулдорлик, қонунчилик асослари, савдо истикболлари ва табиий ресурслар – кўриб чиқилади. Шарқий Европанинг 25 мамлакати учун 2000 йилда баҳолаш 10-баллик шкала бўйича (10 балл – энг юқори баҳо) баҳоланган. Рейтинг услубиятининг афзаллиги – унинг соддалиги, нисбатан арзонлиги, олинган натижаларни демонстративлигидир.

Рискли ёндашув. Унинг тарафдорлари инвестиция муҳитининг таркибий қисмлари сифатида иккита асосий вариантни – инвестиция салоҳияти ва инвестиция рискларини – кўриб чиқадилар. Ушбу ёндашувга мисол тариқасида И. Тихомирова услубиятини²⁴³ келтириш мумкин.

Методологик талабларнинг аксариятига инвестиция муҳитини баҳолашнинг омилли усули кўпроқ тўғри келади. Унинг афзалликлари қаторига қуйидагилар киради: куплаб омил-ресурслар ўзаро алоқаларининг ҳисобга олиниши, шунингдек, миллий иқтисодий тизимнинг иерархияга асосланганлиги; экспертлар баҳолари субъективлигини текислаб юборувчи статистика маълумотларидан фойдаланиш; ҳудудлар ва иқтисодиётнинг турли поғоналари инвестицион жалбдорлигини аниқлашда уларга дифференциацияланган (табақалаштирилган) ёндашув; барча инвестицион манбалардан максимал даражада самарали фойдаланишни таъминлашга интилиш. Инвестиция муҳитига қўшимча методологик талаблар уни баҳолашнинг омилли ёндашувини такомиллаштириш учун қатор йўналишлар таъриф этишга имкон беради. Масалан, юқорида кўрсатилган баҳоланиши қийин бўлган омилларни омиллар тўпламидан олиб ташлаган маъқул. Бу муаммоларни урганиш, фойдали эканлиги шубҳасиз, бироқ уларни барча ҳужалик тизимларига нисбатан ҳисобга олмаслик мумкин.

Омиллар таҳлилни ўтказишда илмий-техник ва инновацион салоҳият кўрсаткичлари муносиб баҳоланмайди, ҳудуд инвестиция муҳитини ҳеч бўлмаса минтақа иқтисодиётида асосий, устувор ҳисобланган тармоқлар бўйича структуралаш амалга оширилмайди. Инвестиция муҳити интеграл кўрсаткичда (омиллар усули) ҳудудлараро кооперация ва ҳудудлараро меҳнат тақсимотининг ривожланиш даражаси ўз аксини топмайди.

²⁴³ Тихомирова И. Инвестиционный климат в России: региональные риски // Эксперт, 2000, №39. – сс. 26-32.

Инвестиция муҳитини баҳолашнинг юқорида баён қилинган ёндошувлари илмий асосланганлиги ва амалий аҳамиятини баҳолаш учун мос келувчи хориж тажрибаларини кўриб чиқамиз. Япония ва бошқа айрим мамлакатларда инвестиция муҳити микдорий баҳоланмасдан, унинг сифатий-таърифий тавсифларидан фойдаланилади. Ушбу услубият хўжалик тизимларини таққослашни қийинлаштириши, унда субъективлик элементи катталиги сабабли, бу услубиятни Ўзбекистонда жорий этишни қўллаб-қувватланмаса бўлади.

Мамлакат ичкарисида ва мамлакатлар ўртасида ҳудудлараро баҳолаш бўйича ҳам у қадар кўп тавсиялар чоп этилмаган. Ваҳоланки, бундай баҳолаш мақсадлари турлича бўлиб, уларда бир-бирига жуда ўхшаш бўлган омиллар гуруҳлари кўриб чиқилади. Масалан, 1980 йилдан бошлаб чоп этилаётган «Institute for management development (IMD)» (Лозанна) ҳисоботлари бозор иқтисодиёти амал қиладиган мамлакатлар умумий рейтингини ҳақиқадир. АҚШда турли омилларни, жумладан, сиёсий қизиқишлар, экологик ҳаракат ҳолати ва бошқаларни ҳисобга олиш усули фойдаланилади. Уларнинг асосида барча штатлар бўйича чоп этиладиган «Йиллик статистик харита» инвестиция муҳитининг тўртта умумлаштирилган курсаткичини қамраб олади: инвестициялар иқтисодий самарадорлиги, ишбилармонликнинг яшамоллиги, ҳудуднинг ривожланиш салоҳияти ва солиқ сиёсатининг асосий таркибий қисмлари.

Жаҳонда БЕРИ, Салеван ва бошқа балл тизими услубиятлари маълум. БЕРИ индекси Гарвард бизнес мактаби (АҚШ) микдорий услубияти асосида ҳисоблаб чиқилади.²⁴⁴ Ҳар бири ўзининг салмоғига эга бўлган 15 та асосий мезон белгилаб олинади. Мезонга 0-4 оралиғида баҳо (баҳолаш индекси) берилади. Бу индекслар ҳар бирининг салмоғини ҳисобга олган ҳолда белгиланган тарзда жамланади ва натижаловчи индекс – уч йилда бир марта 45 мамлакат бўйича чоп этиладиган БЕРИ индекси – олинади.

Қондага кўра, хориж мамлакатларида инвестиция муҳитини баҳолаш макроиқтисодий соҳага тадбиқи бўйича амалга оширилади. Махсус консалтинг фирмалари, банк, журнал ва газеталар экспертлари ўқувчилар, буюртмачилар ва бошқаларнинг

²⁴⁴ Stobaygh B.B. How to analyze foreign investment climates// Harvard Business Review. 1969. Sept. – Oct. P. 96-116.

қизиқишларига қараб, турли сондаги (15 дан 178 гача) мамлакатлар буйича тахлил ўтказадилар. Бунда ҳисобга олинadиган курсаткичлар сони «Euromoney» журналида 9-тадан, Швейцария менежментни ривожлантириш институтида 381-тагача бўлади.

Жаҳон амалиётида қарз олувчининг ишончилиги ва сифатини аниқлаш учун кредит рейтингларидан фойдаланилади. Қарор қабул қилишда портфелли инвесторлар эмитентнинг олган қарз миқдори ва фоизлар буйича туловларни ўз вақтида амалга ошириш қобилияти ва юридик мажбуриятлари ҳақида тасаввурга эга бўладиган мамлакатларнинг махсус молиявий ёки кредит рейтингларига таянадилар. «Катта олтилик»ка мансуб бўлган машхур экспертлик агентликлари: Standart&Poor's, Moody's, Arthur Andersen, IBСA, «Euromoney» ва б. айнан шу рейтингларни ишлаб чиқишга ихтисослашган. Рейтингдан мақсад — умумий тизим доирасида мамлакатлар, минтақалар ва корхоналарнинг кредит лаёқати ва қарз мажбуриятлари нисбий риск даражасини рангларга ажратиш ҳисобланади.

Хорижий рейтинг агентликлари услубияти ривожланган мамлакатлар йирик банкларининг вакиллари бўлган экспертлар сўровини қамраб олади, бироқ у ёки бу омилнинг ҳолати ҳақида статистик ахборотларни ҳам ҳисобга олади. Бу омиллар орасида қуйидагилар мавжуд: макроиқтисодий курсаткичлар башоратлари; товарлар учун туловларни амалга оширмаслик rischi; кредитларни қайтармаслик rischi; дивиденд туловлари буйича риск; хусусий мулкни давлат мулкига айлантириш, мусодара қилиш ва мажбурий тарзда тортиб олиш rischi; қарз курсаткичлари; мамлакат кредит лаёқатининг баҳоси; банк активлари, халқаро облигациялар соҳасидаги сиёсат; чегирма ва жарималар буйича сиёсат.

Йигирма йил давомида Жаҳон иқтисодий форуми экспертлари гуруҳи томонидан ўтказиб келинаётган дунё мамлакатлари рақобатбардошлиги, шунингдек, Жаҳон банки йиллик маърузалари, тадқиқот мақсадлари буйича бир-бирига яқин ҳисобланади. Айтиб ўтилган баҳолаш натижалари у ёки бу даражада турли мамлакатларда инвестиция rischi нисбий даражасини акс эттиради ва хорижий инвесторлар учун муҳим мулжал ва йўналишлар бўлиб хизмат қилади.

Юқорида баён қилинганларни умумлаштирган ҳолда шундай хулосага келиш мумкин:

Барча услубиятларда ёки балл баҳолари, асосан экспертлар баҳолари ёки омилларнинг статистик балл баҳоларидан фойдаланилади.

Эксперт баҳолари, қоидага қўра, субъектив саналади, чунки эксперт камдан-кам ҳолларда энг юқори ёки энг қуйи баҳолар қўяди. Эксперт баҳоларининг афзаллиги уларнинг соддалиги, шунингдек, эксперт номунтазам, соф сифат характериға эға бўлган бир маротабалик ахборотдан ҳам фойдаланиши мумкинлиги ҳисобланади. Эксперт усуллари орасида «ақлий ҳужум» ва «Дельфи» усулларини ажратиб кўрсатиш мумкин.

Статистик кўрсаткичларни балл баҳоларига келтиришда бирон-бир шкаладан фойдаланилади, у ҳудудлар бўйича статистик кўрсаткичларнинг табақалашув даражасини тўлиқ маънода акс эттира олмайди.

Албатта, яхшиси ҳатолик даражаси камлиги билан ажралиб турадиган амалий статистика маълумотларидан фойдаланиш маъқул, бироқ айрим вазиятларда экспертлар баҳоларидан фойдаланишға ҳам тўғри келади.

Юқорида келтирилган методологик ёндашувлардан фарқли, инвестиция муҳити ва унинг таркибий қисмларини баҳолаш учун иқтисодиёт илм-фани учун янги бўлган иқтисодий системалогия²⁴⁵ қоидалари, 1.4-жадвалдаги ёндашув ва усуллардан фойдаланиш фойдадан ҳоли эмас. Чунки, иқтисодий системалогия «3D-формат»да (яъни тўлиқ ҳажмда, уч сонлар ўқида ифодаланган координата системасида) иқтисодиётни, жумладан, минтақавий (ҳудудий) иқтисодиётни, умуман бозор, жумладан, инвестициялар бозори, билан регулятив боғлиқликда ифодалаб, уни турли иерархик поғоналарда – мета, макро, мезо, микро ва нано поғонада – тизимли тадқиқ этиш ва улар асосида инвестицион муҳитға комплекс баҳо бериш имконини беради.

Юқорида берилган усуллар қаторига Ўзбекистонлик олимларнинг ҳудудлар инвестицион муҳитини интеграл коэффициент ёрдамида микдорий баҳолаш усулини²⁴⁶ ҳам қўшиш мумкин. Ушбу коэффициентнинг микдорларига қўра ҳудудлар учта гуруҳға ажратилиб баҳоланади.

²⁴⁵ Шоҳаммадӣ Ш.Ш. Экономическая системология: концепция и применение. - Т.: Iqtisod-moliya, 2010-421 с.

²⁴⁶ Назаров Ш.Х., Рафиев А.А. Инвестиционный климат региона и методы его оценки. //Макроэкономические и региональные аспекты моделирования устойчивого экономического роста. Материалы Форума экономистов Узбекистана: 14.12.2010 г., Ташкент, ИПМН, ПРООН, вад. InfoCOM.uz, 2011.-с.229-234.

Умуман олганда нуфузли хорижий институтлар ва иқтисодчи-олимларнинг²⁴⁷ жиддий эмпирик тадқиқотларга асосланган қуйидаги фикр ва мулоҳазалари фойдадан холи бўлмайди.

1. Иқтисодий ўсиш, инвестициялар ва ривожланган инвестиция муҳитига эга инвестициялар бозори иқтисодиёт фаолият юритишининг самарали фонд модели (айниқса, инвестицион-инновацион жараённинг²⁴⁸) сифатида ўзаро чамбарчас боғлиқ бўлиб, тенг микдорда ўзаро алоқада ҳаракат қилади.²⁴⁹ Бунда айнан инвестициялар бозори орқали объектив экспертизадан ўтадиган ва муомаладаги хусусий инвестициялар, иккита вазифани – инвестицияларнинг ортиши ва инфляциянинг пасайишини – ҳал этилишини таъминлайдиган механизм муҳим аҳамиятга эга.²⁵⁰

2. Жаҳон инвестициялар бозори молиявий глобаллашувнинг якқол кўринишларидан бири сифатида: инвестиция оқимлари учун самарали рақобат ва капитал халқаро ҳаракати эркинлигини таъминлайди; инвестициялар учун рақобат қилувчи мамлакатларнинг макроиқтисодий ва инвестиция сиёсатига таъсир этади; иқтисодиётдаги (иқтисодий ўсишдаги)²⁵¹ стохастик (қиска муддатли) тебранишларни юмшатади; жаҳон иқтисодиётининг рақобатли ривожланишини таъминлайди²⁵². Бунда унинг ривожланиш динамикаси узоқ муддатли иқтисодий цикллардан

²⁴⁷ Қуйидаги ишларни қўрсатиш мумкин: Дж.Герли и Е.Шоу «Финансовый сектор и экономическое развитие», М.Биссвагтера и Р.Голдсмета «Финансовый сектор и развитие», Л.Зигалеса и Р.Раджава «Спасение капитализма от капиталистов. Скрытые силы финансовых рынков – создание богатства и расширение возможностей» и др.; российских институтов – «Финансовая система и экономический рост» (Ассоциация независимых центров экономического анализа в 2006 г.), «Факторы экономического роста в переходной экономике: некоторые проблемы развития» (работа подготовлена специалистами Института экономики переходного периода, 2003 г.), «Идеальная модель фондового рынка России на среднесрочную перспективу до 20015 г. (НАУФОР); Kul B. Luinzel, Mosahid Khan, Philip Arestis, Konstantinos Theodoridis. Financial structure and economic growth. //Journal of Development Economics, 28 November 2007; Шоҳқазамий И.И.И. Сравнительный анализ рынков ценных бумаг развивающегося мира и выводы для Узбекистана //Экономика и финансы, Москва, №2 (155), 2009.-с.26-27.; Шоҳқазамий И.И.И., Чепель С.В. Учебно-методическое пособие по использованию данных Всемирного банка по мировой экономике в анализе общеэкономических условий развития РЦБ для изучения соответствующих тем по дисципине «Финансометрика». -Т.: Iqtisod-moliya, 2009.-48 с.; ряд российских ученых-экономистов, работы которых приведены в списке литературы данной работы.

²⁴⁸ Райская Н.Н., Сергуненко Я.В., Френкель А.А. Фондовый рынок в системе финансирования инвестиций и инноваций//Мировая экономика и международные отношения, М., №11, 2007.-с.30-35.

²⁴⁹ Kul B. Luinzel, Mosahid Khan, Philip Arestis, Konstantinos Theodoridis. Financial structure and economic growth. //Journal of Development Economics, 28 November 2007.

²⁵⁰ Данилов Ю. Частные инвестиции, проходящие через рынок ценных бумаг, это именно тот механизм, который обеспечил решение двудекой задачи – рост инвестиций с одновременным снижением инфляции//Эксперт, М., №13, 2006.-с.57-59.

²⁵¹ Розанова Н., Назаренко А. Влияние фондового рынка на экономическую динамику в модели перекрывающихся поколений//Вопросы экономики, М., №4, 2007.-с.60-69.

²⁵² Хьюз О.В. Международная финансовая интеграция коллективных инвесторов//Финансы, М., №8, 2007.-с.55-59; Хоминич И.П. Финансовая глобализация//Банковские услуги, М., №8, 2002.-с.2-13; World Economic Outlook/IMF: Washington, DC, 2006. P.218; Головин М. Финансовая глобализация и ограничения национальной денежно-кредитной политики//Вопросы экономики, М., №7, 2007.-с.20-34.

ҳосил бўлади²⁵³ (яъни унинг ривожланиш суръати ва иқтисодий ўсишнинг интенсивлик даврлари синхрон бўлади).

3. Жаҳон инвестициялар бозорида П.Э. Самуэльсон томонидан ифодаланган «акселератор тамойили» самарали амал қилади, унга кўра: «реал ЯИМ ўсиши ўз ортидан реал инвестициялар ўсишига олиб келади, ўз навбатида, реал инвестицияларнинг кўтарилиши жавоб тариқасида ЯИМ ўсишига сабабчи бўлади»²⁵⁴; Жаҳон банки²⁵⁵ мутахассислари томонидан аниқланган қонуниятга кўра: «бозорлар ўртасидаги фарқларни ҳисобга олган ҳолда ривожланиш даражаси юқори бўлган мамлакатларда инвестициялар узоқ муддатли истикболда ўртача йилига 1 фоиз тезроқ ўсади».

4. Жаҳон валюта бозори ташқи савдо битимларига тобора камроқ ва асосан қимматли қоғозлар шаклида²⁵⁶ халқаро капитал ҳаракати билан боғлиқ битимларга тобора кўпроқ хизмат кўрсатмоқда. 1991-2011 йилларда мамлакатлараро капитал ҳаракати динамикаси²⁵⁷ жаҳон инвестициялар бозори ролининг кучли эканлигини кўрсатади.

5. Фақат иқтисодиётда монетизация даражасининг 55 фоиздан кам бўлмаслиги шартидagina ривожланаётган инвестициялар бозори муносиб ривож топа бошлайди, уларда қулай инвестицион муҳит шаклланади, катта инвестиция оқимлари жалб қилинади ва самарали фойдаланилади, инфляциянинг узоқ муддатли пасайишига эришилади²⁵⁸.

6. Ривожланаётган мамлакатлар инвестиция бозорида рўй берадиган эмиссион-инвестицион жараёнлар динамикасидаги тенденциялар жаҳон молия ва товар бозорларидаги тез ўзгарувчан вазиятга сезувчанлиги энг юқори бўлади. Агар иқтисодий ўсиш учун инвестициялар омили муҳим аҳамият касб этадиган бўлса, бу омил ва рақобатбардошлик индекси ўртасида тўғридан-тўғри ўзаро алоқа, ҳеч бўлмаганда ўрта муддатли истик-болда, ўринга эга бўлади. Бошқа томондан, ривожланишнинг инновацион турига

²⁵³ Миркина Я.М. Рынок ценных бумаг России: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития.-М.: Альпина Паблишер, 2002.-с.109-122; Рубцов Б.Б. Мировые фондовые рынки: проблемы и тенденции развития//Автореферат докт.дис.-М.: Финансовая академия при Правительстве РФ, 2000.-48 с.

²⁵⁴ www.econline.ru.

²⁵⁵ Дюррешан А.Е. Эффективный рынок капиталов и экономической рост//Финансы, М., 2007, №3.-с.56.

²⁵⁶ Головин М. Финансовая глобализация и ограничения национальной денежно-кредитной политики//Вопросы экономики, М., №7, 2007.-с.20-34.

²⁵⁷ Капиталинг транснациональн характерн кўрсаткичн сифатида мамлакатдан мамлакатга капитал оқиб келиши ва чықиб кетиши суммасыдан фойдаланилган.

²⁵⁸ Чельд С.В., Фаттахова Ж.А. Ключевые элементы эффективной инвестиционной политики в развивающихся странах: возможные ориентиры для Узбекистана. -Т.: ЦЭИ, 2007.-48 с. (www.cer.uz); А.Навой. Прямые инвестиции: несправой путь в экономикку//Вопросы экономики, М., 2007, №11.-с.63-75.

ўтиш учун инсон капиталига инвестициялар ҳам ўта муҳим роль уйнайди.²⁵⁹

Мохиятига кура, 1-6-бандларда келтирилган далиллар инвестициялар бозори ва инвестицион муҳитнинг хорижий тадқиқотчилар томонидан асосланган назарий-эмпирик қондаларнинг умумлашуви куриб чиқиладиган индикаторлар билан ўзаро алоқалари ҳақидаги саволларга жавобдир. Бундан куйидаги хулоса келиб чиқади: кучли инвестицион муҳитга эга ривожланган инвестициялар бозори иқтисодиётда рўй бераётган воқеа-ҳодисаларни тулиқ акс эттиради, демак, инвестициялар бозори ва реал иқтисодиёт бир-бирига боғлиқ ва эквивалент (2.19-расм) ҳисобланади.

Умуман олганда, юқорида келтирилган далиллар ривожланган ва прогрессив ривожланаётган мамлакатларда кўриб чиқиладиган кўрсаткичлар ўртасидаги алоқалар объектив қонуниятларга асосланганлигидан далолат беради, бу мамлакатлар тажрибаси иқтисодиётда инвестициялар ролини ошириш борасида Ўзбекистон учун жуда фойдали ҳисобланади.

Хулосалар:

- жаҳон глобаллашуви шароитида тараққиётнинг «Ўзбек модели»га асосланган давлатнинг изчил ва самарали макро-иқтисодий сиёсати доирасида мамлакат ва унинг ҳудудлари инвестиция муҳитини кучайтириш иқтисодиётни модернизация қилишга инвестициялар ҳажмини кескин ошишига, бу эса, мос равишда барқарор иқтисодий ўсишга ва инфляциянинг пасайишига олиб келади;

- тараққиётнинг «Ўзбек модели» асосида давлат томонидан самарали ва изчил амалга ошириладиган макроиқтисодий ва фаол инвестиция сиёсати доирасида мамлакат ва унинг ҳудудлари инвестиция муҳитини янада ошириш муаммосининг ечими инвестицион сиёсат воситасида тартибга солинувчи ҳар бири ўз инвестицион муҳитига эга бўлган ҳудуд инвестициялар бозори (ХИБ) ва ҳудуд реал иқтисодиётининг (ХРИ) ўзаро узвий боғлиқликда қарашни тақозо этувчи Ўзбекистон илм-фани учун янги бўлган замонавий инструментарий ва махсус методологик базисга асосланиши зарур. Бунда энг яхши имконият ва истиқболларини Ўзбекистон Республикаси Президенти

²⁵⁹ Чепель С.В. Какой экономический рост обеспечит повышение конкурентоспособности стран СНГ: результаты эмпирического анализа//Экономический анализ: теория и практика, М., №23, 2007 г.-с.56-64.

И.А. Каримовнинг фундаментал асарлари ва уларнинг қоидаларига мос иқтисодий системалогия тақдим этиши мумкин;

- инвестиция муҳитнинг инвестиция сиёсати воситасидаги регулятив схемасида инвестицион сиёсат инвестицион муҳитга ички кучайтирувчи регулятив таъсир кўрсатади, ўз навбатида эса инвестицион муҳит натижаси инвестиция сиёсатининг такомиллашувида таъсир этади ҳамда бундай схема ташқи ва ички омиллар таъсирида ўзаро регулятив боғлиқ бўлган инвестиция муҳити ва инвестицион сиёсатдан иборат мураккаб адаптив динамик тизим сифатида намоён бўлади;

- иқтисодий системалогия нуқтаи назаридан ХРИ ва ХИБ эквивалентлигини таъминлаш мумкинлигини инобатга олсак, у ҳолда, ХИБ учун мувозанатловчи регуляторга эга квазианалогли модел сифатида тартибга солинадиган иқтисодий тизимни тасаввур қилишнинг назарий қоидалари мақсадга мувофиқ;

- энг идеал ҳолатда ХИБ ишлаб чиқариш ва тақдирланган ишлаб чиқариш муносабатлари (ИТИМ) қуйи тизими бўлмиш ХРИ билан эквивалент бўлади, демак, ХРИ ҳолатини ҳамда минтақанинг ижтимоий, иқтисодий ва сиёсий ҳаётида рўй бераётган барча воқеа-ҳодисаларни эквивалент равишда («барометр» сифатида) акс эттиради. Чунки минтақа иқтисодиёти субъектларининг фаолияти ХИБда ҳам, ИТИМ тизимида ҳам бир хил ташқи омиллар таъсирида бўлади. Бироқ бу омилларнинг таъсири мос равишда ХИБ ва ХРИ учун характерли бўлган, табиатан ҳар хил ҳодисаларнинг шаклланишига олиб келади, бу эса уларнинг моҳияти ва муносабатлари тури хилма-хиллиги билан боғлиқ ҳисобланади. Гарчи тузилмавий жиҳатдан ХИБ ва ХРИ ўзаро кучли боғлиқ бўлган элементлардан иборат мураккаб тартибга солинадиган тизим кўринишида ифодаланадиган бўлсада, бироқ бу элементлар мос равишда ХИБ ва ХРИда фаолият турлари бўйича фарқланади. Бунда, бир томондан, ХИБларини тартибга солиш орқали инвестицион муҳитни яхшилаш мумкин, иккинчи томондан, инвестицион муҳитни инвестицион сиёсат воситасида яхшилаш асосида ХИБ ва ХРИни ўзаро регулятив боғлиқликда ри-вожлантириш мумкин;

- кўпчилик иқтисодчилар инвестиция муҳити мазмунини тахминан бир хил таърифласаларда, лекин унинг тузилмаси ва баҳолаш усулларида келганда уларнинг фикрлари бир мунча фарқланади. Шу муносабат билан инвестиция муҳитини баҳолашда

ҳозирга келиб учта йирик ёндашув — ихтисослашган, факторли (омилли), рискли-шақлланган;

-худудлар инвестицион муҳитини диагностика қилишнинг ҳозиргача мавжуд бўлган усулларини тўртта йирик гуруҳга — факторли таҳлил, эксперт баҳолаш, аралаш ва математик усулларга — ажратиш мумкин.

Ушбу хулосаларни белгиловчи қуйидаги *натижалар* олинди:

1. Инвестицион муҳитга оид зарурий терминологик аппарат ва унинг иқтисодий мазмуни аниқлаштирилиб тизимлаштирилди ҳамда унинг тузилмаси ишлаб чиқилди ва минтақавий хусусиятлари очиб берилди.

2. Турли омиллар таъсирида инвестиция муҳитини акс эттирувчи минтақа инвестиция бозорини иқтисодиёт билан боғлиқликдаги фаолиятининг назарий асослари ёритилиб тизимлаштирилди.

3. Минтақа инвестиция муҳитини тадқиқ этишнинг жаҳон амалиётидаги ёндашув ва усуллари тизимлаштирилди ва тавсифи берилди.

III БОБ. ТИЗИМЛИ МОЛИЯ ИНЖИНИРИНГИНИНГ ФУНДАМЕНТАЛ МАСАЛАЛАРИ

3.1. Кириш сифатида тизимли масалалар тавсифи ва уларни ечиш методологияси

Молия-кредит тизими (МКТ) тизимли молия инжиниринги (ТМИ)нинг тизимли масалаларининг қўйилиши ва ечими тушунчаси билан унинг мазмуни, мавжудлиги ва методологияси тўғрисидаги учта савол боғлиқ:

1. МКТни тизимли тадқиқ этиш ва инновацион ривожлантириш билан боғлиқ тизимли масалаларни алоҳида ва аниқ ифодаланган масалалар синфига ажратиш мумкинми?

2. ТМИ доирасида МКТнинг тизимли масалалари синфи уларни ечиш учун методология яратилиши нуктаи назардан операцион равишда аниқ ифодаланиши мумкинми?

3. ТМИ доирасида МКТнинг тизимли масалалари синфи уларни ечиш методологиясини ривожлантириш бўйича ишларни оқланиши нуктаи назардан етарлича амалий аҳамиятга эгами?

Ушбу саволларнинг барчасига ижобий жавоб берса бўлади деган фикр ўринли. Ваҳоланки, мазкур фикрнинг асослилигини I ва II бобларда келтирилган муаммо, вазифа ва масалалар негизида идрок қилиш мумкин. Шунга қарамадан мазкур боблардаги натижалар асосида дастлабки ва қўшимча тарзда қисқача бўлсада қуйидаги фикрларни келтириш мумкин.

Умуман олганда ТМИ тизимли масалалари ечими унинг молиявий ижод методологиясига (1.1-параграф) – молиявий ижод санъатини амалга ошириш бўйича жамланган янги билимлар ва улардаги бир-бири билан келиштирилган ва мослаштирилган усул ва йўсинлар мажмуаси билан боғлиқ илмий-фалсафий қарашлар тизими²⁶⁰ – асосланган ҳолда молиявий инновациялар – молиявий ижод асосида молия инженер²⁶¹ томонидан илмий-амалий асосланиб яратилган инновацион маҳсулотлар, яъни: МКС учун

²⁶⁰ Ушбу методология – унинг ёндашлари, методи (илмий-амалий ёндашу) ва ижод тамойиллари – МКСнинг муаммо ва масалаларини тизимли ҳал қилиш учун йўналтирилган.

²⁶¹ Молия инженери (муандиси) – молиявий ижод соҳасида яратувчанлик фаолиятини амалга оширувчи шахс (маляххия мутахассиси ва махсус фирма).

лойиҳаланиб яратилган янги ёки мавжуд аналогларидан устун бўлган молиявий инструментлар, молиявий схема ва технологиялар, молиявий лойиҳалар, молиявий операциялар, молиявий тактика ва стратегиялар, молиявий меъёрлар, регулятив ва молиявий бошқарувнинг усул ва механизмлари, ташкилий тузилмалар ва ҳ.к. – яратиш ва уларни тадқиқ этиш билан боғлиқ бир қатор муаммо, вазифа ва масалаларга қаратилган²⁶² бўлиб, улар ТМИ молиявий ижод жараёнининг конкрет вазиятлари умумий ҳолда турлича кечгани сабабли унга мос равишда турлича кўриниш, мураккаблик шакли, детализация ва мазмунда ҳамда вариацияларда қўйилиши мумкин. Чунки, молиявий инновациялар инжиниринги – МКТнинг қисқа, ўрта ва узоқ муддатдаги истиқболда паст рискли (рисkning талаб қилинган мақбул даражасида) барқарор ва рақобатбардош ривожлантириш ҳамда молиявий хавфсизлигини таъминлашга йўналтирилган молиявий инновациялар яратиш билан боғлиқ молиявий ижод санъати жараёни – улар трансформацияси ва трансфери – молия инжинирингининг интеллектуал мулк шаклидаги маҳсулотини реал капиталлашган шаклга ўтиши (трансформацияси) ва МКТга жорий қилиниши (трансфери) жараёни ва муносабатлари – каби масалаларни ўз ичига олган ҳолда предметга – молиявий ижод инжиниринги жараёнидаги муносабатлар ва улар ривожини шакллантирувчи омиллар ҳамда МКТдаги жараёнларга хос хосса ва қонуниятларга кўра МКТ, унинг элементлари (институтлари) ва улар тизими (объект сифатида)ни молиявий ижоднинг ижодий-амалий ёндашувини (метод сифатида) – тизимли ёндашув ва унинг тизимли таҳлил ва синтез усуллари ва тамойилларини – қўллаш асосида турли омиллар таъсирида МКТнинг кенг (яъни мета-, халқаро меза-, макро-, микро- ва нано иқтисодий даражада) ва тор (миллий меза-, микро- ва нано иқтисодий сатҳда) қамровларда барқарор ва рақобатбардош инновацион ривожланиши ҳамда молиявий ва риск хавфсизлигини молиявий инновациялар яратиш ва уларни амалиётга жорий қилиш асосида таъминлаш мақсадини кўзлайди. Бунда тизимли ёндашув бу – илмий билим олиш ва амалий фаолият методологиясининг шундай йўналишики, унинг асосида ҳар қандай объектни мураккаб тўлақонли, масалан, техник, биологик, экологик, ижтимоий, иқтисодий, сиёсий ва ҳ.к. тизим

²⁶² Бундай маҳсулотлар молия инжинирингнинг интеллектуал мулки бўлиб, унга эгалик ҳуқуқи давлат томонидан ҳимояланганини таъкид этилади.

сифатида тадқиқ этиш ётади. Демак, бундан ўз-ўзидан ТМИнинг муаммо, вазифа ва масалалари қўйилиши сонининг умумий ҳолда чексизлиги кўриниб турибди. Шунга қарамасдан, уларни гуруҳлаштириб таснифлаш ва тизимлаштириш мумкин. Бунга асос сифатида, иқтисодий системалогия²⁶³ нуктаи назаридан, қуйидаги фикр ўринли (I ва II боблар): ТМИ объекти, яъни МКТ, мураккаб тизим²⁶⁴ бўлганлиги учун унинг тизимли масалалари турлари ушбу тизимга мос бир бутун мураккаб масалалар фазосидан иборат. Ҳар қандай масала тури қуйидагилар билан белгиланади:

- икки тизим (қўйи тизим, унсур) – бошланғич ва натижавий – орасидаги тартибга солинган алоқалар тури ва мазмуни терминида;
- ушбу тизимлар ва уларнинг алоқалари ҳамда улар мазмуни билан мос келувчи талаблар тури қўплиги (йиғиндис).

Ушбу талаблар конкрет масалалар учун мақсад ёки чекловлар бўлиб хизмат қилиши мумкин. Зеро тизимли масалалар фазосидаги реал талабларнинг хилма-хил ва чексиз бўлиб, улар адекват равишда турларининг чекланган сони билан берилиши мумкин.

Маълум турдаги масала конкрет ҳисобланади, қачонки унинг барча турлари учун конкрет талаблар ва талаблар турларига боғлиқ ҳолда маълум турдаги конкрет бошланғич тизим ёки тизимнинг икки – бошланғич ва натижавий – тури (улар орасидаги тартибга солинган алоқалар тури билан бирга) олдиндан берилган бўлса. Биринчи ҳолда бошланғич тизим масаланинг бошланғич ҳолатини билдиради. Бунда масаланинг ечими (масаланинг мақсадига эришилиши ҳолати) – бир ёки бир нечта конкрет натижавий тизимнинг талаб қилинаётган тури ҳисобланади.

Иккинчи ҳолда масаланинг бошланғич ҳолати икки конкрет тизим ва улар орасидаги алоқалар ва муносабатлар билан берилади. Унинг ечими эса ушбу икки тизим орасидаги маълум алоқавий муносабатлар бўлади.

Тизимли масалаларнинг бундай тавсифидан мос равишда қуйидаги фикр келиб чиқади: ТМИнинг тизимли масалалари ҳақиқатдан ҳам умумий масалаларнинг МКТга нисбатан алоҳида ва яхши аниқланган синфини ташкил этади. Ушбу масалаларнинг чексиз хилма-хиллигига қарамасдан уларни яхши ифодаланган

²⁶³ Шоҳамзамий Ш. Экономическая системология: концепция и применение. - Т.: Iqisod-moliya, 2010. - 420 с.

²⁶⁴ Бунда тизим қуйидаги белгилардан ҳеч бўлмаганда бирига эга бўлиши лозим (Разумов О.С. Анализ и синтез систем: теория и практика. - М.: Атлас, 2003. - с.47): «қўйи-тизим» (унсур)ларга тақсимланиш имконияти, улардан ҳар бириги ўрганиш мазмуний ҳаракатга эга; ноаниқлик ва ташқи муҳитнинг тизимга таъсир қўраётган шароитда фазолият юритиш унинг структураси ва қўрсаткичлари тасодифий ҳаракатини асослаб беради; тизимнинг ҳулқ-атвориш мақсади йўналган ҳолда танлашни амалга ошириши».

масалалар турининг аниқ чекланган сонига олиб келиниши мумкинлиги мазкур масалалар синфининг ечиш методологиясини ишлаб чиқиш имконини беради. Шундай қилиб, юқорида келтирилган биринчи иккита саволга жавоб ижобий десак бўлади. Учинчи саволга жавоб бериш учун эса қуйида ва кейинги параграфларда берилган қўшимча фикрлар талаб қилинади.

Шундай қилиб, тизимли масалалар – масалаларнинг шундай синфики, уларнинг ечими тадқиқот объекти бўлмиш МКТнинг тизимли таҳлили ва синтези асосида мазкур объектнинг барқарорлиги, рақобатбардошлилиги ва молиявий хавфсизлиги нуқтаи назардан тенденциялари таҳлили, ҳолатига баҳо бериш, ундаги жараён ва муносабатларни моделлаштириш, оптималлаштириш ва прогностлаштириш, оптимал регулятив (умумий ҳолда бошқарув) ва ривожлантириш стратегиялари ҳамда инновацион бўлган институционал, функционал ва инструментал молиявий маҳсулотларни ишлаб чиқиш ва уларни амалиётта манфаатли жорий қилиш ва шу каби бошқалар билан боғлиқ саволларга жавоб топишдан иборат. Бунда иқтисодий системалогия нуқтаи назаридан МКТни мураккаб тартиблаштирилувчи тизим сифатида тизимли тадқиқ қилиш билан боғлиқ барча масалаларни кенг маънода иккита йирик масалалар синфига ажратиш мумкин:

1) МКТнинг мавжуд молиявий тузилмаси модели, сифат ва миқдорий кўрсаткичлари, мазмун-моҳияти ва молия инжиринги маҳсулотлари доирасида омиллар таъсирида бўлувчи хосса ва ривожланиш қонуният (тенденция)ларини математик ҳисоблашлар ва моделлаштириш аппарати ёрдамида тизимли таҳлил қилиш масаласи; МКТнинг мавжуд тузилмаси ва унинг ўзаро алоқа (муносабат)ларда бўлган таркибий қисмлари (тизим, қуйи тизим ва унсурлар), улардаги мавжуд молиявий инструментлар ва трансферланган инновацион молиявий маҳсулотлар, уларнинг сифат ва миқдорий кўрсаткич (параметр)лари, мазмун-моҳияти, функциялари, хосса ва тенденцион қонуниятларини омиллар таъсирида математик аппарат, тадқиқот тамойиллари ва методологияси ёрдамида тизимли ўрганиш ва унинг асосида зарурий ҳулосалар чиқариш, тавсия ва таклифлар бериш билан боғлиқ тизимли таҳлил масаласи;

2) МКТнинг талаб қилинадиган кўрсаткич, хосса ва ривожланиш қонуниятларининг зурурий сифат ва миқдорларига мос келувчи мақбул молиявий инновациялар (яъни, ТМЙнинг

институционал, функционал ва инструментал маҳсулотлари)ни омиллар таъсирини ҳисобга олган ҳолда математик аппарат ёрдамида эришиш билан боғлиқ тизимли синтез масаласи.

Амалий нуқтаи назардан тизимли масалалар синфини ажратиш учун ТМИ ва унинг тизимли объекти (МКТ)нинг I ва II бобларда аниқланган асосий жиҳат ва хусусиятларини ҳисобга олиш муҳимдир.

Агарда масалаларнинг қўйилиши МКТ регуляцияси ёки бошқариш ва умуман макроиқтисодий (макромолиявий) ривожланиш муаммоси билан боғлиқ бўлса, унда мазкур масалалар тизимли масалалар тоифасига киради. Чунки иқтисодий системалогия нуқтаи назаридан, буни МКТ мураккаб тартиблаштирилувчи тизим эканлиги ва унга хос хусусиятлар – тизимнинг бир бутунлиги, унинг таркибий тузилмаси унсурлари ва улар ўртасидаги муносабатларнинг қўплиги, ундаги таркибий тузилма тизим (унсур)лари ўртасидаги муносабатларда тўғридан-тўғри ва тескари алоқаларнинг мавжудлиги ва ҳ.к. – тақозо этади. Ва аксинча, ушбу хусусиятлар инобатга олинмаса ёки уларнинг қўламаи чекланган бўлса, у ҳолда, бундай масалалар тизимли бўлмаган, яъни элементар ва тривиал, деб ҳисобланиб тизимли масалалар тоифасига кирмайди. Масалан, элементар бўлган алоҳида молиявий индикаторларни балансли, статистик ва индексли ҳисоблаш масалалари. Хусусан улар қаторига қуйидаги масалалар киради:

- молиявий ва бошқарув ҳисоби (бухгалтерлик ҳисоби)нинг қўпчилик масалалари (иш ҳақи, солиқлар, харажатлар, молиявий ҳолат кўрсаткичлари ва шу каби бошқаларни ҳисоблаш);

- алоҳида олинган мета, макро, меза, микро ва нано молиявий (иқтисодий) индикаторлар миқдорини аниқлаш масалалари (ЯИМ тенденциясини занжирли усул ёрдамида баҳолаш, ЯИМнинг тармоқ ва ҳудудий тузилмаларини ҳисоблаш, ЯИМ ўсишига турли омилларнинг таъсирини ҳисоблаш, дефлятор индекслари ёрдамида ҳақиқий нархлардан солиштирма нархлар ўтишни ҳисоблаш, валютанинг реал алмашинуви курсини ҳисоблаш, ишлаб чиқариш рентабеллиги, дисконта ставкаси, фонд индекси, рақобатбардошлик, молиявий хавфсизлик, барқарорлик ва шу каби бошқа кўрсаткичларни ҳисоблаш);

- турли баланс ҳисоб-китоблари билан боғлиқ масалалар (давлат бюджети камомади ва профицитини ҳисоблаш, тўлов

балансидаги ҳатолик унсурларини ҳисоблаш, ЯИМ натижавий ишлатилиши балансидаги «заҳираларнинг ўзгариши»ни ҳисоблаш, банклар ёки молиявий компаниялар баланси курсаткичларини баҳолаш билан боғлиқ ҳисоблашлар ва ҳ.к.).

Иқтисодиёт ва унинг МКТ бўйича тизимли масалалар туркумига талаб ва таклиф, жамғармалар ва инвестициялар, иқтисодиётнинг турли субъектларининг манфаатларини ўзаро мувофиқлаштириш, макроиқтисодий (жумладан, макромолиявий) барқарорлик ва иқтисодий ўсишни таъминлаш шароитларини белгилаш ва шу каби барча масалалар киради.

Тизимли масалаларнинг мета, дунё минтақалари доирасида меза, макро, мамлакат (миллий) минтақалари доирасида меза, микро ва нано даража (поғона)даги ечими математик моделлар ва усуллар (жумладан, компьютер ёрдамида симуляция, имитация, эксперимент қилиш, моделлаштириш ва прогнозлаштириш усуллари²⁶⁵)ни қўллайди. Уларни қўллаш қуйидаги имкониятларни беради:

- тадқиқот объектлари ва улар курсаткичларининг муҳим ва эътиборга мойил алоқаларини ажратиб олиш ва абстракт (формал) равишда ифодалаш;

- аниқ ифодаланган маълумот ва математик ифодалардан дедукция усули ёрдамида тадқиқот объектига адекват бўлган ҳулоса ва асосли далиллар олиш;

- математик аппарат ёрдамида ва индуктив йўл билан объект тўғрисида янги билимлар олиш (мос келувчи функционал боғлиқликларни баҳолаш);

- математика тили ёрдамида иқтисодий ва молия назариялари қондалари, тушунчалари ва ҳулосаларини аниқ ва ихчам ифодалаш.

Иқтисодий системалогия нуқтан назаридан тизимли масалаларни мета, дунё минтақалари доирасида, макро, мамлакат (миллий) минтақалари доирасида меза, микро ва нано поғонада ифодалаш ва улар бўйича қўйилган мақсадларга эришиш тузилмасини улар ечимининг архитектураси деб аташ мумкин. Бунда қуйидаги тамойилларга амал қилиниши лозим:

²⁶⁵ Контпель С. Эволюционное моделирование и критический реализм. В журнале Вопросы экономики. №1, 2009; Conte R., Gilbert N. Intro. Computer simulation for social theory // 1995; Axelrod R. Advancing the art of simulation in the social sciences // 2000; Gilbert N. The simulation of social processes // 2000; Макашова Н. А. Компьютерные симуляции в экономической науке: методологический и эпистемологический аспекты // Сб. материалов 7-го Международного симпозиума по эволюционной экономике. М., 2007. С. 9; Brenner T., Murtmann J. The use of simulations in Developing Robust Knowledge about Causal Processes: 2003.

- **келишилганлик** (яхши архитектуранинг таркибий қисмларини ўзаро келиштирилганлиги асосида уларнинг ҳар бирини олдиндан башорат қилиш мумкинлиги);

- **ортогоналлик** (функцияларнинг бир-бири билан боғлиқ эмаслиги, яъни мустақиллиги, ҳар бирининг алоҳида ихтисолашганлиги);

- **мослилик** (архитектурада керак бўлмаган функцияларнинг йўқлиги);

- **тежамлилик** (ҳеч бир функция бошқасини қайтариши мумкин эмас);

- **шаффофлик** (ҳар бир функция тушунарли бўлишлиги);

- **умумийлилик** (ҳар бир киритилган функциянинг кўп мақсадларга йўналтирилганлиги);

- **очиқлик** (ҳар бир белгиланган функцияни бошқача ишлатилишлиги);

- **тўлиқлик** (ҳар бир киритилган функцияни қўйилган талабларга тўлиқ мос келишлиги).

Умумий ҳолда МКТнинг ТМИ тизимли масалаларини иккита йирик синфга — тизимли таҳлил ва тизимли синтезга ажратиш мумкин. Уларнинг ҳар бир синфи, ўз навбатида, МКТ ТМИнинг муайян даврдаги ва поғонадаги (мета, макро, меза, микро ва нано даражада) талаблари ва шарт-шароитлари доирасида конкрет қўйилган мақсадлари ва белгиланган вазифалари асосида уларга мос равишда турли хил хусусий кўриниш, шакл, ҳажм, мураккаблик ва мазмунда ҳамда кетма-кетликда қўйилиши ва ечилиши мумкин.

Шу билан бирга, мазкур синфлар бир-бири билан узвий боғлиқликда бўлган бир бутун алоҳида, аммо анча мураккаб бўлган, тизимли «таҳлил-синтез» (ёки тизимли «синтез-таҳлил») масаласи сифатида ва унинг хусусий ҳоллари (кўриниш, шакл, ҳажм, мураккаблик ва мазмунда ҳамда кетма-кетлик)да ҳам қўйилиши ва ечилиши мумкин.

Мазкур синфларнинг тавсифи 3.2-3.4-параграфларда, уларнинг ҳар бирига кирувчи алоҳида ва кўп учрайдиган масалалар тавсифи эса V бобда берилган. Уларнинг ечилишида методологик нуқтан назардан 1.6-параграфда келтирилган турли модел ва усуллар қўлланилиши мумкин.

Бунда, айтиш жоизки, ушбу синфлар доирасидаги масалалар ТМИнинг конкрет йўналишлари мазмун-моҳиятига (V боб) мос

равишда қўйилади ҳамда 1.6-параграфда берилган таъминот турлари, моделлар ва 1.4-жадвалда келтирилган усуллар ёрдамида ечилади.

3.2. Тизимли таҳлил масаласи: мазмуни, қўйилиши, ечими схемаси

Ушбу бобнинг 3.1-параграфи ва китобнинг I қисмида берилган фикрлар асосида айтиш мумкинки, тизимли молия инжиниринги (ТМИ) тизимли таҳлили молия-кредит тизими (МКТ)нинг мавжуд тузилмаси ва унинг ўзаро алоқа (муносабат)ларда бўлган таркибий қисмлари (тизим, қўйи тизим ва унсурлар), улардаги мавжуд молиявий инструментлар (1.5-параграф) ва трансферланган инновацион молиявий маҳсулотлар, уларнинг сифат ва миқдорий кўрсаткич (параметр)лари, мазмун-моҳияти, функциялари, хосса ва тенденцион қонуниятларини омиллар таъсирида математик аппарат ёрдамида тизимли ўрганиш, ҳулосалар чиқариш, тавсия ва таклифлар бериш билан боғлиқ масалалар туплами ва уларнинг ечиш тамойиллари ва методологиясини ўз ичига олади. Бунда МКТ ТМИнинг тизимли таҳлилида 1.6-параграфда берилган усуллар ҳамда улар ёрдамида тузилмавий, функционал, параметрик таҳлил услублари қўлланилади.

Тузилмавий таҳлил услуби – МКТ тузилмаси ва унинг таркибий қисмлари (тизим, қўйи тизим, унсурлар) тузилмасини тизимли таҳлил қилиш тамойил ва усуллари йиғиндиси.

Функционал таҳлил услуби – МКТ ва унинг таркибий қисмлари функцияларини тизимли таҳлил қилиш тамойил ва усуллари йиғиндиси.

Параметрик таҳлил услуби – МКТ тузилмаси ва функциялари параметр (кўрсаткич)ларини бир-бири билан боғлиқликда тизимли таҳлил қилиш тамойил ва усуллари йиғиндиси.

Мазкур услубларнинг барчаси 1.6-параграфда келтирилган математик аппарат усуллари тизимли таҳлил масаласи нуқтаи назаридан қўллаиди.

МКТнинг ТМИ тизимли таҳлили масаласи мета, меза, макро, микро ва нано поғоналарда (1.6- ва 3.1-параграфлар) ечилиб, унинг қўйилиши ҳар бир поғонанинг мазмун-моҳиятига мос равишда қўйилади ва ўз ичига қўйидагиларни олади.

Нано поғона индивидумлар (инсонлар) ва улар уй хўжаликларининг МКТдаги ТМИ фаолияти, унинг хосса ва тенденцион қонуниятларини омиллар таъсирида ўрганиш ва унинг асосида хулосалар чиқариш, тавсия ва таклифлар бериш билан боғлиқ тизимли ва тизимсиз таҳлил масалалари тўпламини ҳамда уларнинг ечиш методологиясини ўз ичига олади.

Микро поғона тармоқлар, молия бозори ва хўжалик юритувчи институтларнинг МКТдаги ТМИ фаолияти, унинг хосса ва тенденцион қонуниятларини омиллар таъсирида ўрганиш ва унинг асосида хулосалар чиқариш, тавсия ва таклифлар бериш билан боғлиқ тизимли ва тизимсиз таҳлил масалалари тўпламини ҳамда уларнинг ечиш тамойиллари ва методологиясини ўз ичига олади.

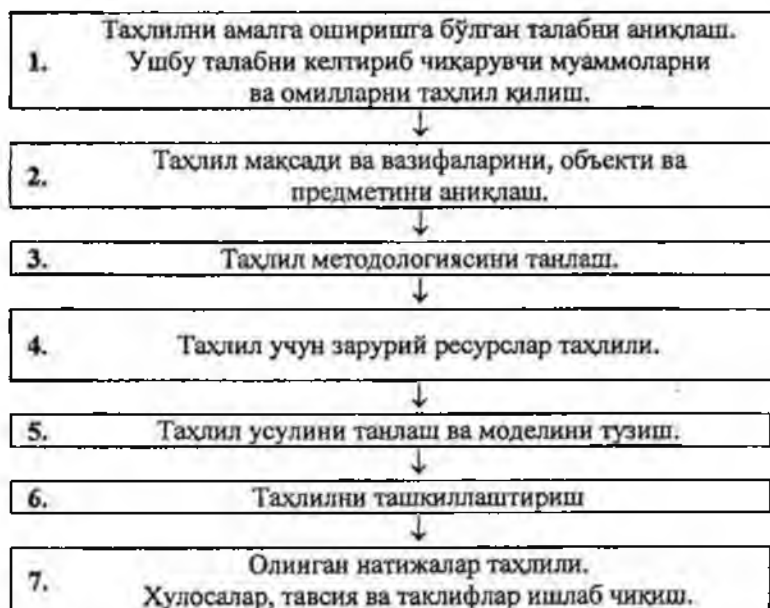
Меза поғона минтақа ва ҳудудларнинг МКТдаги ТМИ фаолияти, унинг хосса ва тенденцион қонуниятларини омиллар таъсирида ўрганиш ва унинг асосида хулосалар чиқариш, тавсия ва таклифлар бериш билан боғлиқ тизимли ва тизимсиз таҳлил масалалари тўпламини ҳамда уларнинг ечиш тамойиллари ва методологиясини ўз ичига олади. Бунда минтақа мамлакат ичида ва давлатлар уюшмалари доирасида қаралиши мумкин.

Макро поғона мамлакат МКТнинг реал иқтисодиёт билан макрорегулятив боғлиқликдаги ТМИ фаолияти, унинг хосса ва тенденцион қонуниятларини турли омиллар таъсирида ўрганиш ва унинг асосида хулосалар чиқариш, тавсия ва таклифлар бериш билан боғлиқ тизимли таҳлил масалалари тўпламини ҳамда уларнинг ечиш тамойиллари ва методологиясини ўз ичига олади.

Мета поғона – глобал МКТнинг жаҳон иқтисодиёти билан боғлиқликдаги ТМИ фаолияти, унинг хосса ва тенденцион қонуниятларини омиллар таъсирида ўрганиш ва унинг асосида хулосалар чиқариш, тавсия ва таклифлар бериш билан боғлиқ тизимли таҳлил масалалари тўпламини ҳамда уларнинг ечиш тамойиллари ва методологиясини ўз ичига олади.

Кўриниб турибдики, тизимли таҳлил омиллар таъсирида МКТнинг мавжуд тузилмаси ва унинг ўзаро алоқа (муносабат)ларда бўлган таркибий қисмлари (тизим, қуйи тимиз ва унсурлар), улардаги мавжуд молиявий инструментлар ва трансферланган инновацион молиявий маҳсулотлар, уларнинг сифат ва миқдорий курсаткич (параметр)лари, мазмун-моҳияти, функциялари, хосса ва тенденцион қонуниятларини математик аппарат ёрдамида тизимли таҳлил қилиш масаласи бўлиб, унинг

мақсади – МКТ ва унинг таркибий қисмларининг реал иқтисодиёт билан боғлиқликдаги ТМИ фаолиятини тизимли ўрганиш ва унинг асосида зарурий хулосалар чиқариш, тавсия ва таклифлар бериш. Турли иерархик поғоналарда ушбу мақсадга турлича босқичларда эришилади. Барча иерархик поғоналарда тизимли таҳлил 3.1-расмда келтирилган куйидаги *босқичлар* бўйича тадқиқот объекти у бўйича ТМИнинг мазмун-моҳиятига кўра аниқ қўйилган таҳлил мақсади ва тамойиллари доирасида амалга оширилади:



3.1-расм. Турли поғоналарда тизимли таҳлил босқичлари

Тизимли таҳлил куйидаги тушунчаларга асосланади: таҳлилчи ва унинг муҳити, таҳлил объекти (МКТ ва ундаги мавжуд молиявий инновациялар) ва унинг муҳити, таҳлилчи ва объект орасидаги восита ва муносабат (алоқа)лар. Бунда восита ва боғловчи сифатида компьютер ва математик аппарат муҳим роль ўйнайди. Улар ҳамда аниқ ва ишончли маълумотлар ёрдамида объектнинг статик ва динамик ҳолатини таҳлил қилиш ва бунда ТМИнинг мавжуд маҳсулотлари самарадорлигига баҳо бериш мумкин.

3.3. Тизимли синтез масаласи: мазмуни, қўйилиши, ечими схемаси

Ушбу бобнинг 3.1-ва 3.2-параграфлари ҳамда китобнинг I қисмида берилган фикрлар асосида айтиш мумкинки, тизимли синтез МКТнинг талаб қилинадиган кўрсаткич, хосса ва ривожланиш қонуниятларининг зурурий сифат ва миқдорларига мос келувчи мақбул молиявий инновациялар (яъни, тизимли молия инжинирингининг инновацион бўлган институционал, функционал ва инструментал маҳсулотлари)ни омиллар таъсирини ҳисобга олган ҳолда математик аппарат ёрдамида эришиш билан боғлиқ масалалар тўплами ва уларнинг ечиш тамойиллари ва методологиясини ўз ичига олади. Бунда МКТ тизимли молия инжиниринги (ТМИ)нинг тизимли синтезида 1.6-параграфда берилган усуллар ҳамда улар ёрдамида тузилмавий, функционал, параметрик синтез услублари қўлланилади.

Тузилмавий синтез услуби – МКТ тузилмаси ва унинг таркибий қисмлари (тизим, қуйи тизим, унсурлар) тузилмасини тизимли синтез қилиш тамойил ва усуллари йиғиндиси.

Функционал синтез услуби – МКТ ва унинг таркибий қисмлари функцияларини тизимли синтез қилиш тамойил ва усуллари йиғиндиси.

Параметрик синтез услуби – МКТ тузилмаси ва функциялари параметр (кўрсаткич)ларини бир-бирлари билан боғлиқликда тизимли синтез қилиш тамойил ва усуллари йиғиндиси.

Мазкур услубларнинг барчаси 1.6-параграфда келтирилган математик аппарат усулларини тизимли синтез масаласи нуқтаи назаридан қўллайди.

Масалан, тузилмавий ва функционал синтезнинг бирлашган масаласи тизимли ёндашув асосида математик вектор шаклида қуйидагича ифодаланади:

$$B = \min(C_1 - C_2), \quad \kappa = 1, 2; \quad (1)$$

$$D_j = E_j(C_k), \quad j = 1, 2, 3;$$

$$B = \Phi(D_j)$$

Ушбу ифода (1)да: B – вектор бўлиб, унинг таркибига кирувчи параметрлар МКТ тузилмасининг ундан талаб қилинадиган функцияларнинг бажарилиши тулиқлигига мослиги даражасини ифодалайди; C_2 – МКТ тузилмаси ва функциялари ҳолатини ифодаловчи параметрларнинг конкрет миқдорлари; C_1 – МКТ

тузилмаси ва функциялари параметрларининг рақобатбардошлилик ва молиявий хавфсизлик нуқтаи назаридан талаб қилинган (чегаравий ёки эталон) миқдорлари. Бунда формуланинг учинчи ифодаси (МКТ тузилмасини ва унинг асосий кўрсаткичларини ифодалайди) бўлган B учта аргумент функциясидир:

$$B = \Phi(D_1, D_2, D_3), \quad (2)$$

бунда: D_1 – МКТ тузилмаси унсурларини ифодаловчи параметр; D_2 – МКТ тузилмасидаги унсурлар сони; D_3 – МКТ тузилмасидаги унсурларнинг ўзаро функционал боғлиқликда фаолият юритишнинг ифодаловчи параметр бўлиб, ундаги ҳар бир унсур, ўз навбатида, қуйидаги функция қўринишида ифодаланади:

$$D_j = E_j(C_k), \quad k = 1, 2; \quad j = 1, 2, 3 \quad (3)$$

Масаланинг мазмун-моҳиятига кўра, МКТ тузилмасининг оптимал модели вариантини аниқлаш (синтез қилиш) учун қуйидаги масалалар комплексини ечиш зарур:

1. Талаб қилинган C_2 бўйича конкрет C_1 миқдорини аниқлаб топиш.

2. C_k миқдорларида самарадорлик мезони B бўйича баҳолаш.

3. Талаб қилинган C_k миқдорлари бўйича D_j миқдорларини аниқлаш.

4. Талаб қилинган D_j бўйича конкрет B миқдорини аниқлаш.

Ушбу масала ечими чоғида математик аппарат ёрдамида параметрик синтез ҳам амалга оширилиши мумкин.

Умуман олганда, 1.5-параграфда келтирилган ТМИ молиявий инновацияларини тизимли синтези масаласи қуйидаги шаклларда намоён бўлиши (қўйилиши) мумкин: оптимизация қилиш, мавжудларининг солиштирма таҳлили асосида энг яхшиси (муқобили)ни танлаш, мавжудияни такомиллаштириш ёки мукаммаллаштириш, мавжудларидан уларнинг яхши жиҳатларини ҳисобга олган ҳолда мукаммалроғини қуриш (йиғиш), мавжудлари асосида гибридини яратиш, янги тури ёки тоифасини яратиш, абсолют янгисини яратиш. Ушбу шаклларнинг келиб чиқиши асосан МКТни ривожлантириш омилларининг конкрет шарт-шароитлари ва талабларига боғлиқ бўлади.

МКТнинг ТМИ тизимли синтези масаласи мета, меза, макро, микро ва нано поғоналарда (1.6- ва 3.1-параграфлар) ечилиб, унинг қўйилиши ҳар бир поғонанинг мазмун-моҳиятига мос равишда қўйилади ва ўз ичига қуйидагиларни олади.

Нано поғона индивидумлар (алоҳида инсонлар) ва улар уй хўжаликларининг МКТдаги фаолияти бўйича зарурий самарадорликка (рақобатбардошлик, барқарорлик ва молиявий хавфсизлик кўрсаткичлари бўйича) эришишни таъминловчи индивидуал, функционал ва инструментал инновацион молиявий маҳсулотлар (1.5-параграф) синтези ва уни индивидуал қўллаш билан боғлиқ масалалар тўпламини ҳамда уларнинг ечиш тамойиллари ва методологиясини ўз ичига олади.

Микро поғона тармоқлар, молия бозори ва хўжалик юритувчи институтларнинг МКТдаги ТМИ фаолияти бўйича зарурий самарадорликка (рақобатбардошлик, барқарорлик ва молиявий хавфсизлик кўрсаткичлари бўйича) эришишни таъминловчи институционал, функционал ва инструментал инновацион молиявий маҳсулотлар (1.5-параграф) синтези ва трансфери билан боғлиқ масалалар тўпламини ҳамда уларнинг ечиш тамойиллари ва методологиясини ўз ичига олади.

Меза поғона минтақа ва ҳудудларнинг МКТдаги ТМИ фаолияти бўйича зарурий самарадорликка (рақобатбардошлик, барқарорлик ва молиявий хавфсизлик кўрсаткичлари бўйича) эришишни таъминловчи институционал, функционал ва инструментал инновацион молиявий маҳсулотлар (1.5-параграф) синтези ва трансфери билан боғлиқ масалалар тўпламини ҳамда уларнинг ечиш тамойиллари ва методологиясини ўз ичига олади. Бунда минтақа мамлакат ичида ва давлатлар уюшмалари доирасида қаралиши мумкин.

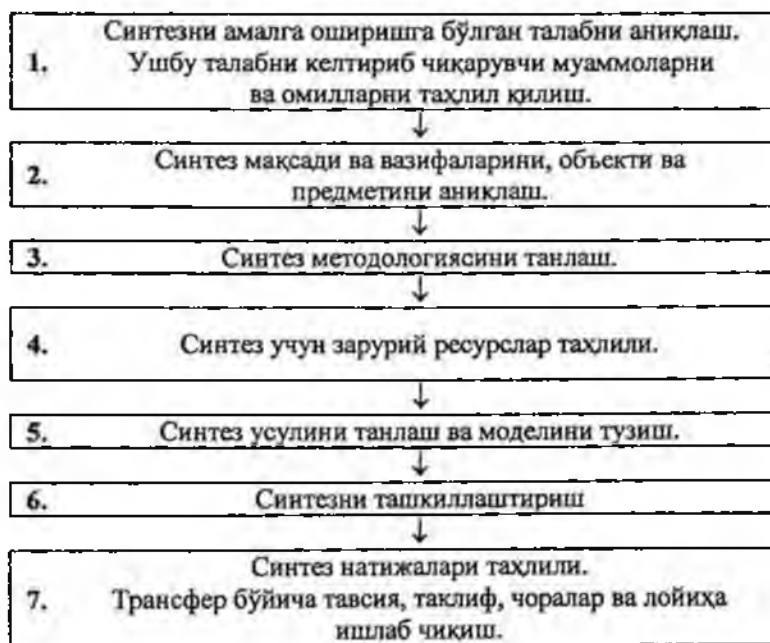
Макро поғона мамлакат МКТнинг реал иқтисодиёт билан макрорегулятив боғлиқликдаги ТМИ фаолияти бўйича зарурий самарадорликка (рақобатбардошлик, барқарорлик ва молиявий хавфсизлик кўрсаткичлари бўйича) эришишни таъминловчи институционал, функционал ва инструментал инновацион молиявий маҳсулотлар (1.5-параграф) синтези ва трансфери билан боғлиқ масалалар тўпламини ҳамда уларнинг ечиш тамойиллари ва методологиясини ўз ичига олади.

Мета поғона — глобал МКТнинг жаҳон иқтисодиёти билан боғлиқликдаги ТМИ фаолияти бўйича зарурий самарадорликка (барқарорлик, рақобатбардошлик ва молиявий хавфсизлик кўрсаткичлари бўйича) эришишни таъминловчи институционал, функционал ва инструментал инновацион молиявий маҳсулотлар (1.5-параграф) синтези ва трансфери билан боғлиқ масалалар

тўпламини ҳамда уларнинг ечиш тамойиллари ва методологиясини ўз ичига олади.

Кўриниб турибдики, тизимли синтез омиллар таъсирида МКТнинг реал иқтисодиёт билан боғлиқликдаги ТМИ фаолияти доирасида зарурий самарадорликка (барқарорлик, рақобатбардошлик ва молиявий хавфсизлик кўрсаткичлари бўйича) эришишни таъминловчи институционал, функционал ва инструментал инновацион молиявий маҳсулотларни (1.5-параграф) математик аппарат ёрдамида яратиш ва трансфери масаласидир. Масаланинг айнан шундай мазмунда қўйилиши унинг мақсадини белгилайди.

Турли иерархик поғоналарда ушбу мақсадга турлича босқичларда эришилади. Барча иерархик поғоналарда тизимли синтез 3.2-расмда келтирилган қуйидаги *босқичлар* бўйича МКТ у бўйича ТМИнинг мазмун-моҳиятига кўра аниқ қўйилган синтез мақсади ва тамойиллари доирасида амалга оширилади:



3.2-расм. Турли поғоналарда тизимли синтез босқичлари

Тизимли синтез қуйидаги тушунчаларга асосланади: молия инженери (синтезни амалга оширувчи) ва унинг муҳити, синтез объекти (МКТга оид инновацион молиявий маҳсулотлар) ва унинг

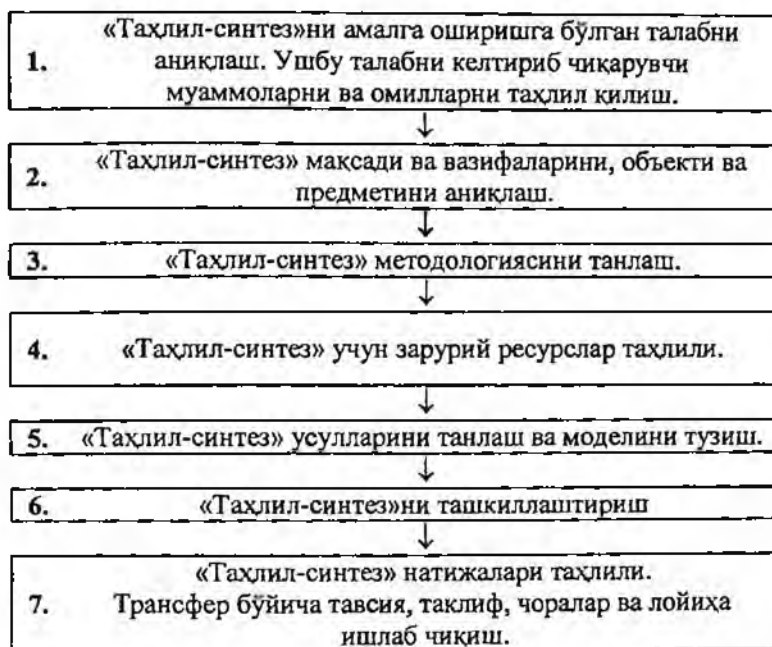
муҳити, молият инженерии ва объект орасидаги восита ва муносабат (алоқа)лар. Бунда восита ва боғловчи сифатида компьютер, аниқ ва ишончли маълумотлар ҳамда математик аппарат муҳим аҳамиятга эга.

3.4. Тизимли «таҳлил-синтез» масаласи: мазмун, қўйилиши, ечим схемаси

Умуман олганда, тизимли синтез ва тизимли таҳлил масалалари уларнинг мақсадлари ва қўйилиши нуктаи назарида (3.1-3.3-параграфлар) бир-биридан фарқланади. Уларнинг ечими тартиби эса бир-бирининг тескари йўналишда амалга оширилсада, математик аппарати (1.6-параграф) умумий ҳисобланади. Лекин уларнинг ҳар бирини ечим натижаси ўзаро боғлиқликда бўлади, яъни улар бир-бирининг ечими натижасига бевосита таянади. Демак, ҳар иккала масала бир-бирига қарама-қарши йўналган мақсад ва тартибда қўйилади, лекин бир-бирининг натижаларига таянади. Уларнинг айнан шу хусусият, умуман олганда ҳар иккала масаланинг ҳар бир босқичини мазмунан турли бўлишига қарамасдан устма-уст тушиши уларнинг уйғунлигини, демак, тизимли «таҳлил-синтез» («синтез-таҳлил») масаласини назарий ва амалий маънога эга эканлигини билдиради. Бунда таъкидлаш керакки, тизимли таҳлил асосида ишлаб чиқилган таклифлар синтезга асос бўлиб хизмат қилиши мумкин. Тизимли синтез жараёни босқичларида эса синтезланувчи инновацион бўлган институционал ва функционал маҳсулотнинг (1.5-параграф) алоҳида жиҳатларини асослаш учун уларни тизимли таҳлил қилмасдан бўлмайди. Бу эса таҳлил ва синтез масалаларини уйғунликда, мақсадлари бир-бири билан боғлиқликда, умумий мақсад (қўш мақсадга асосланган) – таҳлилий синтез (синтезни таҳлил асосида ёки синтезни таҳлил билан биргаликда амалга ошириш) – доирасида олиб бориш мумкинлигини англатади.

Шундай қилиб, «таҳлил-синтез» тушунчаси таҳлил билан уйғунликда амалга ошириладиган синтез масаласи мазмунини англатиб, уни ечимининг ҳар бир босқичи синтезни таҳлил асосида амалга оширилишини тақозо этувчи мураккаб қўшма (3.1- ва 3.2-расмлардаги босқичлар устма-уст тушган ҳолда бажариладиган) жараён сифатида намоён бўлади. Ушбу жараённинг мураккаблиги 3.1- ва 3.2-расмлардаги босқичларнинг ҳар бирини синтез

мақсадига қаратилган таҳлил амалга оширилишидан иборат, яъни синтезнинг ҳар бир босқичида кетма-кет равишда «таҳлил-синтез» масаласи мақсади доирасида синтез ва таҳлил ёки таҳлил ва синтез бажарилади (3.3-расм).



3.3-расм. Турли поғоналарда тизимли «таҳлил-синтез» босқичлари

Бунда МКТ тизимли молия инжиниринги (ТМИ)нинг тизимли синтези ва таҳлилида 1.6-параграфда берилган усуллар ҳамда улар доирасида тузилмавий, функционал, параметрик синтез ва таҳлил усуллари қўлланилади.

Умуман олганда, «таҳлил-синтез» («синтез-таҳлил») масаласи I ва II бобларда берилган ТМИнинг мазмун-моҳияти ва хусусиятларига айнан мослиги билан белгиланади. Чунки молия-кредит тизими ТМИ концепцияси бир вақтнинг ўзида тизимли таҳлил ва тизимли синтезни тақозо этади, зеро ҳар қандай синтез қилинган инновацион бўлган институционал ва функционал молиявий маҳсулот таҳлилий асосга эга бўлиши зарур.

3.5. Эконометрика, квалиметрия, маркетинг, финансовометрика, секьюриметриканинг тизимли молия инжиниринг масалаларида қўлланилиш хусусиятлари

Китобимиздаги I-II боблар ва 3.1-3.4-параграфлар асосида айтиш мумкинки, молия-кредит тизими (МКТ)ни иқтисодий системалогия нуқтаи назаридан қаралса тизимли молия инжиниринг (ТМИ)нинг таҳлил, синтез ва «таҳлил-синтез» масалалари ечимида қўлланилувчи эконометрика, квалиметрия, финансовометрика, секьюриметрика ва маркетинг усуллари²⁶⁶ ТМИ методологияси таркибига киради. Бунга асос – уларнинг барчаси улар учун умумий бўлган тизимли ёндашув, 1.6-параграфда берилган усуллар ва математик аппаратни бирдек қўллайди.

Эконометрика тизимли ёндашув асосида иқтисодий тизимдаги қонуниятларни ўзаро боғлиқликда математик статистиканинг модел ва усуллари ёрдамида тадқиқ этади.²⁶⁷ Ушбу усулларнинг асоси бўлиб корреляцион-прегрессион таҳлил ҳисобланади.

Квалиметрия – турли табиатга эга бўлган объектлар – предмет ва жараёнлар, сунъий ва табиий, моддий ва идеал, жонли ва жонсиз, меҳнат ва табиат маҳсуллари – сифатини комплекс миқдорий баҳолаш методологияси ва проблематикасини ўрганувчи илмий фан.²⁶⁸

Маркетинг тизимли ёндашув асосида реал товарлар ва ишлаб чиқариш омиллари бозорларидаги қонуниятларни ва уларни бу бозорларда юзага келтирувчи турли табиатга эга бўлган омиллар, объект ва субъектлар сифатини комплекс миқдорий баҳолаш методологияси ва проблематикасини ўрганувчи илмий фан. Бунда маркетинг назариясини ҳам қўлланилиши назарда тутилади.

Финансовометрика тизимли ёндашув асосида МКТдаги қонуниятларни ва уларни бу тизимда юзага келтирувчи турли табиатга эга бўлган омиллар, объект ва субъектлар фаолияти сифатини комплекс миқдорий баҳолаш методологияси ва

²⁶⁶ Шоҳаззамий Ш.Ш. Экономическая системология: концепция и применение.-Т.: Iqtisod-moliya, 2010.-с.145-160.

²⁶⁷ Эконометрика: учебник/И.И.Елисеева, С.В.Курышева, Т.В.Костеева и др.; под ред. И.И.Елисеевой.-2-е изд., перераб. и доп.-М.: Финансы и статистика, 2007.-576 с.; Магнус Я.Р., Катышева П.К., Пересецкий А.В. Эконометрика: нач. курс: Учебник.- 6-е изд.-М.: Дело, 2004; Кулинич Е.И. Эконометрия. – М.: Финансы и статистика, 1999. – 304 с.

²⁶⁸ Агаев Г.Г., Костин А.В. Интеллектуальная собственность, инновации и квалиметрия. //Экономическая стратегия, М., №2, 2008.-с.162-164.

проблематикасини ўрганувчи илмий фан.²⁶⁹ Бунда молия-кредит соҳаси назарияларини қўлланилиши назарда тутилади.

Секьюриметрика тизимли ёндашув асосида қимматли қоғозлар бозоридаги қонуниятларни ва уларни бу бозорда юзага келтирувчи турли табиатга эга бўлган омиллар, объект ва субъектлар фаолияти сифатини комплекс миқдорий баҳолаш методологияси ва проблематикасини ўрганувчи илмий фан.²⁷⁰ Бунда фонд бозори назарияларини қўлланилиши назарда тутилади.

Бу усулларни ТМИ масалалари ечимининг тегишли поғоналарида қўллаш орқали олинган натижаларни бир-бири билан боғлиқликда ва узаро тўлдирувчилар сифатида қараш мумкин. Бунда МКТни поғоналаштириб ва дифференциациялаштириб ТМИ масалаларини уларнинг мазмун-моҳиятига қараб ечиш мақсадга мувофиқ. Бу эса ТМИ масалаларида юқорида келтирилган ихтисосланган усулларни уларнинг имкониятлари доирасида қўллашни тақозо этади. Масалан, МКТни реал иқтисодиёт билан боғлиқликда бир бутун мураккаб регулятив иқтисодий тизим сифатида тадқиқ этиш асосида ТМИ маҳсулотларини таҳлил, синтез ва таҳлил-синтез масалаларини ечиш учун эконометрикани қўллаш мумкин.

МКТ ТМИга реал товарлар ва ишлаб чиқариш омиллари бозорларининг таъсирини ўрганиш учун маркетметрикани қўллаш мумкин.

Молия-кредит соҳасини бир бутун мураккаб регулятив тизим сифатида тадқиқ этиш асосида ТМИ маҳсулотларини таҳлил, синтез ва таҳлил-синтез масалаларини ечиш учун финансоветрикани қўллаш мумкин.

Қимматли қоғозлар бозорини алоҳида бозор сифатида тадқиқ этиш асосида унга доир ТМИ маҳсулотларини (жумладан, қимматли қоғозлар портфелларни) таҳлил, синтез ва таҳлил-синтез масалаларини ечиш учун секьюриметрикани қўллаш мумкин.

Мазкур усулларнинг барчаси ўзига хос терминологик ва назарий-методологик базисга ҳамда амалий жиҳатларга асосланади.

Юқорида айтилганлар асосида қуйидаги хулосаларга келиш мумкин:

²⁶⁹ Шоҳаъзамий Ш.Ш., Чепель С.В. Учебно-методическое пособие по использованию данных Всемирного банка по мировой экономике в анализе общеэкономических условий развития РЦБ для изучения соответствующих тем по дисциплине «Финансометрика». -Т.: Iqtisod-moliya, 2009.-48 с.

²⁷⁰ Шоҳаъзамий Ш.Ш. Основы секьюриметрики. -Т.: Iqtisod-moliya, 2005.-376 с.

1. Иқтисодий тизимни, жумладан МКТни, тизимли тадқиқ этиш асосида ТМИ масалаларини ечиш самараси туғри танланган усуллар билан белгиланади. Бунда ҳар бир усул ўзига хос хусусиятга эга.

2. МКТни тадқиқ этиш ва унинг ТМИ масалаларини ечишда эконометрика, финансометрика, секьюриметрика ва маркетметрика усулларини уларнинг имконият ва хусусиятларини ҳисобга олган ҳолда қўллаш лозим.

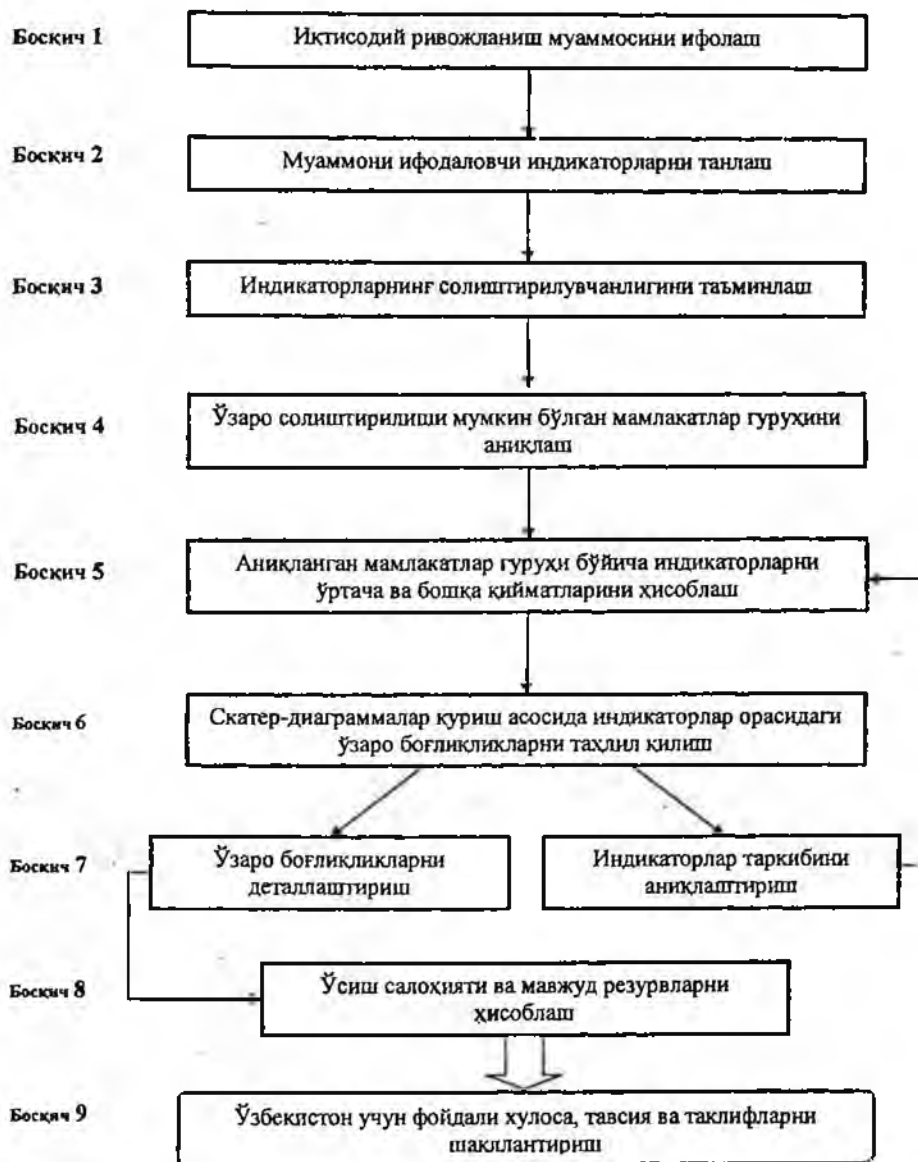
3. Эконометрика, финансометрика, секьюриметрика, квалиметрия ва маркетметрика усулларини МКТ ва унинг ТМИ масалалари ечимининг тегишли поғоналарида қўллаш орқали олинган натижаларни бир-бири билан боғлиқликда ва ўзаро тўлдирувчилар сифатида қараш мумкин.

3.6. Миллий фонд бозорларининг секьюриметрик солиштирма таҳлил методологияси ва тамойиллари

Молиявий глобаллашув шароитида ривожланаётган мамлакатлар учун зарурий масалалардан бири – бу ўз қимматли қоғозлар бозори (ҚҚБ)ни бошқа аналог мамлакатлар фонд бозорлари билан солиштирма таҳлил қилиш, ривожланаётган мамлакатлар бўйича маълум кўрсаткичлар ўртасидаги алоқалар ёрдамида тенденцион қонуниятларни аниқлаш ва бунинг асосида фонд бозорларини ривожлантириш бўйича мамлакатлар тажрибасига объектив баҳо бериш, миллий ҚҚБни ривожлантиришнинг прогноз модели ва стратегиясини ишлаб чиқиш. Бундай таҳлил ўз ичига қуйидагиларни олади²⁷¹:

– миллий фонд бозорларини ўзаро солиштиришнинг умумий схемаси ва босқичлари (3.4-расм);

²⁷¹ Шохлямов Ш.Ш. Сравнительный анализ рынков ценных бумаг развивающегося мира и выводы для Узбекистана // Экономика и финансы, Москва, №2 (155), 2009.-с.26-27.; Шохлямов Ш.Ш., Чегель С.В. Учебно-методическое пособие по использованию данных Всемирного банка по мировой экономике в анализе общеэкономических условий развития РЦБ для изучения соответствующих тем по дисциплине «Финансометрика». -Т.: Iqtisod-moliya, 2009.-48 с.



3.4-расм. Мамлакатларни ўзаро солиштирма таҳлил қилишнинг умумий схемаси ва босқичлари жаҳон ривожланиши индикаторларини танлаш ва таҳлил қилиш²⁷²

²⁷² Агарда янгида ахборот манбаларида индикаторлар сонин бир неча юздан орттирилган (масалан, Жаҳон банкнинг WDI базасида 229 лавлат бўйича 700-тадан зиёд) ҳисобга олсак, бу индикаторлар асосида таҳлил муаломосини туғри ва барча учун тушунарли ифода қилиш мамлакатларини ўзаро аниқ солиштирма таҳли қилишнинг мажбурий шартини ҳисобланма.

— таҳлил қилинадиган мамлакатлар гуруҳининг статистик бир хиллигини ва ўзаро солиштирилувчанлигини таъминланишига талаблар ҳамда нуфузли халқаро ташкилотлар ахборот базасида мужассамлашган расмий статистик маълумотлар.

Бу ерда бошланғич нукта бўлиб тадқиқ этилаётган муаммонинг ифодаланиши хизмат қилади (Босқич 1), у Жаҳон баякининг WDI, Халқаро валюта фонди (ХВФ) ва Жаҳон фонд биржалари федерациясининг (WFE)²⁷³ ахборот базаси бўйича Ўзбекистон билан таққосланадиган мамлакатлар рўйхати ва таҳлил қилинадиган индикаторлар тўпламини белгилаб беради.

Индикаторларни танлаб олишда (Босқич 2) уларнинг статистик бир хиллигини ва ўзаро солиштирилувчанлигини таъминлаш зарур. Бу эса улар таҳлилида (Босқич 3) бир хил ўлчов бирликларини ва уларни гуруҳлаш усулларини қўллашни назарда тутлади.

Қиёсий таҳлил қилишда мантиқан ўзаро солиштирилиши мумкин бўлган мамлакатлар гуруҳини аниқлаш (Босқич 4) ҳисобланади. Бунда мамлакатларнинг статистик бир хиллигини ва ўзаро солиштирилувчанлигини таъминлаш мақсадида ўзаро солиштирилаётган давлатлардан олиб ташланади: иқтисодиёти ривожланган мамлакатлар; аҳолиси 1 млн. кишидан кам бўлган митти давлатлар; ривожланиш даражаси ўта паст мамлакатлар (харид қобилияти паритетини киши бошига нисбатан 500 АҚШ долларида кам); саноат сектори мавжуд бўлмаган экваториал Африка мамлакатлари; иқтисодиёти тузилмаси кучли деформациялашган мамлакатлар (масалан, Туркманистон, ЯИМнинг 80 фоизи газ экспортидан шаклланади); ҳудуди ҳарбий ёки фуқаро конфликтлар билан эгалланган мамлакатлар. Бу танловнинг бир хиллилик даражасини уларни икки гуруҳга ажратиб кутариш мумкин: углеводород хом ашёси (нефть, газ) захираси мавжуд ва мавжуд бўлмаган мамлакатлар.

Биринчи тўртта босқичдаги ишлар кейинги иккита босқичдаги (Босқич 5 ва Босқич 6) таҳлил ва ҳисоблашларни амалга ошириш имконини беради. Бунда Ўзбекистоннинг ўзаро солиштирилаётган мамлакатлар гуруҳи ичидаги ўрнини кўрилаётган конкрет индикаторлар бўйича аниқлаш мумкин.

²⁷³ Жаҳон банк индикаторлари белгилари икки йилга кечикиб беради, шунинг учун охириги жорий йиллар учун КҲБ бўйича таҳлил қилиш мақсадида ХВФ, Халқаро Биржалар Федерацияси, S&P ва бошқа ташкилотлар маълумотларида фойдаланса бўлади.

Таҳлилнинг якуний боскичларида танлаб олинган индикаторлар, масалан, инвестициялар ва ҚҚБ капиталлашуви, инфляция ва аҳоли даромадлари, инвестициялар оқими ва жамғарма индикаторлар уртасида статистик аҳамиятга молик ўзаро алоқаларни излаб топиш амалга оширилади. Бунинг учун кореляция таҳлили усулидан фойдаланилади, скаттер-диаграммалар тузилади, регрессия тенгламаси аниқланади, эконометрик (секьюриметрик) усуллар қўлланилади.

Олинган ўзаро алоқалар танлаб олинган мамлакатлар гуруҳи бўйича гуруҳ таҳлилида фойдаланилади. Бу алоқалар миллий фонд бозорлари ривожланиш хусусиятларини акс эттиради, уларнинг курсаткичлари эса миллий иқтисодиётда мавжуд ушиб заҳираларини баҳолаш ва макроиқтисодий барқарорликни мустаҳкамлаш, ҚҚБнинг иқтисодиётдаги ролини ошириш учун қимматли бўлган ахборотдан иборат бўлади.

Мамлакатлараро таҳлил натижаларидан миллий иқтисодиётнинг ривожланиш заҳиралари ва устувор йўналишларини асослаб беришда мулжал сифатида фойдаланиш мумкин бўлиши учун таҳлил уларнинг асосида ўтказиладиган мамлакатлар рўйхати статистик жиҳатдан бир хиллик ҳамда миллий ҚҚБ ва иқтисодиётни таққослаш мумкинлиги талабларига жавоб бериши лозим.

Солиштирма таҳлилда ўзаро боғлиқликдаги ҚҚБ ва иқтисодиёт ҳаракатини комплекс равишда акс эттирадиган муаммолар ва курсаткичларни бир тизимга келтириш 3.1-жадвалда акс эттирилган.

Бунда курсаткичларнинг ўзи икки гуруҳга тақсимланади: бевосита ва билвосита курсаткичлар. Хусусан, ҚҚБнинг иқтисодиётдаги роли муаммосига нисбатан юқорида курсатилган халқаро ташкилотлар инфорацион базасида келтирилган курсаткичларни, инвестицион фаолликнинг ўсиш салоҳияти муаммосига нисбатан эса — қуйидаги курсаткичларни (ўсиш омиллари, инвестицион фаоллик ва рақобатбардошлик таҳлили учун макроиндикаторлар) таҳлил қилиш мумкин: тўғридан-тўғри чет эл инвестициялари (ТТЧЭИ), соф оқим (ЯИМ, %); асосий капиталга инвестициялар (йиллик ўсиши, %); ялпи ички жамғармалар (ЯИМ, %); асосий капиталга ялпи инвестициялар (ЯИМ, %); асосий капиталга ялпи инвестициялар (йиллик ўсиши, %); ялпи хусусий инвестициялар (ЯИМ, %); ялпи жамғармалар

(ЯИМ, %). Бунда фонд индексларини WFE ва Standard & Poor's (S&P) ахборот базасидан олиш мумкин.

3.1-жадвал

Иқтисодий муаммоларни ҳал этишда мамлакатлараро таққослаш учун келтирилган кўрсаткичлар²⁷⁴

Максад	Бевосита кўрсаткичлар	Билвосита кўрсаткичлар
Замонавий ҚҚБ яратиш	ҚҚБ капиталлашуви (листинг компаниялари акцияларининг бозор қиймати, ЯИМ %ида), савдо ҳажми (ЯИМ %ида)	ТТЧЭИ оқими, кичик ва хусусий бизнеснинг инвестицион фаоллик кўрсаткичлари, йирик ва ўртача компанияларнинг ўз маблағлари тузилмасида акциялар эмиссиясидан олинadиган ва инвестиция эҳтиёжларига йуналтириладиган даромад улуши
Нарх ўсишининг чекланиши	ЯИМ дефлятори, ИНИ (истеъмол нархлари индекси)	Пул массаси, аҳоли даромадлари, халқ истеъмоли моллари ишлаб чиқариш ва х.к. ўсиш суръати
Миллий иқтисодиётнинг рақобатбардошлик даражасининг ўсиши	Глобал рақобатбардошлик индекси	ЯИМ, инвестициялар, экспорт, инсон капиталининг ривожланиш индекси ва х.к. ўсиш суръати

Ривожланаётган мамлакатлар ҚҚБни эмпирик таҳлилий таққослаш натижалари ва боғлиқликлар бу мамлакатлар гуруҳи таҳлилида фойдаланилган ривожланиш хусусиятларини намоён қилади, уларнинг параметрлари ўзида миллий ҚҚБ ўсиш резервларини ва уни иқтисодиётдаги мавжуд ўрнини баҳолаш учун қимматли маълумотларни мужассам этади.

ҚҚБ ривожланишининг икки мезонини (капиталлашув ва савдо ҳажми) таққослаш асосида ривожланаётган мамлакатларда унинг салоҳиятидан тулиқ ҳажмда фойдаланилиши ёки фойдаланмаслиги кўрилади.

Портфел инвестициялари оқимининг (кирувчи ва чикувчи) солиштирма таҳлили асосида фонд бозоридаги спекулятив ҳолатга баҳо берса бўлади.

²⁷⁴ Маъбаа: Жаҳон банки ахборот базасида берилган индикаторлар асосида муаллиф томонидан тузилган.

Солиштирма таҳлилда амалга оширилаётган ислохотлар сифати, давлат институтларининг сифати²⁷⁵, фонд бозори учун қулай бўлган макроиқтисодий муҳит, шунингдек, инвестициялар, жамғармалар, даромад даражаси, инфляция, иқтисодиётни монетизациялаш даражаси, унинг ривожланиш суръатлари, иқтисодиётнинг очиклиги, инвестиция муҳити каби кўрсаткичлар ўртасида корреляцион алоқа мавжудлиги асосий рол уйнайди.

²⁷⁵ Маълум: *Transparency international 2008*

IV БОБ. ТИЗИМЛИ МОЛИЯ ИНЖИНИРИНГИНИНГ АСОСИЙ ЙЎНАЛИШЛАРИ ВА УЛАРНИНГ ХУСУСИЯТЛАРИ

Тизимли молия инжиниринги (ТМИ) ғоясининг мазмуни (1.1-параграф) мавжуд чет эл концепцияларидан – 1.3-параграфда келтирилган еттита концепциядан – фаркли, ўз ичига глобал (мета) ва меза (дунё ва мамлакат минтақалари) молия, давлат ва муниципал (маҳаллий ҳокимиятлар) молияси, корпоратив молия (яъни молиявий ва номолиявий институтлар молияси), уй ҳўжаликлари (жумладан индивидумлар) молияси инновацион молиявий маҳсулотлари ҳамда иқтисодиёт субъектларининг очиқ молия бозорлари ва турли хил реал товар (хизмат)лар бозорларидаги инновацион нарх-наво инжиниринги каби молия инжиниринги йўналишларини комплекс олади. Бунда молия-кредит тизими (МКТ)нинг турли иерархик – мета-²⁷⁶, халқаро мезо-²⁷⁷, макро-²⁷⁸, миллий мезо-²⁷⁹, микро-²⁸⁰ ва нано-²⁸¹ – поғоналарда иқтисодиёт субъектлари молиявий барқарорлиги, рақобатбардошлиги ва хавфсизлигини таъминловчи инновациялар билан боглик.

ТМИнинг ҳар бир йўналиши ўзига хос хосса ва хусусиятлардан иборат бўлиб, I-III-бобларда ТМИ доирасида берилган умумий ғоялар доирасидаги терминологик аппарат ва методологияга асосланади.

ТМИ ғояси ва унинг юқорида берилган ҳар бир йўналиши мазмунан ва шаклан Жаҳон банки ва Халқаро валюта фонди томонидан МКТ таркибига берилган тавсифига²⁸² туғридан-туғри мос келади. Лекин 1.3-параграфда келтирилган 1-8 гуруҳ концепцияларининг ҳеч бири ушбу халқаро институтлар тавсифига мос

²⁷⁶ Мета поғона – глобал иқтисодиёт миқёсида қўрилувчи масалалар.

²⁷⁷ Халқаро мезо поғона – давлатлар иттифоқи (масалан, Европа иттифоқи, МДХ ва ҳ.к.) доирасида бўлиши мумкин.

²⁷⁸ Макро поғона – мамлакат иқтисодиёти миқёсида қўрилувчи масалалар.

²⁷⁹ Миллий мезо поғона – мамлакат минтақа ва ҳудудлари доирасида бўлади.

²⁸⁰ Микро поғона – тармоқлар ва ҳўжалик юритувчи институтлар доирасидаги иқтисодий масалалар.

²⁸¹ Нано поғона – индивидумлар, кўп инсонлар ва уларнинг уй ҳўжаликлари доирасидаги иқтисодий фаоллиги миқёсида қўрилувчи масалалар.

²⁸² Ушбу халқаро институтлар молия-кредит соҳаси давлат (жумладан, муниципал) ва корпоратив (жумладан, молиявий ва номолиявий таъкилотлар молияси) молия ҳамда молия бозоридан иборат деб ифодалайди.

равишда МКТнинг барча таркибий қисмларини тулиқ, тизимли ва комплекс қамраб олмайди.²⁸³

Умуман олганда, I–III боблардаги натижаларга асосланган ҳолда, ТМИ замонавий МКТни ва унинг жаҳондаги мавжуд барча назарияларни тулиқ қамраб олувчи бир бутун концепция бўлиб, узининг ғояси ва иқтисодий мазмун-моҳиятига кўра Ўзбекистон шароитида тараққиётнинг «Ўзбек модели»га мос давлатнинг ижтимоий-иқтисодий сиёсатига мос бўлган мамлакат МКТни молиявий-инновацион ривожлантиришнинг бир бутун назарий-методологик базиси сифатида қабул қилиниши мумкин десак бўлади. Ушбу фикрга кўра, ТМИнинг ҳар бир йўналишини Ўзбекистондаги шароитлар нуктаи назаридан алоҳида тавсифлаш мақсадга мувофиқ.

4.1. Давлат молия инжиниринги ва унинг амалиётини Ўзбекистон шароитида ривожланиш хусусиятлари

Дунёнинг ҳар қандай мамлакати, жумладан Ўзбекистоннинг ижтимоий-иқтисодий тараққиёти кўп жиҳатдан давлатнинг макроиқтисодий сиёсати ва унга уйғун бўлган монетар сиёсатига боғлиқ бўлиб, бундай сиёсатлар ўз навбатида уларга комплекс равишда таъсир этувчи ўзгарувчан турли риск ва омилларга (5.1-параграф ва 1.4-параграф) боғлиқ амалга оширилади. Ҳозирда ушбу сиёсатлар ривожини комплекс ва тизимли белгилувчи муҳим омил сифатида, бизнинг фикримизча, давлат молия инжиниринги ва унинг инновацияларини курсатиш мумкин бўлиб, унинг ёрдамида давлат бюджети, миллий иқтисодиёт ва МКСнинг барқарор ва рақобатбардош ривожланиши ҳамда молиявий хавфсизлиги ва инвестиция муҳитининг қулайлиги таъминланади (8-илова).

Бунда агарда тизимли ёндашилса, молиявий глобаллашув²⁸⁴ шароитида замонавий давлат молия инжиниринги амалиёти жаҳон ва миллий молия-кредит тизимларининг уйғунликда инновацион ривожланиши катализатори (тезлаштирувчи) ҳамда бундай

²⁸³ Бунда шунан айтиш мумкинки, молиявий глобаллашув жараёнларининг янгида ривожланиши келажакда 7-гуруҳ концепциясиюнинг борган сарф маълум жиҳатдан интернационаллаштириб боришнинг таъдиди қилимоқда. Ушбу фикр тасдиғи ва ТМИ ғояси имкониятларини I ва II бобларда айтилганлардан ҳам аниқлаш мумкин.

²⁸⁴ Молиявий глобаллашув – бу миллий ва минтақавий молия-кредит тизими (МКТ)ларнинг аста-секин бир бутун очик ва байланишчан (интернационаллашган) характерга эга булган жаҳон МКТга интеграллашуви жараёни бўлиб, бундай МКТ молиявий глобаллашувиинг асосий шаклларидан бири, жумладан, капиталларнинг халқаро ҳаракати ва инвестицияларини рақобатли жалб қилиниши шундан сифатида намоён бўлади. Бунда унинг таркибидан жаҳон молия (жумладан, қимматли қозғолар) бозори халқаро молиявий муносабатларда узининг ўта ҳажмдорлиғи ва аҳамиятлilлиги билан характерланади.

ривожланишни таъминлайдиган молиявий ижод методологияси ва инновациялар яратиш усуллари мажмуаси эканлиги яққол кўринади (1.1-параграф). Ушбу фикрнинг тасдиғи 1.2-параграф ва 2.1-2.10-параграфларда берилган бўлиб, улар асосида айтиш мумкинки, жаҳон глобллашуви шароитида давлатлар томонидан амалга оширилаётган макроектисодий сиёсат доирасида миллий молия-кредит тизим (МКТ)ларини инновацион ривожлантиришнинг катализатори сифатида намоён бўлган давлат молия инжиниринги эканлигини кўриш мумкин.

Фикримизча, ТМИ концепциясига асосланган молия инжиниринги хизмати (2.8-параграф) барча давлат бошқаруви ва ҳокимияти органларида мос равишда давлат ва муниципал молия инжиниринглари доирасида жорий қилиниши зарур.

Шу муносабат билан, давлат молия инжинирингини I-III-боблардаги назарий тушунча ва қарашлар, умуман илмий-методологик базис асосида қуйидагича ифодалаш мумкин.²⁸⁵

Давлат молия инжиниринги (ДМИ) – бу давлат бюджети, миллий реал иқтисодиёт ва МКТнинг ўзаро уйғун боғлиқлигида барқарор, ҳавфсиз ва рақобатбардош ривожланиши ҳамда молиявий-иқтисодий-ижтимоий-сиёсий ҳавфсизлигини ва инвестиция муҳити қулайлигини таъминлаш мақсадида ТМИ концепцияси асосида давлат томонидан унинг макроектисодий ва монетар сиёсатлари доирасида бир вақтнинг ўзида давлат ва жамият манфаатлари мақсадида молиявий инновациялар яратиш ва жорий қилиш, ҳам инновацион молиявий-иқтисодий ривожланишнинг регулятив фаолияти жараёни бўлиб, ТМИ концепциясининг таркибий йўналишларидан бири сифатида шаклланиб узлуксиз такомиллашиб борадиган назарияси ва унинг доирасидаги давлатнинг бюджет ва МКТ соҳасидаги молиявий-инновацион амалиётидир.

Бунда давлат молия инжиниринги ТМИ назарияси (I-IV боблар) доирасида ўз ичига учта муҳим *компонентани* олади: 1) тадқиқот соҳаси – бу давлат бюджети, миллий реал иқтисодиёт билан боғлиқ бўлган монетар сиёсат, мамлакат МКТ ва ундаги молиявий инновациялар соҳаси ва унинг инвестиция муҳити бўлиб,

²⁸⁵ Шоҳалзамий Ш.Ш. Основы финансового инжиниринга.-Т.: Iqtisod moliya, 2005.-264 с.; Финансовый инжиниринг: основы теории, мировой опыт и концепция развития.//Молия, Т., №1, 2008.- С. 9-16; Системный финансовый инжиниринг – важный фактор развития инновационной экономики в Узбекистане//Материалы Международного Форума экономистов Узбекистана, Ташкент, ИПМИ при Кабинете Министров РУз., 14 декабря 2010 г.

унинг ривожланиши турли рисклар ва омиллар таъсири шароитида жаҳон глобаллашуви жараёнида кечади; 2) ушбу соҳа тўғрисидаги билимлар мажмуаси; 3) ушбу соҳа бўйича жамланган янги билимлар методологияси (бир-бири билан келиштирилган усул ва услублар мажмуаси) ва уларни шу соҳага онд муаммоларини ҳал қилиш учун қўллаш.

Шу билан бирга, ДМИ 1.1-параграфда келтирилган ТМИ концепцияси доирасида узига хос инструментарий (терминологик аппарат), предмет, мақсад ва вазифалар, объект ва методга эга, хусусан улар қуйидагича.

ДМИнинг *предмети* – давлатнинг макроиктисодий, солиқ, инвестиция ва монетар сиёсатларига хос (мос) инновацион молия ва молиявий ижод жараёнларидаги муносабатлар, уларни ТМИ асосида инновацион ривожланишини шакллантирувчи омиллар ҳамда давлат молияси ва бюджети, миллий МКТдаги инвестицион ва инновацион ривожланиш жараёнларига хос ҳосса ва қонуниятлар.

ДМИнинг *мақсади* – жамиятнинг таълаб олган ижтимоий-маданий, иқтисодий ва сиёсий тараққиёти модели доирасида давлат томонидан турли риск ва омиллар таъсири шароитида давлат молияси, бюджети, миллий МКТнинг реал иқтисодиёт билан уйғунликда кенг ва тор қамровларда (I–III боблар) барқарор ва рақобатбардош тартибли инновацион ва жамият учун манфаатли ривожланишини ҳамда бунда молиявий ва тизимли риск хавфсизлигини ўзининг самарали молиявий инновацияларини яратиш ва амалиётга жорий қилиш асосида таъминлаш.

Ушбу мақсад доирасида ДМИнинг *вазифаси* – молиявий ижоднинг тизимли таҳлил ва синтезига ҳамда таҳлил-синтезга асосланган ҳолда (III ва IV боблар) давлат томонидан турли риск ва омиллар таъсири шароитида давлат молияси, бюджети, миллий МКТнинг реал иқтисодиёт билан уйғунликда кенг ва тор қамровли (I–II боблар) молиявий хавфсиз, барқарор ва рақобатбардош инновацион ривожланишини ҳамда унда инвестиция муҳити қулайлигини таъминловчи молиявий инновацияларни (1.5-параграф) тартибли ва изчил равишда ишлаб чиқиб амалиётга жорий қилишга қаратилган механизмлар ишлаб чиқиш ва уларни самарали амалга ошириш учун зарурий шарт-шароитлар яратиш.

ДМИнинг *объекти* – давлат бюджети, миллий МКС ва унинг молиявий инновациялари.

ДМИнинг *методи* – молиявий ижоднинг тизимли ёндашувидир.²⁸⁶

ДМИнинг *методологик базиси* инновацион молия ғояси, ТМИ концепцияси ҳамда молиявий инновацияларни тадқиқ этиш ва яратиш усуллари (I-IV боблар) асосланади.

Таъкидлаш жоизки, юқорида бизнинг талқинимизда берилган ДМИ концепцияси ўз ичига 4.1-жадвалда берилган учта йўналишни олади.

Бунда (яъни 4.1-жадвалда) ДМИнинг ҳар бир йўналиши ундаги сиёсат мазмунига кўра ўзига хос хусусиятлардан иборат. Айниқса, давлатнинг молия ва бошқа турдаги бозорлардаги молиявий муносабатлари ҳамда мос равишда улардаги молиявий маҳсулотлар (воситалар) сифатида нарх-наво (товарлар қийматининг бозор баҳоси ва нархи ўзгариши) инжиниринги (1.3-параграф) алоҳида хусусиятларга эга.

4.1-жадвалдаги ДМИ йўналишлари доирасида унинг қуйидаги 3 тури мавжудлигини эътироф этиш мумкин:

- жорий даврдаги молиявий-инновацион сиёсат билан боғлиқ ДМИ;
- стратегик ривожланиш сиёсати билан боғлиқ ДМИ;
- инқирозий давр сиёсати билан боғлиқ ДМИ.

4.1-жадвал

Давлат молия инжиниринги (ДМИ) йўналишлари²⁸⁷

Иқтисодий-ижтимоий сиёсат билан боғлиқ ДМИ йўналиши	Монетар сиёсат билан боғлиқ ДМИ йўналиш
-фискал (бюджет-солик) сиёсати; -инвестиция сиёсати; -ташки иқтисодий сиёсат; -ижтимоий сиёсат ва ҳ.к.	-Марказий банкнинг пул-кредит сиёсати.
Давлатнинг очик молия бозорлари ва турли хил реал товар (хизмат, мулк)лар бозорларидаги фаолиятида қўлланилувчи инновацион нарх-наво инжиниринги йўналиши	

²⁸⁶ Тизимли ёндашуш бу – илмий билим олиш ва амалий фаолият методологиясининг шундай йўналишики, унинг асосида ҳар қандай объектни мураккаб тўлақонлиқ, масалан, техник, биологик, экологик, ижтимоий, иқтисодий, сиёсий ва ҳ.к. тизим сифатида тадқиқ этиш ётади. Тизим қуйидаги белгилардан ҳеч бўлмаганда бирига эга бўлиши лозим (Раҳмонов О.С. Анализ и синтез систем: теория и практика. - М.: Атлас, 2003.-с.47): «қуйи тизимларга тақсимланган тизимнинг таъсири, улардан ҳар бирини ўрганиш мазмуний характерга эга; воқеиялик ва таъсир муҳитининг тизимга таъсир кўрсатиш шароитида фаолият юритиш унинг структураси ва кўрсаткичлари тасодифий характерини асослаб беради; тизимнинг ҳулқ-атвори мақсади йўналган ҳолда таълаш амалга ошириши» (муаллиф тараққияси).

²⁸⁷ Манба: муаллиф томонидан тузилган.

Жорий даврдаги молиявий-инновацион сиёсати билан боғлиқ ДМИ давлатнинг ушбу сиёсати самарадорлигини ҳамда миллий молия-кредит тизими рақобатбардошлиги ва ликвидлилигини таъминлаш борасида жорий вақт даврида олдингисига қараганда ошган талаб ва эҳтиёжларини қондиришга қаратилади.

Стратегик ривожланиш сиёсати билан боғлиқ ДМИ эса давлатнинг ушбу сиёсати самарадорлигини ҳамда миллий молия-кредит тизими рақобатбардошлиги ва ликвидлилигини таъминлаш борасида келгусида юзага келиши мумкин бўлган талаб ва эҳтиёжларни қондиришга мўлжалланган.

Инқирозий давр сиёсати билан боғлиқ ДМИда миллий молия-кредит тизимининг рақобатбардошлиги ва ликвидлилиги пасайиб инқирозий ҳолатга тушиб қолганда, давлат ва жамиятнинг талаб ва эҳтиёжларини қондира олмай қолган тақдирда қўлланилади.

ТМИ концепциясига асосланган ДМИ мазмун-моҳиятидан келиб чиқиб қуйидагиларни айтиш мумкин:

1. ДМИ жаҳон молия цивилизацияси ва тизимининг ривожланиши давомида давлатларнинг макроиктисодий (бюджет-солиқ ва монетар) сиёсатлари муайян даврига мос келувчи янги турдаги молиявий муносабатларга бўлган эҳтиёжни қондириш учун давлат томонидан яратилиб амалиётга жорий қилинган инновация (маҳсулот)лар²⁸⁸ билан ҳамнафас ҳолда шаклланиб ривожланиши ва у узлуксиз такомиллашиб боради.

2. ДМИ инновациялари сони ва ҳажмининг йилдан-йилга ортиб бориши уни молиявий глобallasуш шароитида миллий МКТларининг реал иқтисодиёт билан уйғунликда инновацион ривожланишини таъминлайдиган молиявий ижод ва инновациялар методологияси ва механизми эканлигидан далолат беради.

3. ДМИ амалиёти ТМИнинг назарий асослари доирасида молиявий инновациялар амалиёти таъсирида такомиллашиб боради.

4. Ўзбекистонда шаклланган ДМИ амалиёти давлатнинг ижтимоий-иқтисодий сиёсатига асосланган ҳолда босқичма-босқич ривожланмоқда (7-ва 8-иловалар).

²⁸⁸ Давлат томонидан яратиладиган инновациялар қуйидаги шаклларда бўлиши мумкин: давлат томонидан қўбул қилинган жамиятнинг ривожланиш модели, қонуний-меърий ҳужжатлар, иқтисодий меъёрлар, лицензион талаблар, макроиктисодий, макромолиявий ва ҳудудий ривожланиш кўрсаткичлари, давлатнинг турли йўналишдаги сиёсатлари ва дастаклари, мулкчилик тизими параметрлари, миллий бозор инфратузилмаси ва ҳ.к.

5. ДМИ молиявий глобаллашув шароитида давлатнинг бюджет-солиқ (фискал) ва монетар сиёсатлари доирасида макроиктисодий даражада тизимли ва комплекс равишда амалга оширилади.

Юқорида келтирилган фикр-мулоҳазалар тасдиғи сифатида, конкрет мисол тариқасида, Ўзбекистон шароитида ДМИнинг ривожланиш тенденцияларини монетар ва макроиктисодий сиёсатларга боғлиқликда МКТнинг ривожланиш босқичларида (2.3-параграфдаги 2.1- ва 2.2-жадваллар асосида ўтказилган корреляцион таҳлил натижаларини ҳамда 7- ва 8-иловалардаги маълумотларини ҳисобга олган ҳолда) кўриб чиқиш мумкин.

Бунда таъкидлаш зарурки, дунёнинг ҳар бир мамлакатининг ДМИ ундаги давлатнинг макроиктисодий ва монетар сиёсатларига ҳос молиявий ижод жараёнидаги муносабатлар ва уларнинг инновацион ривожини шакллантирувчи омиллар ҳамда миллий иқтисодиёт ва МКТдаги жараёнларга ҳос хосса ва қонуниятларга эга бўлиб, уларнинг тенденциялари ва муаммолари бошқа давлатларникидан, табиийки, фаркланади. Лекин уларнинг барчасида ДМИ концепцияси ТМИ нуқтаи назаридан умумий бўлиши мумкин.

***1-мисол. Монетар сиёсат доирасида макроиктисодий сиёсатга боғлиқликда Ўзбекистон МКТнинг инновацион ривожланиши босқичлари ва тенденциялари*²⁸⁹**

Ўзбекистон МКТнинг барқарорлиги ва ундаги молия бозори капиталлашувини давлатнинг макроиктисодий сиёсати доирасида таъминлаш монетар сиёсатининг муҳим йўналишларидан бири ҳисобланади. Бунда асосий эътибор ортиқча муомаладаги пул маблағларини банк айланмаларига жалб қилиш, молиявий инструментлар билан ўтказиладиган операциялар ҳажмини кенгайтириш ва иқтисодиётни самарали кредитлашга қаратилади.

Ҳорижий мамлакатлар тажрибасидан (1-6-иловалар) кўриш мумкинки, замонавий монетар сиёсат доирасида Марказий банклар томонидан тижорат банклари ликвидилигини таъминлашга қаратилган инновацион ёндашувларни қўлашлари макроиктисодий самарага ва қайта молиялаштириш сиёсатига ўзига ҳос таъсирларидан иборат:

²⁸⁹ Даваровов Ш.З. иштирокида ёзилган.

1. Марказий банклар тижорат банкларига марказлашган кредитларнинг муддати узайтирилди ва ҳажми оширилди. 2008 йилнинг октябр ойидан бошлаб Европа Марказий банки тижорат банкларига 6 ойгача муддатга кредитлар беришни бошлади. Бунга қадар Европа Марказий Банкининг кредитлари жуда қисқа муддатли бўлиб, фақат тижорат банкларининг ликвидлигини таъминлаш мақсадига берилар эди²⁹⁰.

АҚШ Федерал Резерв Тизими (ФРТ) ипотека билан боғлиқ бўлган облигация ва ҳосилавий қимматли қоғозларга инвестиция қилган ва ликвидлилик муаммосига дучор бўлган тижорат банклари ва инвестиция компанияларига 400 млрд. АҚШ доллари ажратди. 2008 йилда тижорат банкларига қисқа муддатли кредитлар бериш мақсадида ФРТ томонидан 30 та аукцион ўтказилди ва банклар 2 трлн. долларга яқин кредитлар олди. Аукционда жойлаштирилган кредитлар миқдори 30 млрд. АҚШ долларидан 150 млрд. АҚШ долларига етди²⁹¹.

2. Марказий банкларнинг қайта молиялаштириш ставкаси пасайиб борди. 2008 йил 22 январда ФРТнинг ҳисоб ставкаси 0,75 фоизли пунктга пасайтирилди ва унинг йиллик даражаси 3,5% қилиб белгиланди. 2008 йилнинг май ойига келиб, расмий ҳисоб ставкаси йиллик 2 фоизга туширилди, 2009 йилнинг ўрталарига келиб, ФРТнинг ҳисоб ставкасининг йиллик даражаси 0,5 % қилиб белгиланди²⁹².

3. Марказий банклар очик молия бозорларидаги операцияларининг объектлари ва ломбард кредитлари гаров таъминотининг сони оширилди.

АҚШ ФРТ 2008 йилнинг иккинчи ярмидан бошлаб ипотека облигацияларини ўзининг очик бозор операцияларининг объекти сифатида тан олди. 2008 йилда 8 мингта тижорат банки Европа Марказий Банкидан нафақат анъанавий қимматли қоғозларни, балки ипотека облигациялари, корпорацияларнинг акцияларини гаровга қўйиш орқали кредит олиш имкониятига эга бўлди²⁹³.

Республикамызда Марказий банк монетар сиёсатининг тижорат банклари ликвидлигига уларнинг узоқ муддатли барқарор ресурс базасига эга бўлишга ва узоқ муддатли кредитлар бериш

²⁹⁰ Андриушин С.А., Бурлачков В.Д. Денежно-кредитная политика и глобальный финансовый кризис: вопросы методологии и уроки для России/Вопросы экономики. – Москва, 2008. – №11. – С.40.

²⁹¹ Кириченко Э.В. Антикризисная политика США/Международная экономика. – Москва, 2009. №11.-С.6-9.

²⁹² <<http://www.frb.fed.us>> сайти маълумотлари асосида муаллиф томонидан умумлаштирилди.

²⁹³ Андриушин С.А., Бурлачков В.Д. Денежно-кредитная политика в глобальный финансовый кризис: вопросы методологии и уроки для России/Вопросы экономики. – Москва, 2008. – №11. – С. 39-40.

имкониятини ошириш мақсадида тижорат банкларнинг инновацион маҳсулотлардан фойдаланган ҳолда янги молиявий хизматлардан фойдаланишлари учун катализатор вазифасини бажаради.

Марказий банкнинг макроиктисодий сиёсат доирасида қабул қилган тегишли қарорлари ва йуриқномалари асосида тижорат банклари томонидан маълум бир даврга хос бўлган молиявий инновациялар киритилиши миллий банк тизимининг барқарор ривожланишини таъминлади. Бу тенденцияларни 4.2-жадвалдан куриш мумкин.

4.2-жадвал

Ўзбекистон банк тизимининг инновацион ривожланиш босқичлари ва натижалари²⁹⁴

Босқич, йиллар	Инновацион чоралар	Инновацион натижалар
1991-1994	Утиш даврига хос икки по- ғонали банк тизимининг шакл- ланиши ²⁹⁵	Замонавийлашган банк тизими шаклланди
1995-2000	Вексел ва факторинг опера- цияларини ривожлантириш ²⁹⁶	Мамлакат товар айланмаси жа- даллашди ва факторинг муно- сабатлари шаклланди
2001-2007	Банкларнинг ҳўжалик юритувчи субъектларни кредитлашда ва инвестицион жараёнларда кенг қатнашиши ²⁹⁷	Тижорат банкларнинг кредит- лаш амалиётининг янги турлари тадбиқ этилди
2008-2010	Тижорат банклари капитал- лашув даражасини ошиши ва уларнинг иктисодиётни модер-	Тижорат банкларининг капитал- лашув даражасини ортиши ва уларни иктисодий ночор кор-

²⁹⁴ Ҳудудий қўмитаси ва Марказий банк маълумотлари асосида тузилган.

²⁹⁵ 1991 йил 15 февралдаги Ўзбекистон Республикаси «Банклар ва банк фаолияти тўғрисида»ги Қонуни

²⁹⁶ 1995 йил 2 июлдаги Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг «Ўзбекистон Республикаси халқ ҳўжалигида векселларни қўллаш тўғрисида»ги Қарори, 1995 йил 30 майдаги Марказий банкнинг «Оддий ва ўтказма вексел тўғрисида»ги Низоми, 1995 йил 30 майдаги Марказий банкнинг «Банкларнинг векселлар билан операцияларини ўтказиш» тартиби, 1997 йилнинг 15 мартдаги Ўзбекистон Республикаси Марказий банкнинг «Ўзбекистон Республикаси ҳудудида тижорат банклар томонидан факторинг амалиётларини ўтказиш тўғрисида»ги низоми.

²⁹⁷ 2004 йил 1 мартдаги Ўзбекистон Республикаси Марказий Банкнинг «Тижорат банклари томонидан фермер ҳўжаликларига булғуси ҳосилни гаровга олган ҳолда кредит бериш тартиби тўғрисида»ги, 2006 йил 21 октябрдаги Ўзбекистон Республикаси Марказий Банкнинг «Тижорат банкларда шўхнинг операцияларини амалга ошириш ва уларнинг бухгалтерия ҳисобини юритиш тартиби тўғрисида»ги, 2007 йил 15 сентябрдаги Ўзбекистон Республикаси Марказий Банкнинг «Аҳолининг кенг қатлами, шу жумладан ёш ояллар учун уй-жой қурилишини ва реконструкция қилишни молиялаштириш ва кредитлаш тартиби тўғрисида»ги Низомлари, Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2006 йил 15 апрелдаги №ПҚ-56-сонли «Банк тизимини янада яқинлаштириш ва эркинлаштириш чора-тадбирлари тўғрисида»ги ва Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2007 йил 7 ноябрдаги ПҚ-726-сонли «Банк тизимини янада ривожлантириш ва бун қул маблагларини банк айланимасига жалб этиш чора-тадбирлари тўғрисида» Қарорлари.

	низациялаш жараёнида жадал қатнаштиши ²⁹⁸	хоналарнинг молиявий барқарорлашувига жалб қилиниши
2011-2015	Молия-банк тизимини янада ислох қилиш ва барқарорлигини ошириш ²⁹⁹	Тижорат банклари фаолиятини халқаро стандартлари ва рейтинглари даражасига кўтариш

Ушбу таҳлилий 4.2-жадвал асосида банк тизими инновацион ривожланиши тенденцияларини куйидагича тавсифлаш мумкин.

1991-1994 йиллар. Ўзбекистон Республикасининг мустақилликка эришиши ва шу муносабат билан миллий банк тизимини шаклланиши даври бўлди.³⁰⁰ Иқтисодиётнинг турли соҳаларини молиялаштириш, ташкил этилган ихтисослашган тижорат банклари томонидан амалга оширилиб, ҳар бир тижорат банки ўзининг ривожланиш стратегияси ва ички бўлинмаларини ташкил эта бошлашди. 1993 йилнинг охири ва 1994 йил 1 июлдан бошлаб Ўзбекистон Республикаси миллий валютаси – сўм муомалага киритилиши, мамлакатимиз миллий банк тизими шаклланишининг муҳим сарқадамларидан бири бўлди. Бундан буён Марказий банк ўз фаолиятини амалга оширишда мустақил бўлиб, унинг асосий вазифаси бозор инструментлари асосида бошқариладиган миллий пул муомаласини ташкил этишга қаратилди.

1995-2000 йиллар. Бу даврда Ўзбекистон Республикаси ҳукуматининг қарор ва фармонлари асосида тижорат банклари томонидан оддий векселлар муомалага киритилиб, улар пул-товар муносабатларининг кучайишини таъминлаш билан бир қаторда

²⁹⁸ Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2008 йил 18 ноябрдаги ПФ-4053-сонли «Иқтисодиёт реал сектори корхоналарининг молиявий барқарорлигини янада ошириш чора-тадбирлари тўғрисида»ги, Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2008 йил 28 ноябрдаги ПФ-4058-сонли «Иқтисодиётнинг реал сектори корхоналарини қўллаб-қувватлаш, уларнинг барқарор ишлашнинг таъминлаш ва экспорт салоҳиятини ошириш чора-тадбирлари дастури тўғрисида» Фармонлари, Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2008 йил 19 ноябрдаги ПФ-4010-сонли «Иқтисодий notch корхоналарини тижорат банкларга сотиш тартиби тўғрисида»ги Фармони, ва Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2009 йил 28 июлдаги ПК-1166 сонли «Тижорат банкларининг инвестиция дойирларини молиялаштиришга йўналтириладиган узок муددатли кредитлари улушнинг кўпайтиришнинг рағбатлантириш борасидаги қўлмиш чора-тадбирлар тўғрисида»ги ва Ўзбекистон Республикаси Президентининг ПК-1317 сонли «Банк тизимининг молиявий барқарорлигини янада ошириш ва инвестициявий фаолиятини кучайтириш чора-тадбирлари тўғрисида»ги Қарорлари.

²⁹⁹ Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2010 йил 26 ноябрдаги ПК-1438-сонли «2011-2015 йилларда республика молия-банк тизимини янада ислох қилиш ва барқарорлигини ошириш ҳамда юқори халқаро рейтинг кўрсаткичларига эришишнинг устувор йўналишлари тўғрисида»ги Қарори

³⁰⁰ Банк тизимининг қайтадан ташкил этилиши 1987 йилдан бошланди, бунда асосан давлат банки ва ихтисослашган банклар учун бир хил тизим ва 1988 йилдан бошлаб икки погонали банк тизими шакллани бошланди. 1991 йил 15 февралда қабул қилинган Ўзбекистон Республикаси «Банклар ва банк фаолияти тўғрисида»ги Қонуни миллий банк тизимининг икки босқичли тизимга батамом ўтишга асос бўлди ҳамда республикада Марказий банк ва тижорат банклари тизими шаклланди. Мамлакат Марказий банкни асосий ҳудудда пул муомаласини назорат қилиш, тижорат банклар тизимини ва пул тизимини шакллантириш алоқалари юклатилди.

маълум даражада салбий ҳолатларни юзага келтирди.³⁰¹ Хусусан, векселлар ўзининг хусусиятидан келиб чиқиб мамлакатда товар массаси билан пул массаси ўртасида маълум миқдорда тафовутни юзага келтирди ва бунинг натижасида инфляциянинг кучайишига олиб келди. Айнан шу сабабларга кўра республикамизда 1997 йилдан бошлаб вексел муомаласи вақтинча тўхтатилган бўлиб, бунинг асосий сабаби сифатида муомалага товарлар билан таъминланмаган векселлар эмиссиясининг кескин кўпайиб кетишини кўрсатиш мумкин.³⁰² Вексел муомаласи тўхтатилганлиги сабабли банклар томонидан товар ишлаб чиқарувчиларни ўз маҳсулотларини реализациясини жадаллаштириш учун муқобил инструмент сифатида факторинг кредитларини жорий этилди.

Банкларнинг бир маҳсулот ўрнига иккинчи муқобил маҳсулот трансферини амалга ошириш тажрибаси мазкур амалиётда яқол кўринмоқда. Мазкур амалиёт банклар орқали тўловларни ва маблағларнинг айланмасини кескин ошишини таъминланиб, банкларга, учинчи шахслар ўрнига етказилган маҳсулот, товарлар ва кўрсатилган хизматлар учун тўловларни қабул қилиш ҳуқуқини берди.

1997 йилда Ҳукумат ва Марказий банк ташаббуси билан республикамиз етакчи тижорат банклари дунёнинг нуфузли аудиторлик компаниялари томонидан аудити ўтказила бошланди. Олинган аудиторлик хулосалар натижасида, мамлакатимиз банклари томонидан рақобатбардошлик ва халқаро стандартларга мослашувига эришиш чоралари кўрилди.

2001-2007 йиллар. Банк тизими ривожланишишнинг ушбу босқичининг асосий вазифалари бўлиб, банк тизимига хусусий капиталнинг жалб қилиниши, акциядорлик тижорат банкларида корпоратив бошқарув даражасининг ошиши ва банк тизими устидан назоратнинг самарали тизимига ўтиш даври бўлди. Ушбу босқичда банк тизимининг стратегик йўналишлари сифатида иқтисодиётнинг мазкур соҳасига хусусий капиталнинг жалб қилиниши бўлиб, мазкур жараённинг жадаллашувига ҳукуматимиз томонидан қабул қилинган бир қатор қарорлар асосида берилган имтиёзлар хизмат қилди. Шу билан бирга, ушбу қарорлар негизида

³⁰¹ 1995 йилда тижорат банклари ва ҳўжалх юритувчи субъектлар орасидаги вексел муомаласининг умумий миқдори 29,4 млрд. сўмни ташкил этган бўлсада, 1996 йилда векселлар ҳажми 37,6 млрд. сўмни ташкил этди. Тижорат векселларнинг бозори ривожланган ҳолда уларнинг иштирокчилари кўпайиб кетганлиги борди ва 1997 йил бошида тижорат векселларнинг умумий қиймати 10,2 млрд. сўмни ташкил этди, йил якунига қадар ушбу кўрсаткич 3,5 баробарга ошди.

³⁰² Лекин, жаҳон амалиётидан маълумки, ҳўжалх юритувчи субъектлар учун уларнинг ишлаб чиқарадиган товарлари реализациясини жадаллаштиришда вексел муомаласи ўта зарур восита ҳисобланади.

хусусий тижорат банклари ташкил этилиши жадаллашган ҳолда, улар ўз навбатида мамлакатимизда кичик бизнес ва тадбиркорликнинг ривожланишига ижобий таъсир кўрсатишди.

Банк тизимини янада ислоҳ қилиш ва эркинлаштириш, унинг барқарор ривожланишини таъминлаш, тижорат банкларининг иш самарадорлигини ошириш, уларнинг капиталлашуви даражасини ошириш ва инвестиция жараёнларида кенг иштирок этишини таъминлаш мақсадида, банк тизимини устувор йўналишлари аниқланди. Бу борада, 2006-2007 йилларда банк секторини ислоҳ қилиш ва ривожлантириш бўйича Дастур тасдиқланди.³⁰³

Бунда банкларнинг минимал капиталига талаблар кучайтирилди (4.3-жадвал). Фаолият юритаётган тижорат банклар томонидан капиталларни босқичма-босқич ошириш дастури қабул қилинди.

4.3-жадвал³⁰⁴

Марказий банкнинг тижорат банкларнинг минимал капиталига қўйилган талаби (эквивалентда), млн. АҚШ долл.

(2011 йилдан евро)

Банк тури	2005 йил 1 июлдан	2006 йил 1 январдан	2007 йил 1 январдан	2011 йил 1 январдан
Акциядорлик тижорат банклари	3,0	4,0	5,0	10,0
Хусусий банклар	1,5	2,0	2,5	5,0
Хорижий инвесторлар иштирокидаги банклар	5,0	5,0	5,0	5,0

Ушбу давр Ўзбекистон тижорат банкларининг ривожланиши ва барқарорлашув даври бўлиб, мазкур муддат мобайнида тижорат банклари ўз фаолиятларида кўпгина инновацион маҳсулотларни ва схемаларни тадбиқ этишди. Жумладан, инновацион кредитлашнинг янги турлари сифатида қишлоқ хўжалигини кредитлашда янги схема ва лойиҳалардан фойдаланишни қайд этиш мумкин. Мазкур давргача қишлоқ хўжалиги корхоналарни кредитлаш давлат бюджети маблағлари ҳисобидан туғридан-туғри хизмат кўсатувчи корхоналарга транш маблағлари асосида туловлар амалга оширилиши кузатилган бўлсада, 2004 йилдан бошлаб тижорат

³⁰³ Банк секторини ривожлантириш Дастури доирасида 2005 йил 20 июндан бошлаб Марказий банкнинг «Тижорат банклари капиталининг етарлигига бўлган талаб тўғрисида»ги Низомига янги очилаётган банклар устас капиталининг энг кам миқдори талабларига ўзгаришлар киритилди.

³⁰⁴ 2007 йил 1 январдан бошлаб акциядорлик тижорат банклари ўз ихсом жамғармаларини 5,0 миллион АҚШ долларига, хусусий банклар 2,5 миллион АҚШ долларигача этишганлари талаб қилинди.

банклари томонидан Ўзбекистон Республикаси Молия вазирлиги ҳузуридаги Давлат эҳтиёжлари учун харид қилинадиган қишлоқ хўжалиги маҳсулотларининг ҳисоб-китоб жамғармаси ҳисобидан кредит берилиши амалиёти йўлга қўйилди.

2006 йилдан бошлаб тижорат банклари лизинг операцияларини амалга ошириши ҳамда банклар томонидан лизинг ва микролизинг операцияларини амалга ошириш тартибига ҳам тадбиқ қилинди. Ушбу амалиёт асосида республикамиз тижорат банкларининг 2004 йилда берилган лизинг кредитлари 10,2 млн. АҚШ долларини ташкил этган бўлса, ушбу кўрсаткич 2009 йилда 245,1 млн. АҚШ долларини ташкил этди. Қайд этилган кўрсаткичлардан кўриниб турибдики, бутунги кунда тижорат банклар томонидан лизинг амалиётига катта аҳамият берилмоқда.

2007 йилдан бошлаб республикамиз банкларининг кредитлаш амалиётида аҳоли кенг қатлами ва ёш oilаларга ипотека ва истеъмол кредитлари ажратиш амалиёти йўлга қўйилди. Ушбу амалиётнинг тадбиқ этилиши республика уй-жой қурилишини жадаллашувига ва аҳолининг уй жой билан таъминланиши каби муҳим кўрсаткичлар билан боғлиқдир. Бундан ташқари ипотека кредитларини ажратилиши бевосита ипотека қимматли қоғозлар бозорини ривожланишига ҳам таъсир кўрсатади.

2001-2007 йилларда мамлакатимизда инфляциянинг йиллик даражасини кескин пасайишига ва унинг муътадил даражасини таъминлашга муваффақ бўлинди. 2001-2002 йилларда инфляциянинг ўртача йиллик даражаси 21,6 фоизни ташкил қилган бўлса, 2007 йил якунлари бўйича бу кўрсаткич 7,3 фоизни ташкил этди³⁰⁵.

2008-2010 йиллар. 2008-2009 йилларда жаҳон молиявий-иқтисодий инқирозининг Ўзбекистон иқтисодиётига салбий таъсирини олдини олишга қаратилган давлатнинг инқирозга қарши Дастури ва унга мос бошқа чоралари доирасида тижорат банкларининг иқтисодиёт реал сектори корхоналарини узоқ муддатли кредитлаш, иқтисодий ночор корхоналарни банк балансларига олиш ва улар негизда банкнинг шўъба корхоналарини ташкил этиш ҳамда ишлаб чиқариш фаолиятини тиклаш борасида муайян ишлар амалга оширилди. Булар доирасида экспортчи корхоналарнинг ишлаб чиқаришни рағбатлантириш мақсадида корхоналарни оборот маблағларини тулдириш учун 40,6 млрд. сўм

³⁰⁵ Бобакулов Т.И. Молиявий инқироз шароитида тижорат банклари ликвидлиги // Ўзбекистон иқтисодий ажбортномаси. – Тошкент, 2009. – №4. – Б. 28.

имтиёзли кредитлар берилди ва йирик корхоналар қарзларини реструктуризациялаш юзасидан тақдим этилган мурожаатлар кўриб чиқилиб, асосий қарз бўйича 8,3 млн. АҚШ доллари ва фоиз қарзи бўйича 5,4 млн. АҚШ доллари миқдоридаги қарзлар муддати узайтирилди. Иқтисодий ночор корхоналарни банк балансларига бериш ва улар негизда ишлаб чиқаришни тиклаш борасида банкрот-корхоналарнинг молиявий барқарорлигини ошириш ҳамда пировардида салоҳиятли инвесторларга сотиш бўйича 2011 йил 1 январь ҳолатига банклар балансига қабул қилинган 91-та корхона мулкидан: 78 та корхонада ишлаб чиқариш фаолияти қайта тикланди; 8 та корхонада таъмирлаш-тиклаш ишлари олиб бориюкда; 5 та корхона мол мулки негизда қўшма корхона ташкил этилди.

2011 йил 1 январь ҳолатига, банкрот корхоналарда ишлаб чиқаришни тиклаш, модернизациялаш ва уларни зарур айланма маблағлар билан таъминлаш мақсадларида жами 78,1 млрд. сўм миқдоридаги инвестиция маблағлари йўналтирилди.

Шу билан бирга, Ўзбекистон Республикаси Президенти томонидан қабул қилинган ҳужжатлар доирасидаги мамлакатимиздаги етакчи тижорат банклари – Халқ банки, «Микрокредитбанк», «Агробанк», «Қишлоқ қурилиш банк», «Асакабанк», «Ўзсаноатқурилишбанк» – капиталлашувига 2009 йил давомида 500 млрд. сўмдан ортиқ маблағ йўналтирилди³⁰⁶.

Ўзбекистон Республикаси Президентининг кичик бизнес ва хусусий тадбиркорликни молиялашнинг асосий кредит марказларидан бири бўлган «Микрокредитбанк»нинг устав фондини кўпайтиришга оид фармон қабул қилинди. Натижада, мамлакатимиз банкларининг жами капитали, қўшимча ресурсларни жалб этиш ҳисобидан, 2007 йил билан таққослаганда 40 фоизга кўпайди. Бу кўрсаткич 2010 йилгача бўлган даврда икки баробардан ошди.

Мамлакатимиз иқтисодиётига инвестицияларни, шу жумладан, туғридан-туғри хорижий инвестицияларни жалб этиш Ўзбекистон ҳукумати иқтисодий сиёсатининг устувор йўналишларидан бири бўлиб қолмоқда. Етакчи тармоқларни янгилаш, йирик транспорт ва коммуникация лойиҳаларини амалга ошириш, янги замонавий ишлаб чиқаришларни ташкил этиш ва тежамкор технологияларни жорий қилишга дастурлари умумий қиймати 42,5

³⁰⁶ Додиев Ф. Тижорат банкларининг инвестиция фаолияти // Бозор, пул ва кредит. №06(157), 2010.

млрд. доллардан зиёд 300-дан ортик ўта муҳим инвестиция лойиҳалари киритилган³⁰⁷.

2011-2015 йиллар. 2011 йилдан бошлаб Ўзбекистон Республикаси саноатини ҳамда молия-банк тизимини ислоҳ қилишни чуқурлаштириш ва барқарорлигини ошириш мақсадида банклар ва бутун молия тизими фаолиятига ёндашувларни тубдан ўзгартириш учун 2011-2015 йилларга мўлжалланган асосий йўналишлар ва чоралар белгилаб олинган.

Ушбу йўналишлар қаторига, банк тизими капиталлашув даражасини хусусий сектор капиталини жалб қилиш эвазига ошириш, банклар активлари сифатини яхшилаш ва банк ишнини такомиллаштириш ҳисобига унинг ликвидлигини таъминлаш масалалари белгиланган. Жумладан:

- тижорат банкларнинг 2011-2015 йилларда умумий капиталини ўртача 2,1 баробарга, шу жумладан қўшимча акцияларни чиқариш эвазига оширишни таъминлаш;

- банкларнинг низом жамғармаларида нодавлат сектори улушини кенгайтириш;

- хўжалик юритувчи субъектлар ва аҳоли эҳтиёжидан келиб чиқиб, депозитлар ва омонатларнинг янги турларини тadbик этиш, шу жумладан муомалага узоқ муддатли облигациялар, депозит сертификатларни чиқариш ва субординар қарзни фаол жалб қилиш;

- 2011-2015 йилларда пластик карталар миқдорини 1,5 мартага ошириш ёрдамида нақдсиз ҳисоб-китоблар тизимини янада кенгайтириш каби кўрсаткичларга эришиш кутилмоқда.

Сўнгги йилларда Марказий банкнинг қайта молиялаштириш ставкасини ўзгариши ва қайта молиялаш кредитлари ҳажмини ўзгартириш йўли билан тижорат банклари депозитлари ва кредитларининг фоиз ставкаларига таъсир кўрсатмоқда.

Макроиктисодий барқарорликни таъминлашда банк тизимининг кредитларидан фойдаланишнинг ролини ошириш кўп жиҳатдан Марказий банкнинг қайта молиялаш ставкаси, инфляция даражаси ва монетизация даражасига боғлиқ. Ушбу омил банкларнинг кредитлаш амалиётига ва ялпи ички маҳсулотнинг ўсиш суръатларига ижобий таъсир кўрсатади. Умуман олганда, 10 йил мобайнида республика иқтисодиётида жиддий таркибий

³⁰⁷ И.А.Каримов Осиё тараққиёт банки Бошқарувчилари қўшма 43 йиллик ишқилибнинг очилиш маросимидаги нутқи. – «Халқ сўзи» газетаси, 2010 йил 4 май.

силжишлар юз берди.³⁰⁸ Бунда Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2010 йил 15 декабрдаги ПҚ-1442-сонли «2011-2015 йилларда Ўзбекистон Республикаси саноатини ривожлантиришнинг устувор йўналишлари тўғрисида»ги Қарори билан белгиланган чоралар ҳамда Давлат ва ҳудудий инвестиция дастурлари натижалари (7-илова) муҳимдир.

Хусусан, мазкур қарор билан саноатни истиқболда ривожлантиришнинг қуйидаги асосий устуворликлари аниқланди.

Мамлакатимизда танлаб олинган рақобатбардош экспортга йўналтирилган ва импортни ўрнини босувчи маҳсулотлар ишлаб чиқаришга мўлжалланган ислохотлар стратегияси республика саноатининг барқарор, динамик ва мувозанатли ривожланишини, ишлаб чиқариш қувватларини модернизация қилиш, техник ва технологик янгилаш негизида унинг асосий тармоқларини диверсификация қилишни ўз ичига олади.

Ўзбекистон иқтисодиётида амалга оширилган чуқур мақсадга йўналтирилган тузилмавий ўзгаришлар сўнгги йилларда иқтисодий ўсишнинг юқори суръатларини ва саноатнинг жадал ўсишини таъминлади. Айтиш жоизки, саноатнинг мамлакат ялпи ички маҳсулотигаги улуши 1991 йилдаги 11 фоиздан ҳозирги вақтга келиб 24 фоизгача кўпайди.

Истиқлол йилларида Ўзбекистон чин маънода жаҳондаги индустриал мамлакатлардан бирига айланди, нефть ва газ, машинасозлик, электротехника, кимё, металлургия саноатида ўнлаб янги йирик саноат корхоналари ишга туширилди, уларга халқ ҳўжалигининг 40 фоиздан зиёд асосий ишлаб чиқариш фондлари жалб этилган ҳолда мамлакатнинг миллиондан ортиқ ишга лаёқатли аҳолиси муқим иш билан таъминланди.

Иқтисодиётнинг янги тармоғи – ривожланган инфратузилмага эга автомобиль саноати яратилиб, унда «GM», «Даймлер Бенц», «MAN» ва «ISUZU» компаниялари каби дунё етакчиларининг энг илғор ишлаб чиқариш технологиялари жорий этилди.

³⁰⁸ 2000-2010 йиллар давомида ялпи ички маҳсулот саноат улуши 14,2 фоиздан 24 фоизгача, транспорт ва алоқа улуши 7,7 фоиздан 12,4 фоизгача, хизмат соҳаси улуши 37 фоиздан 49 фоизгача ўсди, юмшоқ ҳўжалиқнинг салмоғи эса 30,1 фоиздан 17,5 фоизгача кичиралди. 2010 йилда ялпи ички маҳсулотда кичик бизнес ва ҳўсусий тадбиркорлик улуши 2000 йилдаги 31 фоиз ўрнига 52,5 фоизни ташкил этди.³⁰⁹ Билим тизими лавозидлиги янгида мустақамланди ва барқарорлиги оширилди. 2010 йилда тижорат банкларининг жами ҳиссатли 36 фоизга, депозитлар ҳажми 1,5 баробардан ортиқ ўсishга эришилди. Иқтисодиёт реал секторига йўналтирилган кредитларнинг умумий ҳажми 35 фоизга кўпайди. Кредит портфелининг умумий ҳажмида узоқ муддатли инвестиция кредитлари улуши 2000 йилда 35 фоизни ўрнига 75,2 фоизгача ўсди. 2010 йил маҳсуллари бўйича бу кўрсаткич 7,3 фоизни ташкил этди. Бу эса, инфляциянинг мўтадил даражасига эришилганлигидан далолат беради.

Миллий саноатимизда енгил ва юк автомобиллари, автобуслар, кальцинацияланган сода, электротехник ва кабель-ўтказгич маҳсулотлари, полиэтилен, машинасозлик ва бошқа саноат тармоқлари учун эҳтиёт ва бутловчи қисмлар каби янги юқори технологияли маҳсулот турларини ишлаб чиқариш ўзлаштирилди.

Фақатгина жорий 2010 йилнинг 9 ойи мобайнида жами 867 та ишлаб чиқариш объекти, жумладан озиқ-овқат саноатида 293 та, қурилиш материаллари соҳасида 237 та, енгил саноатда 126 та, мебелсозликда 39 та, машинасозликда 10 та янги объект ишга туширилди.

Техник модернизация қилиш дастурлари доирасида 156 та йирик инвестиция лойиҳасини амалга ошириш якунланди. Жумладан, 50 минг дона М300 «Spark» русумли енгил автомобилни ишлаб чиқариш, «Евро-4» стандартига жавоб берувчи «Нексия» ва «Матиз» автомобилларини ишлаб чиқаришни ўзлаштириш, капсулаланган автомобиль ойнасини ишлаб чиқариш, Деҳқонобод калий ўғити заводида 200 минг тонна калий ўғити ишлаб чиқариш, «Навоийазот» ОАЖда фосфорит хом ашёси қўшган ҳолда аммиак селитрасини грануляциялаш жараёнини жорий этиш, замонавий электротехник маҳсулотларнинг янги турларини ишлаб чиқаришни йўлга қўйиш борасида лойиҳалар амалга оширилган.

Қарор билан белгиланган Дастурда пировард йиллар учун саноатнинг қуйидаги асосий вазифалари ва устувор йўналишлари белгиланди:

- тузилмавий тармоқлар ва умуман саноатни ривожлантиришнинг аниқ, чуқур ва ҳар томонлама ўйланган узоқ муддатли истикболини ишлаб чиқиш, шунинг негизида иқтисодиётнинг асосий тармоқларини диверсификациялашга йўналтирилган иқтисодиётда тузилмавий ўзгаришлар чуқурлаштирилишини амалга ошириш;

- маҳаллий саноат маҳсулотлари рақобатбардошлигини ошириш, саноат ва умуман республика иқтисодиётининг жаҳон конъюнктураси ўзгаришларига қарамлигини камайтириш мақсадида меъёрий кўрсаткичлар ва тарифлар барқарорлигини таъминлаш;

- энергетика, нефтгазкимёвий, кимёвий, текстил ва енгил саноат, рангли металлургия, машинасозлик ва автомобилсозлик, фармацевтика каби устувор тармоқларни, Ўзбекистон Республикасининг жаҳон меҳнат тақсимотида ўрни ва аҳамияти ошишини таъминловчи қишлоқ хўжалик маҳсулотларини сифатли ва чуқур

қайта ишлашни, қурилиш материаллари ишлаб чиқаришни, жаҳон бозорида барқарор талаб билан истеъмол қилинадиган, қушилган қиймат улуши юқори рақобатбардош маҳсулотлар ишлаб чиқаришни жадал ривожлантиришга йўналтирилган саноатда тузилмавий ўзгаришларнинг келгуси чуқурлаштирилиши;

- кенг қўламли модернизацияни амалга ошириш, саноат ишлаб чиқаришини техник ва технологик янгилаш, уларни энг замонавий юқори технологияли жиҳозлар билан жиҳозлаш, саноат тармоқларида замонавий илмий ютуқлар ва илғор инновацион технологияларни жадал жорий этиш, саноат учун юқори малакали кадрлар тайёрлашни кенгайтириш;

- экспорт салоҳиятининг барқарор ўсишини таъминлаш, экспортга йўналтирилган рақобатбардош саноат маҳсулотлари ишлаб чиқаришни юксалтириш, ишлаб чиқаришни диверсификациялаш, маҳаллий хом ашёни чуқур ва сифатли қайта ишлаш негизида сотиш бозорини кенгайтириш;

- ички саноат кооперацияси ва ишлаб чиқаришни маҳаллийлаштиришни келгусида ривожлантириш, саноат тармоқларида кичик бизнес ва хусусий тадбиркорлик жадал ривожланиши учун қулай шароит яратиш, мамлакатнинг барча минтақаларида саноат ишлаб чиқаришини ташкил этиш негизида импортни ўрнини босиш, янги иш ўринлари ташкил қилиш ва аҳолининг иш билан бандлигини юксалтириш, одамларнинг даромадлари ва турмуш даражасини муттасил ошириш;

- меҳнат маҳсулдорлигини ошириш ҳисобига саноат ишлаб чиқариши самарадорлигини оғишмасдан юксалтириш, босқичли равишда ишлаб чиқариш харажатлари ва маҳсулотлар таннархини камайтириш, замонавий энергия тежовчи ва ресурс тежовчи технологияларни жорий этиш, ишлаб чиқариш ташкил этилишини такомиллаштириш, йўқотишларни ва бесамар харажатларни бартараф этиш;

- саноат маҳсулотларини ташқи бозорда рақобатбардошлигини таъминловчи саноат маҳсулотлари ишлаб чиқаришида халқаро сифат стандартлари ва техник регламентларини тизимли равишда жорий этиш.

Дастур республика саноатини ривожлантириш ва унда умумий қиймати 47,5 млрд. АҚШ долларига яқин 519-та инвестиция лойиҳасини амалга ошириш бўйича мақсадга йўналтирилган кўрсаткичларни ўз ичига олади.

Қайд қилинган инвестиция лойиҳаларининг муҳим йўналиши сифатида маҳаллий хом ашё ва табиий ресурсларни чуқур қайта ишлаш базасида қўшилган қиймати юқори бўлган саноат маҳсулотларини ишлаб чиқариш бўйича лойиҳаларни жадал амалга ошириш гавдаланади.

Бунда саноат тузилмасида қайта ишлаш тармоқларининг улуши 2010 йил 41 фоиз, 2015 йилгача 49 фоизгача ўсиши кутилмоқда, бунга, жумладан енгил автомашиналар ишлаб чиқариши 1,2 марта, замонавий автобуслар 1,3 марта, холодильник ва музлаткичлар 4 марта ва телевизорлар 5,1 марта ортишини таъминловчи машина-созлик соҳасида 80-дан зиёд инвестиция лойиҳаларини амалга ошириш ҳисобига эришилиши назарда тутилади.

Вертикал интеграцияланган янги замонавий текстил мажмуаларини қуриш пахта толасини ички қайта ишлаш ҳажмини икки мартадан кўпроққа ошишини таъминлайди. Ўз навбатида, бу 2011-2015 йилларда маҳаллий интеграцияланган текстил мажмуаларида йиғирилган ип ишлаб чиқариш 2,6 марта, тайёр трикотаж ва тикув маҳсулотлари мос равишда 3,2 ва 2,6 марта оширишга имкон беради ва текстил саноати маҳсулотлари экспортини 1,7 баробар ўсишини таъминлайди.

2011 йилда «General Motors» компанияси билан ҳамкорликда автомобиль қувват узатиш агрегатларини ишлаб чиқариш бўйича корхонанинг ишга туширилиши нафақат ички эҳтиёжни қондириш ва миллий автомобиллар маҳаллийлаштирилиши даражасини оширишга имкон беради, балки двигателларни ташқи бозорга экспорт қилишга ҳам имкон яратади.

Дастур йўналишларидан бири сифатида фармацевтика тармоғини ривожлантириш қайд қилинади. Бугунда мамлакатнинг юздан ортиқ фармацевтика корхоналари мингдан зиёд номланишдаги дори препаратлари ва тиббиётга оид маҳсулотлар чиқармоқда. Маҳаллий фармацевт олимлар томонидан дунёда ўхшаши бўлмаган қарийб 30 турдаги янги препаратлар ихтиро қилинди. Қабул қилинган дастур доирасида фармацевтика корхоналари ташкил этиш ва модернизация қилиш ҳамда замонавий дори препаратларининг 150-дан зиёд янги турларини ишлаб чиқаришни ўзлаштириш назарда тутилган. Бу мазкур тоифа истеъмоли тузилмасида маҳаллий дори воситалари улушини 3 баробардан кўпроққа ошириш имконини беради.

Ёқилғи-энергетика мажмуалари тармоғини техник ва технологик жиҳатдан тубдан янгилаш давлатимиз раҳбари ташаббуси остида амалга оширилаётган иқтисодий ислохотларнинг муҳим натижасига айланди.

Ҳозирги вақтда республика энергетик салоҳиятини келгусида ривожлантириш, корхоналарни модернизация қилиш, техник ва технологик қайта жиҳозлаш, ресурс тежовчи технологияларни жорий этиш, истеъмолчиларнинг ишончли ва сифатли электр ва иссиқлик энергияси билан таъминлашга йўналтирилган ўнлаб инвестиция лойиҳалари амалга оширилмоқда, электр станциялари қувватидан самарали фойдаланишни юксалтириш, солиштирма энергия сиғимини камайтириш бўйича аниқ чора-тадбирлар қўлланилмоқда. Хусусан, дастурда куйидагилар ҳисобига энергия тежовчи ва саноат маҳсулотларининг энергия самарадорлигини оширишга имкон берувчи илғор технологияларни жорий қилиш ҳамда саноатнинг солиштирма энергия сиғимини 30% гача пасайтириш кўзда тутилади:

- энергиянинг бирламчи манбаларини олиш ва қайта тақсимлашда йўқотишларни камайтириш ва қўшимча захираларни излаб топиш (ёндаш газларни утилизация қилиш бўйича, шунингдек, газ ва электр тармоқларидаги йўқотишларни қисқартириш, уларда ҳисоблаш ва назоратнинг автоматлаштирилган тизимларини жорий этиш бўйича лойиҳалар);

- бутун энергия тизимида ёнилғи солиштирма сарфини (буғ-газ қурилмаларини жорий этиш ва электр станцияларини модернизация қилиш бўйича лойиҳалар) ва унинг истеъмолини (энергия тежовчи лампалар ишлаб чиқариш ва кенг жорий этиш, йирик корхоналар энергия истеъмоли тизимини модернизация қилиш, энергия жиҳатидан самарали ускуналарнинг янги турларини ўрнатиш) 13 фоизга камайтириш билан электр энергияси ишлаб чиқаришида энергия самарадорлигини ошириш.

Дунёнинг қўлаб мамлакатлари жаҳон ҳужалиги алоқалари ва экспорт ихтисослашуви ҳисобига тобора халқаро географик меҳнат тақсимотига қўшилмоқда. Бунга ишлаб чиқаришнинг янги шакли – эркин иқтисодий зоналар кенг тарқалиши ҳам имкон бермоқда. 2008 йилда Ўзбекистонда таъкил этилган «Навоий» эркин индустриал-иқтисодий зона давлатлараро иқтисодий алоқалар ривожига кучли омилга айланди ва нафақат Ўзбекистоннинг, балки бутун Марказий Осиё минтақасининг иқтисодий ўсиши

жадаллашувига имкон берди. Саноатни ривожлантириш дастурида етакчи хорижий компаниялар билан ҳамкорликда «Навоий» ЭИИЗда автомобиль саноати учун бутловчи қисмлар, замонавий иситиш алпаратуралари, кимёвий ва нефтекимёвий маҳсулотлар, маиший электроника ва алоқа воситалари ишлаб чиқарилиши бўйича 33-та янги юқори технологияли ишлаб чиқаришни ташкил этиш назарда тутилган.

Азот, калий ва фосфор ўғитлари каби кимёвий саноатда ишлаб чиқарилаётган маҳсулотлар ички бозор ҳамда қисман қўшни мамлакатлар бозорлари эҳтиёжларини қопламоқда. Кимёвий маҳсулотлар ишлаб чиқаришда табиий ресурсларнинг улкан салоҳияти, кучли ишлаб чиқариш-техник база ва малакали меҳнат ресурслари каби омиллар билан ифодаланувчи салмоқли рақобат устунлигига эга бўлган ҳолда тармоқ инвестициялар жалб қилиш ва янги лойиҳаларни амалга ошириш учун энг йирик салоҳиятли объектлардан бири сифатида гавдаланади.

Дастурда кимё саноати ишлаб чиқаришини жадал ривожлантириш бўйича 30 дан ортиқ лойиҳани амалга ошириш назарда тутилиб, бу ўғит ва бошқа кимёвий маҳсулотларнинг янги турларини ишлаб чиқариш ҳажмини 1,6 марта оширишга имкон беради.

Маҳаллий ишлаб чиқаришни жаҳон маҳсулотлар бозорида янада рақобатбардош бўлишини таъминловчи муҳим омиллардан бири саноат маҳсулотларини ишлаб чиқаришда халқаро сифат стандартлари ва техник регламентларни тизимли равишда жорий этиш ҳисобланади.

Устувор тармоқларда саноатни ривожлантириш бўйича инвестиция лойиҳаларини молиялаштириш ҳужалик субъектларининг ўз маблағлари, 23,7 млрд. АҚШ доллари миқдорида чет эл инвестициялари ва кредитларини, 3,2 млрд. АҚШ доллари миқдорида Ўзбекистон Республикаси тикланиш ва тараққиёт фонди маблағларини, шунингдек, тижорат банклари ва бошқа молия институтлари кредитларини жалб қилиш ҳисобидан амалга оширилиши кўзда тутилган.

Дастурнинг амалга оширилиши 2011-2015 йилларда саноат маҳсулотлари ишлаб чиқариш ҳажми 1,6 марта ортишини, саноатнинг ЯИМ ҳажмидаги улушини 2010 йилдаги 24 фоиздан 2015 йилга келиб 28 фоизгача ўсишини, 119 мингдан зиёд янги иш ўринлари ташкил этиш, шунингдек, маҳаллий маҳсулотлар

экспортини ва унинг умумий экспорт ҳажмидаги улушини 1,4 марта оширишни таъминлашга имкон беради.

Мамлакатнинг барча минтақаларида саноат ишлаб чиқаришини ташкил этиш негизида импортни ўрнини босиш борасида қўзланган тадбирлар янги иш ўринлари ташкил қилиш ва аҳолининг иш билан бандлигини юксалтириш, одамларнинг, айниқса қишлоқ аҳолисининг турмуш даражаси ва муқим даромадларини муттасил оширишга замин яратади.

Дастурда Вазирлар Маҳкамаси ҳузуридаги йирик ва стратегик муҳим инвестицион лойиҳаларни амалга ошириш, халқаро молия институтлари, ташкилотлар ва донор мамлакатлар билан ҳамкорлик масалалари бўйича идоралараро кенгаш орқали дастурни амалга ошириш, ишларни мувофиқлаштириш ва инвестицион лойиҳаларни тайёрлаш ва амалга ошириш билан боғлиқ масалаларни оператив ҳал этиш бўйича аниқ назорат механизми ишлаб чиқилган.

Бунда ҳар йили навбатдаги йил учун Инвестиция дастурини тузиш ва қабул қилиш орқали дастурни амалга ошириш жараёни узлуксизлиги таъминланади.

Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2010 йил 15 декабрда ПҚ-1442 сонли Қарори доирасида, 2011-2015 йилларда:

Молиялаштириш манбалари аниқланган лойиҳалар рўйхати бўйича:

- 29,4 млрд. доллар қийматига эга 259-та йирик тармок лойиҳалари.

- 642,2 млн. долларга тенг 1064-та ҳудудий лойиҳаларнинг амалга оширилиши режалаштирилган.

Ишлаб чиқиладиган янги инвестиция лойиҳалар рўйхати бўйича:

- 6,03 млрд. доллар истикбол қийматига эга 99-та тармок лойиҳалари.

- 412 млн. долларга тенг 442-та ҳудудий лойиҳаларни амалга оширилиши;

Дастлабки ишлар олиб бориладиган янги ўсувор инвестиция лойиҳалар рўйхати бўйича:

- 10,6 млрд. доллар истикбол қийматига эга 158-та тармок лойиҳалари.

- 385,7 млн. долларга тенг 270-та ҳудудий лойиҳаларни амалга оширилиши белгиланган.

Ушбу қарор билан ҳамоҳанг бўлган Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2010 йил 21 декабр ПҚ-1446 сонли Қарори доирасида, 2011-2015 йилларда транспорт ва коммуникация, инфратузилмани ривожлантириш учун жами 6935,5 млн. доллар миқдорида инвестициялар жалб қилиниши режалаштирилган. Жумладан, молиялаштириш манбаига қўра:

- хорижий инвестициялар ва кредитлар – 3235,9 млн. АҚШ доллар;

- Республика Тараққиёт ва Тикланиш Фонди – 461,1 млн. долл.;

- Давлат бюджети ва мақсадли давлат фондлари – 1934,5 млн. доллар;

- ўз маблағлари – 1304 млн. АҚШ долларни ташкил қилади.

2-мисол. Давлат инвестиция сиёсати инструментларининг инновационлилик хусусиятлари ва самараси

Ўзбекистондаги макро ва микро иқтисодий (7-илова) ривожланиш тенденциялари таҳлили ҳамда инвестицион жараёнлар регулятив механизмининг таҳлили шуни кўрсатадики, унда умумдавлат макроинструментлар, тўғридан-тўғри (бевосита) таъсир этувчи (ТТЭ) ва билвосита (тўғридан-тўғри таъсир этмайдиган) таъсир этувчи (БТЭ) инструментлар қўлланилмоқда (4.4-жадвал). Ушбу 4.4-жадвалда берилган инструментлар таркиби, уларнинг инвестицион муҳитга таъсири хусусиятлари ва доираси ҳар бир алоҳида олинган мамлакатда ўзгача бўлиб, улар асосан ушбу мамлакатда давлатнинг макроиқтисодий сиёсатига боғлиқ ҳолда шаклланади.

4.4-жадвал

Давлат инвестиция сиёсати инструментларининг таркиби³⁰⁹

ТТЭ инструментлари	БТЭ инструментлари
- Давлат бюджетидан инвестициялар; - Давлатнинг тикланиш ва тараққиёт Фонди (ДТТФ) инвестицион кредитлари; - ҳукумат томонидан кафалатланган хорижий кредитлар; - тўғридан-тўғри хорижий инвестициялар (ТТХИ) ва кредитлар; - корхоналарнинг ўз маблағлари;	- яшлаб чиқаришнинг модернизация қилувчи ва техник-технологик қайта жиҳозловчи корхоналарга имтиёзлар; - ТТХИ бўйича имтиёзлар; - локаллаштириш дастури бўйича имтиёзлар; - хусусийлаштириш доирасида имтиёзлар (муҳим стратегик инвесторлар учун); - инновацион соҳа корхоналарига ин-

³⁰⁹ Муаллаф томонидан тузилган.

- бюджетдан ташқари фондлар (БТФ) маблағлари; - тижорат банклари (ТБ) кредитлари; - аҳоли маблағлари; - фонд бозори бозори инвестициялари; - лизинг ва қонун ҳужжатларида ман этилмаган бошқа манбалар.	- вестициялар киритишдаги имтиёзлар; - тезлаштирилган амортизация сиёсати; - институционал портфелли (стратегик ва спекулятив) инвесторларга имтиёзлар; - ҳудудий имтиёзлар; - тармоқлар имтиёзлари; - вақтинчалик махсус имтиёзлар.
---	---

Умумдават макроинструментлар:

- 1) монетар воситалар – инвестицион қулай ставка, мажбурий резерв, ҳажмдаги молия бозорларидаги операциялар;
- 2) фискал воситалар – инвестицион қулай солиқ юки, бюджет харажатлари, боғхона тарифлари;
- 3) Давлат инвестиция сиёсатига мос Давлат инвестиция дастурлари ҳамда улар доирасидаги ҳудудий ва тармоқ дастурлари.

Шу ўринда айтиш зарурки, 2010 йилда чет эл мамлакатларидаги инвестицион муҳит (давлат инвестиция дастури доирасида жалб қилинган хорижий инвестициялар ҳажми кўрсаткичи бўйича) Хитой ва Россиядан ташқари анча пастлигини кўриш мумкин (4.5-жадвал).

4.5-жадвал³¹⁰

Чет элда 2010 йилда Давлат инвестиция дастури доирасида жалб қилинган хорижий инвестициялар, %

Хитой	Россия	Жан. Корея	Нидерландия	АҚШ	Малайзия
53,6	19,5	5,2	4,0	1,8	1,5
Б.Британ.	Швейцария	Германия	Кувайт	С.Арабист.	Испания
1,2	0,8	0,7	0,65	0,63	0,5
Франция	Япония	Дания	Қозоғистон	Ҳиндистон	БАА
0,4	0,4	0,4	0,34	0,23	0,02
ОТБ	ИТБ	Жаҳ. банки	ЕТБ	ОПЕК	Бошқ.
5,0	2,1	1,7	0,8	0,01	1,1

4.5-жадвал таҳлилидан хулоса қилиш мумкинки, ҳанузгача жаҳонда мамлакатлараро инвестициялар учун рақобат кучли кечмоқда, хорижий инвестициялар қайси давлатда қулай инвестиция муҳити яратилган бўлса улар оқимини уша томонга қараб ўтиш тенденциясига эга.

³¹⁰ Манба: ХВФ маълумотлари асосида муаллиф томонидан тузилган.

Юқоридаги 4.4-жадвалда келтирилган инструментларнинг асосий хусусияти — Ўзбекистонга инвестициялар киримини рағбатлантиришга йўналтирилган бўлиб, улар ҳар йили мунтазам қабул қилиниб амалга оширилаётган Давлат инвестиция дастурлари ва уларга мос ҳудудий инвестиция дастурлари ҳамда тармоқларни модернизациялаштириш, техник ва технологик қайта жиҳозлаш дастурларида қўлланилмоқда.

Инвестицион муҳит таҳлили амалиётида мазкур инструментларга миқдорий баҳо бериш анча мушкул иш бўлиб, бунда умуман фундаментал макро- ва микроиқтисодий кўрсаткичлар тенденцияларидан (7-илова) фойдаланган ҳолда хусусиятан Давлатнинг инвестиция сиёсати салоҳиятининг ва инвестициялар тенденцияси таҳлили ҳамда уларга боғлиқ ҳолда тармоқ ва ҳудудлар молиявий натижаларининг таҳлили қўлланилади. Бунда хусусий ҳол учун давлат бюджетидан туғридан-туғри инвестициялар ажратиш воситасида давлатнинг иқтисодиётга аралашув масштаби ҳамда умуман иқтисодиётга киритилган инвестициялар ҳажмининг тенденцияси орқали Давлат инвестиция сиёсати инструментлари самарадорлигига, мос равишда инвестицион муҳитнинг маълум жиҳатларига баҳо бериш мумкин.

Келтирилган методология асосида Давлат инвестиция сиёсати инструментлари ва омилларни ҳисобга олган ҳолда Ўзбекистондаги инвестицион муҳитга қуйида макро ва микро даражада ўтказилган таҳлил натижалари ёрдамида тахминий баҳо бериш мумкин.

Ўзбекистондаги ривожланиш жараёнлари барча асосий индикаторлар бўйича (7-илова) барқарор ижобий тенденцияга эга бўлиб, бунда иқтисодиётга жалб қилинган умумий инвестициялар ҳажми 2010 йида 2000 йилга нисбатан 17,6 баробар ортган. Хусусан, марказлашган инвестициялар 2000 йилда 44,3% бўлган бўлса, 2010 йилда эса 19,7% бўлди, бунда давлат инвестицияларининг умумий инвестициялар тузилмасидаги улуши йилдан-йилга пасайиб бормоқда, яъни ушбу кўрсаткич 2010 йилда 2000 йилдагига (29,2%) қараганда 7,8 фоизгача камайди.

Марказлашмаган инвестициялар улуши 2010 йилда 2000 йилдагига (47,8%) қараганда 80,2 фоизгача ортди. Бунда корхоналарнинг ўз маблағлари улуши сезиларли ортди — 27,1 фоиздан (2000 йилда) 43,6 фоизгача (2010 йилда). Лекин тижорат банклари кредитларининг улуши 7,2 фоиздан (2000 йил) 5,4 фоизгача камайди. Шу билан бирга, ТТХИ улуши 23,2 фоиздан

(2000 йил) 28,1 фоизга (2010 йил) ортди, фонд бозори инвестициялари улуши эса камлигича қолмокда (ўртача 0,6%), яъни акциялар бозорининг ЯИМга нисбати 0,52 фоиздан (2000 йилда) 2,39 фоизгача (2010 йилда) қўлайди. Умумий (жами) инвестициялар ҳажми тенденцияси йилдан-йилга ижобий ортиб борган бўлиб, унинг таркибида ТТХИ айниқса 2009-2010 йилларда 30 фоиздан, жами хорижий инвестициялар таркибида эса ТТХИ улуши 80 фоиздан ортиб кетганлиги мамлакатимизда фаол инвестиция сиёсати ҳукм сурмокда эканлигидан далолат беради. Бунда хорижий инвестицияларнинг энг катта қисми (ўртача 55 %) саноатга йўналтирилган. Акциялар бозори орқали эса хорижий инвестициялар кириши, хусусийлаштирилган акциядорлик жамиятлари устав фондида давлатнинг улуши 79,8 фоиздан (2006 йилда) 67,7 фоизгача (2010 йилда) камайишига қарамасдан, 11,3 баробарга ортган бўлсада, унинг иктисодиётдаги роли пастлигича қолмокда. Умуман олганда, 2000-2010 йиллар бўйича кўрсатилган тахлилий тенденциялар ила тармоқлар корхоналарининг молиявий натижалари ўртача 2,2 баробарга ортган бўлсада, уларнинг қўпчилиги модернизацияга, демак инвестицияларга, муҳтож.

Давлат бюджети охириги 4 йил давомида профицит билан яқунланиши давлат облигациялари ҳажмини камайишига олиб келди (7-илова). Бунда ДМИ маҳсулоти бўлмиш давлат қимматли қоғозлари ва улар воситасида давлат бюджетини молиялаштириш ҳамда уларга инвестиция қилиш маълум хусусиятларга эга бўлиб, улар 4.6-жадвалда келтирилган.

4.6-жадвал

Давлат қимматли қоғозларининг хусусиятлари³¹¹

Хусусияти	ДҚМО	ДҶМО	МБО
Номинал қиймати	1000 сўм	1000 сўм	100 000 сўм
Сотиб олиш нархи	Номинал қийматидан пастроқ нархда сотиб олинади	Номинал қийматидан юқорироқ нархда сотиб олинади	Номинал қиймати бўйича сотиб олинади
Сўндириш	Номинал қийматида	Номинал қиймати	Номинал қийматида
Аукционда рухсат	Бирламчи ва иккиламчи бозор	Бирламчи бозор дилерлари	Бирламчи бозор дилерлари

³¹¹ ДҚМО – Давлат иска муддатли купонсно облигациялари; ДҶМО – Ҷўрта муддатли газна мажбуриятлари; МБО – Марказий банк облигациялари. Изоҳ: ушбу давлат қимматли қоғозлари фақат юридик шахсларга сотилади ва бунда жисмоний шахслар иштирок этмайди.

берилган	дилерлари		
Аукционда депонентга қўйиш	Бирламчи бозор дилерлари – депонентга қўйишсиз Иккиламчи бозор дилерлари – депонентга қўйиш билан	Депонентга қўйишсиз	Депонентга қўйиш билан
Овердрафт	30%	Эълонда курсатилади	Белгиланмайди
Муомала муддати	3, 6, 9, 12 ой	12, 18, 24, 30, 36, 48, 60 ой	12, 18, 24, 30, 36 ой
Даромад	Сотиб оляш ва сўндириш нархлари тафовути	Номинал қийматига ҳисобланган фоиз даромадлар	Номинал қийматига ҳисобланган фоиз даромадлар қўринишидаги купон тўловлари

Аммо юқорида берилган таҳлил натижалари асосида алоҳида ҳудудлар инвестицион муҳити тўғрисида ҳулоса қилиб бўлмайди. Чунки ҳар бир ҳудуд алоҳида хусусиятларга эга бўлгани сабабли, инвестицион муҳит мос равишда ҳудудий хусусиятлардан ҳоли эмас. Шунинг учун юқорида айтилганлар асосида, 7-илова маълумотларини ҳисобга олиб, Давлат инвестиция сиёсати инструментларининг ҳудудлар инвестицион муҳити ривожланишидаги аҳамиятига, яъни ҳудудлар инвестицион муҳити сифатига, алоҳида қўйидагича таҳлилий баҳо бериш лозим:

Макро- ва микроиқтисодий (7-илова) ривожланиш тенденциялари, Давлат инвестиция дастурлари курсаткичлари таҳлилидан ва 4.4-жадвалда берилган инструментларнинг мазмун-моҳиятидан, таъсири хусусиятлари ва доирасидан келиб чиқиб қўйидаги ҳулосаларга келиш мумкин:

1. Умумий (жами) инвестициялар ҳажми тенденцияси йилдан-йилга ижобий ортиб борган бўлиб, унинг таркибида ТТХИ айниқса, 2009-2010 йилларда 30 фоиздан, жами хорижий инвестициялар таркибида эса ТТХИ улуши 80 фоиздан ортиб кетганлиги мамлакатимизда фаол инвестиция сиёсати ҳукм сурмокда эканлигини тасдиқлайди. Айнан шунга кўра, ҳозирда Ўзбекистондаги инвестицион фаолликка юқори баҳо берса бўлади. Бунда инвестицион

фаоллик яқин 8-10 йилларда ёнилғи-ҳом ашё секторида, кимё ва нефт-газ кимёси саноатларида жамланади. Демак, ушбу тармоқлар ва улар жойлашган ҳудудлар инвестицион салоҳияти ва жалбдорлиги юқори ҳисобланади. Агарда Яқин Шарқдаги углеводородларга эга мамлакатлардаги беқарорликни назарда тутсак, у ҳолда Ўзбекистонда ушбу тармоқ ва ҳудудларнинг инвестицион risks нисбатан паст бўлади. Бундай ҳолат Ўзбекистоннинг ушбу мамлакатларга нисбатан узоқ муддатли стратегик имкониятлари бир мунча яхшироқ эканлигини билдиради.

2. Кўпчилик инвестиция дастурларининг асосий мақсади — ишлаб чиқаришни техник-технологик жиҳатдан қайта қуроллантириш ва модернизациялаш негизда саноатни истикболда ривожлантириш, иқтисодиётнинг асосий тармоқларини диверсификациялаш ва экспорт салоҳиятини оширишга йўналтирилган иқтисодиётнинг тузилмавий ўзгаришларини чуқурлаштириш, тармоқлар, саноат мажмуалари ва корхоналари самарадорлиги ва рақобатбардошлигини келгусида ошириб бориш. Ушбу контекстда мамлакатнинг барча ҳудудларида саноат ишлаб чиқаришини ташкил этиш негизда экспортни ошириш, импортни ўрнини босиш борасида қўзланган тадбирлар янги иш ўринлари ташкил қилиш ва аҳолининг иш билан бандлигини юксалтириш, одамларнинг, айниқса қишлоқ аҳолисининг турмуш даражаси ва муқим даромадларини муттасил оширишга замин яратади. Бунда хорижий инвесторлар томонидан рақобатбардош технологиялар ўрнига кўпроқ ички ва яқин хориж талабини қондирувчи ёки импорт ўрнини босувчи технологиялар киритиши кузатилади, бу эса келажакда миллий саноатнинг ушбу мамлакатлардан амалга ошириладиган импортга боғлиқлигини оширади, технологик боғлиқликни оширади, натижада, узоқ муддатли иқтисодий ўсишни рағбатлантирмайди ва рақобатбардошлилик risks ошади. Мас равишда бундай технологияларга эга бўлган корхоналарда молиявий аҳвол бирмунча яхшилансада, лекин экспорт ва импорт бўйича салбий сальдо вужудга келаверади.

3. Алоҳида тармоқларнинг инвестицион ривожланиш дастури бир мунча оширилган прогноз кўрсаткичларга эга. Масалан, фармацевтика тармоғи корхоналарини модернизациялаш дастури 2011 йилгача дорилар янги турларини 142-тагача (яъни 2006 йилга нисбатан 10,9 баробарга) оширишни кўзда тутган бўлиб, ҳозирда бу мажбуриятни режа тўлиқ бажарилмаган. Чунки бундай ўсиш жаҳон

фармацевтика амалиётига зид. Умуман олганда барча тармоқ корхоналарида Ўзбекистон шароити учун маъбул бўлган экспортбоп маҳсулотлар ишлаб чиқаришни таъминловчи техник ва технологик инновациялар билан шуғулланувчи, уларни трансферлаш ва инвестициялаш жараёнини моҳир бошқарувчи мутахассислар етишмаслиги сезилмоқда.

4. Жорий инвестиция сиёсатини амалга ошириш шароитида хорижий инвестицияларни кўпроқ жалб қилишга қаратилган узок муддатли технологик сиёсат устувор йўналишларини белгилаш долзарбдир. Масалан, саноатни ривожлантириш дастурида назарда тутилган лойиҳаларнинг 60 фоизидан ортиғи хорижий капитални жалб қилишга қаратилган. Лекин ҳозирда глобал молиявий инқирозлар сабабли хорижий инвестицияларга юқори волатиллик хос бўлгани учун, кўпчилик ривожланаётган мамлакатлардан чет эл капиталининг чиқиб кетиши тенденцияси кузатилмоқда. Демак, Ўзбекистонда юқори рискли инвестициялар манбасига умид боғланмоқдаки, бу эса инвестицион лойиҳаларни амалга оширилиши суръатларига салбий таъсир кўрсатади.

5. Худудий инвестиция дастурлари Давлат инвестиция дастурлари доирасида амалга оширилиши ижобий натижалар бермоқда. Лекин уларнинг ҳажмлари деярли барча худудларда йиллар бўйича олинганда волатил бўлмоқда, бунда хорижий инвестиция ва кредитларнинг ўртача 45 фоизидан ортиғи Тошкент минтақасига тўғри келмоқда, дотацион худудлар давлат маблағларидан боғлиқ бўлмоқда. Буларнинг барчаси худудларга хорижий инвестицияларни жалб қилишда қуйидаги муаммоларни келтириб чиқармоқда:

1) инвестиция инфратузилмасининг етарли даражада ривожланмаганлиги – банклар, инвестиция фондлари, суғурта ва лизинг компаниялари фаолиятини рағбатлантириш ва инвестиция лойиҳаларини амалга оширишда уларнинг иштирокини самарали йўлга қўйиш;

2) тадбиркорларнинг бизнес-қўникмалари, шу жумладан инвестиция лойиҳалари билан ишлаш тажрибаси ва ҳуқуқий билимлари етарли даражада эмаслиги – худудларда консалтинг, маркетинг ва юридик хизмат кўрсатувчи марказлар ташкил этиш ва фаолиятини такомиллаштириш;

3) инвестиция таклифлари ва лойиҳа техник-иқтисодий асосларининг белгиланган талабларга жавоб бермаслиги – ташаб-

бускорларга инвестиция лойиҳаларини ишлаб чиқишда тижорат банклари, ҳудудлардаги савдо-саноат палатаси ва бошқа мутасадди идоралар томонидан амалий ёрдам курсатилишини маҳаллий ҳокимликлар томонидан мувофиқлаштириш ва доимий назоратга олиш;

4) лойиҳа ташаббускорларининг молиявий-иқтисодий аҳволининг ночорлиги – инвестиция дастурлари ва ҳудудларни ижтимоий-иқтисодий ривожлантириш бўйича дастурларга киритиш таклиф этилаётган лойиҳалар ташаббускорларининг молиявий-иқтисодий аҳволини маҳаллий ҳокимликлар ва тижорат банклари томонидан чуқур таҳлил қилиниши;

5) маҳаллий ҳокимликларнинг хорижий инвесторларни ҳудуд тўғрисида батафсил маълумотлар билан таъминлашда фаол иштирок этмаётганлиги – хорижий инвесторларни тўлақонли равишда ахборот (инвестиция лойиҳалари ва бизнес таклифлар базаси, ҳудудий матбуот нашрлари, иқтисодий таҳлил, хом-ашё ва меҳнат салоҳияти тўғрисида маълумотлар) билан таъминлаш учун ҳар бир ҳудуд бўйича «Вилоят инвестиция салоҳияти» вэб-порталини ташкил этиш, шунингдек инвестиция фаолиятига оид конференциялар, семинарлар ва тақдимотлар (республика ҳудудида ва хорижий мамлакатларда) ўтказиш.

6) инфратузилмага оид муаммолар, жумладан корхоналарнинг электр энергия, табиий газ, сув ва ёқилғи-мой маҳсулотлари билан таъминлашда узилишлар мавжудлиги – экспортёр корхоналарни узлуксиз равишда электр энергия, табиий газ, сув ва ёқилғи-мой маҳсулотлари билан таъминлаш бўйича чора-тадбирлар ишлаб чиқиш ва назоратга олиш;

7) технология ва асбоб-ускуналарнинг эскирганлиги, ишлаб чиқарилган маҳсулотнинг халқаро стандартларга жавоб бермаслиги ва рақобатбардош эмаслиги – технологик асбоб-ускуналарни замон талабларига келтириш мақсадида ҳужалик субъектлари вакилларининг халқаро кўргазма-савдоларда иштирок этишини таъминлаш, тежамкор технологияларни танлаш ва уларни молиялаштириш манбаларини аниқлаш;

8) корхоналарда маркетинг хизматининг тўғри ташкил қилинмаганлиги ва бу борада мутахассислар танқислиги, товар ишлаб чиқарувчиларнинг чет эл бозорлари, ишлаб чиқарувчилари ва харидорлари тўғрисидаги маълумотлар билан таъминланмаганлиги – кичик бизнес ва хусусий тадбиркорлик субъектларининг ишлаб

чиқариш ва экспорт салоҳияти, маркетинг ва маҳсулотларни сотишга бағишланган ўқув машғулоти, семинарлар ва кўргазмаларни ташкил этишни йўлга қўйиш лозим.

Ушбу мисол доирасида берилган таҳлил ва хулосалар асосида инвестиция сиёсати инструментлари самарадорлигини (инвестицион фаолиятнинг регулятив мақсад ва вазифалари кесимида) жамғармалар, инвестициялар ва уларни самарали тақсимланганлиги нуқтаи назаридан экспертларнинг³¹² Давлат инвестиция сиёсатига ва унинг инструментлари самарасига берган тавсифий баҳосини маъқуллаб, уни мос равишда инвестицион муҳитни сифатий баҳолашга ҳам қўлласа бўлади дейиш мумкин. Ушбу баҳолардан фойдаланган ҳолда ҳудудлар инвестицион муҳитини (уларнинг хусусиятларини ҳисобга олиб) баҳолаш мумкин.

Юқорида келтирилганлар асосида қуйидаги хулосага келиш мумкин:

1. Ўзбекистоннинг мустақилликка эриши ва тараққиётнинг «Ўзбек модели» асосида янги бозор иқтисодиётига йўналтирилган босқичма-босқич эволюцион иқтисодий сиёсати жаҳон банк амалиётида кенг қабул қилинган икки поғонали самарали миллий банк тизими шаклланиб ривожланишини ва макроиқтисодий барқарорликни таъминлади.

2. Республикамизда давлатнинг босқичма-босқич амалга ошираётган изчил ва самарали макроиқтисодий сиёсатига мос келувчи Марказий банк монетар сиёсати тижорат банкларининг инновацион маҳсулотлардан фойдаланган ҳолда янги молиявий хизматлардан фойдаланишлари учун ўзига ҳос ташаббускор катализатор вазифасини бажаради.

3. Юқорида олинган натижалар ҳамда 2.3-параграфдаги 2.1- ва 2.2-жадваллар асосида ўтказилган корреляцион таҳлил натижаларидан келиб чиқиб мамлакатимизда молия бозорини янада ривожлантириш ва унда банкларнинг ролини ошириш учун қайта молиялаштириш ставкасини пасайтириш ёрдамида монетизация коэффиценти оширилишини мақсадга мувофиқ деб айтсак бўлади. Марказий банкнинг қайта молиялаштириш ставкаси пасайиш тенденциясига эга, бироқ, сўнгги тўрт йил давомида ушбу кўрсаткич ўзгаришсиз қолди ва сўнгги йилда пасайишга эришди.

³¹² Сандова Г.К., Чепель С.В., Фаттахова Ж.А., Исмаилов Ш.Я. Совершенствование государственной инвестиционной политики в Узбекистане: механизмы обеспечения устойчивого развития реального сектора экономики // Доклад ЦЭИ, Ташкент, 2009/1.-с.29 (www.cer.uz).

Шунинг учун қайта молиялаштириш ставкасининг пасайтирилишини давом эттириш лозим. Марказий банкнинг қайта молиялаштириш ставкасини пасайтириш орқали тижорат банклари депозитлари ва кредитлари фойиз ставкаларининг барқарорлигига эришиш асосида кредитларга бўлган талабнинг муътадил даражасини таъминлаш зарур. Бунда республика молия-банк тизимини халқаро андозаларга мос равишда ислоҳ қилиш ва барқарорлигини ошириш бўйича 2011-2015 йилларга мўлжалланган давлат дастурини (ДМИ маҳсулоти сифатида)³¹³ ушбу муддатга мўлжалланган саноатни ривожлантириш дастури (ДМИ маҳсулоти сифатида)³¹⁴ билан ҳамоҳанг (мос) равишда амалга ошириш муҳим аҳамиятга эга.

4.2. Муниципал молия инжиниринги ва унинг амалиётини Ўзбекистон шароитида ривожланиши хусусиятлари

Дунёнинг ҳар қандай мамлакати ҳудудларининг ижтимоий-иқтисодий тараққиёти ва инвестиция муҳити асосан давлатнинг бюджет-солиқ ва монетар сиёсатлари доирасида маҳаллий ҳокимият органлари (муниципалитетлар)нинг ҳудудий миқёсда олиб бориловчи маҳаллий бюджет ва ҳудуд молия-кредит тизими (МКТ)ни ҳудудий реал иқтисодиёт билан уйғунликда инновацион ривожлантиришга қаратилган сиёсатига боғлиқ бўлиб, бундай сиёсат унга комплекс равишда таъсир этувчи ўзгарувчан турли риск ва омилларга боғлиқ амалга оширилади. Бу сиёсат ривожланиши, фикримизча, ҳозирда кўпроқ давлат молия инжиниринги (4.1-параграф) таъсирида бўлувчи муниципал молия инжиниринги (ММИ) ва унинг инновацияларига (маҳсулотларига) боғлиқ бўлиб, унинг ёрдамида маҳаллий бюджет, ҳудудий реал иқтисодиёт ва ҳудудий (маҳаллий) МКТнинг барқарор ва рақобатбардош ривожланиши ҳамда молиявий хавфсизлиги ва ҳудудий инвестиция муҳити қулайлиги таъминланади. Бунда, агарда I-III-боблар ҳамда 4.1-параграфдаги фикр-мулоҳазаларга кўра, ҳудудий доирада тизимли ёндашилса, замонавий ММИ давлат молия инжиниринги (ДМИ) билан боғлиқ уйғунликда ҳудудий бюджет, реал иқтисодиёт

³¹³ Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2010 йил 26 ноябрдаги ПҚ -1438-сонли «2011-2015 йилларда республика молия-банк тизимини ислоҳ қилиш ва барқарорлигини ошириш ҳамда юқори халқаро рейтинг кўрсаткичларига эришишнинг устувор йўналишлари тўғрисида»ги Қарори.

³¹⁴ Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2010 йил 15 декабрдаги ПҚ -1442-сонли «2011-2015 йилларда Ўзбекистон Республикаси саноатини ривожлантиришнинг устувор йўналишлари тўғрисида»ги Қарори.

ва маҳаллий МКТнинг барқарор ва рақобатбардош инновацион ривожланиши катализатори (1.2-параграфлар) ҳамда бундай ривожланишнинг илмий-методологик базиси сифатида молиявий ижод методологияси ва унга асосланган тизимли молия инжиниринги (ТМИ) концепцияси ва унинг инновациялари (I ва II боблар) эканлиги кўринади. Айнан шундан келиб чиқиб ва 4.1-параграфда ДМИ учун таклиф этилганидек, ТМИ концепциясига асосланган ММИ хизмати бўлинмаси барча маҳаллий ҳокимият органларида жорий қилиниши зарур.

Умуман, ММИни I-III-боблар ҳамда 4.1-параграфдаги назарий тушунча, қарашлар ва илмий-методологик базис асосида қуйидагича ифодалаш мумкин.

Муниципал молия инжиниринги (ММИ) – бу ҳудудий бюджет, реал иқтисодиёт ва маҳаллий МКТнинг уйғунликда барқарор ва рақобатбардош ривожланиши ҳамда ҳудудда молиявий хавфсизлик, барқарорлик ва инвестиция муҳити қулайлигини таъминлаш мақсадида ТМИ концепцияси асосида маҳаллий ҳокимият (муниципалитет, мэрия)лар томонидан уларнинг давлат макроиқтисодий сиёсатига мос келувчи ҳудудий молиявий-иқтисодий сиёсати доирасида бир вақтнинг ўзида маҳаллий жамият манфаатлари мақсадида молиявий инновациялар ва меъёрлар яратиб жорий қилиш фаолияти, ҳам ҳудудда молиявий инновациялар ёрдамида барқарор молиявий-иқтисодий ривожланишнинг регулятив жараёни бўлиб, ТМИ концепциясининг таркибий йўналишларидан бири сифатида ДМИ билан боғлиқ уйғунликда шаклланиб узлуксиз такомиллашиб борадиган назария ва унинг доирасидаги маҳаллий ҳокимиятнинг инновацион амалиётидир.

Соддароқ тилда айтилса: *ММИ* – маҳаллий ҳокимиятнинг маҳаллий жамият фаровонлиги манфаатлари йўлида маҳаллий бюджет, ҳудудий МКТ ва реал иқтисодиётни ўзаро боғлиқ уйғунлигида молиявий хавфсиз, барқарор ва рақобатбардош инновацион ривожланишига йўналтирилган ва инновацион жараёнларни самарали тартибга солишга қаратилган молиявий инновациялар ишлаб чиқиш ва трансферини амалга ошириш жараёни.

Бунда, ММИ, ДМИ сингари, ТМИ назарияси доирасида ўз ичига ўрта муҳим *компонентани* олади: 1) тадқиқот соҳаси – бу маҳаллий бюджет, ҳудудий реал иқтисодиёт билан боғлиқ бўлган маҳаллий молия-кредит тизими ва ундаги молиявий инновациялар

соҳаси ва унинг инвестиция муҳити бўлиб, унинг инновацион ривожланиши рисклар ва омиллар таъсири шароитида давлатнинг макроиқтисодий сиёсати ва унга мос ҳудудий молиявий-иқтисодий сиёсат доирасида кечади; 2) ушбу соҳа тўғрисидаги билимлар мажмуаси; 3) ушбу соҳа бўйича жамланган янги билимлар методологияси (бир-бири билан келиштирилган усул ва услублар мажмуаси) ва уларни шу соҳага оид муаммоларини ҳал қилиш учун қўллаш.

Шу билан бирга, ММИ 1.1-параграфда келтирилган ТМИ концепцияси доирасида ва ДМИ (4.1-параграф) билан боғлиқ ҳолда ўзига хос инструментарий (терминологик аппарат), предмет, мақсад ва вазифалар, объект ва методга эга.

ММИнинг *предмети* – маҳаллий ҳокимият бюджети, ҳудуд МКТ ва реал иқтисодиётини инновацион ривожлантиришга йўналтирилган молиявий-иқтисодий ва инвестиция сиёсатига хос молиявий ижод жараёнидаги муносабатлар ва уларни ТМИ асосида инновацион ривожини шакллантирувчи омиллар ҳамда ҳудудий МКТнинг инвестицион ва инновацион ривожланиши жараёнларига хос хосса ва қонуниятлар.

ММИнинг *мақсади* – турли риск ва омиллар таъсири шароитида маҳаллий ҳокимиятнинг маҳаллий жамият фаровонлиги манфаатлари йўлида амалга оширилувчи ҳудудий молиявий-иқтисодий ва инвестицион-инновацион ривожланиш сиёсати контекстида маҳаллий бюджет, ҳудудий МКТ ва ҳудудий реал иқтисодиётни ўзаро боғлиқ уйғунлигида молиявий хавфсиз, барқарор ва рақобатбардош инновацион ривожланишига йўналтирилган ҳамда инвестицион ва инновацион жараёнларни самарали тартибга солишга қаратилган молиявий инновациялар ишлаб чиқиш ва трансферини амалга ошириш.

Ушбу мақсад доирасида ММИнинг *вазифаси* – молиявий ижоднинг тизимли таҳлил ва синтезига ҳамда таҳлил-синтезга асосланган ҳолда (III боб) маҳаллий ҳокимият томонидан турли риск ва омиллар таъсири шароитида маҳаллий бюджет, ҳудудий МКТнинг ҳудудий реал иқтисодиёт билан уйғунликда кенг ва тор қамровли (I-II боблар) молиявий хавфсиз, барқарор ва рақобатбардош инновацион ривожланишини таъминловчи молиявий инновацияларни (1.5-параграф) тартибли ва изчил равишда ишлаб чиқиб амалиётга жорий қилишга қаратилган механизмлар ишлаб

чиқиш ва уларни самарали амалга ошириш учун зарурий шарт-шароитлар яратиш.

ММИнинг *объекти* – маҳаллий бюджет, ҳудудий МКТ ва уларнинг молиявий инновациялари.

ММИнинг *методи* – молиявий ижоднинг ҳудудий доирадаги тизимли ёндашувидир.³¹⁵

ММИнинг *методологик базиси* – ТМИ концепцияси ҳамда ҳудудий ихтисослаштирилган молиявий ижод ва унга асосланган инновацияларни тадқиқ этиш ва яратиш усуллари.

Таъкидлаш жоизки, юқорида бизнинг талқинимизда берилган ММИ концепцияси ўз ичига 4.7-жадвалда берилган учта йўналишни олади.

4.7-жалвал

Муниципал молия инжиниринги (ММИ) йўналишлари³¹⁶

Худудий мезониктисодий сиёсат билан боғлиқ ММИ йўналиши	Худудий мезоинвестицион сиёсат билан боғлиқ ММИ йўналиш
-маҳаллий фискал сиёсат; -худудий ташқи иқтисодий сиёсат; -худудий молиявий-ижтимоий сиёсат ва ҳ.к.	-худудий мезоинвестицион-инновацион сиёсат; -худудий микроинвестицион-инновацион сиёсат; -худудий наномолиявий-инновацион сиёсат.
Маҳаллий ҳокимиятларнинг худудий молия бозори ва турли хил реал товар (хизмат, мулк)лар бозорларидаги фаолиятида қўлланилувчи инновацион нарх-наво инжиниринги йўналиши	

Бунда (яъни 4.7-жадвалда) ММИнинг ҳар бир йўналиши ундаги сиёсат мазмунига қараб ўзига хос хусусиятлардан иборат. Айниқса, маҳаллий ҳокимиятларнинг худудий молия ва бошқа турдаги бозорларидаги молиявий муносабатлари ҳамда мос равишда улардаги молиявий маҳсулотлар (воситалар) сифатида нарх-наво (товарлар қийматининг бозор баҳоси ва нархи ўзгариши) инжиниринги (1.3-параграф) алоҳида хусусиятларга эга.

Шу билан бирга айтиш зарурки, бизнес субъектларининг бундай бозорларидаги фаолиятида қўлланилувчи инновацион нарх-наво инжиниринги ММИ каби ДМИга ҳам хосдир.

³¹⁵ Бу ёндашув яққол билим олиш ва амалий фаолият методологиясининг шундай йўналишики, унинг асосида ҳар қандай худудий мураккаб тулақонли экологик-ижтимоий-иқтисодий-сиёсий тизим деб тадқиқ этиш ётади.

³¹⁶ Манба: муаллиф томонидан тузилган.

4.7-жадвалдаги ММИ йўналишлари доирасида унинг қуйидаги 3 турли мавжудлигини эътироф этиш мумкин:

– жорий даврдаги ҳудудий молиявий-инновацион сиёсат билан боғлиқ ММИ;

– ҳудудий стратегик ривожланиш сиёсати билан боғлиқ ММИ;

– инқирозий даврдаги ҳудудий сиёсат билан боғлиқ ММИ.

Жорий даврдаги ҳудудий молиявий-инновацион сиёсат билан боғлиқ ММИ маҳаллий ҳокимиятнинг ушбу сиёсати самарадорлигини ҳамда ҳудудий молия-кредит тизими рақобатбардошлиги ва ликвидлилигини таъминлаш борасида жорий вақт даврида олдингисига қараганда ошган талаб ва эҳтиёжларини қондиришга қаратилади.

Ҳудудий стратегик ривожланиш сиёсат билан боғлиқ ММИ эса маҳаллий ҳокимиятнинг ушбу сиёсати самарадорлигини ҳамда ҳудудий молия-кредит тизими рақобатбардошлиги ва ликвидлилигини таъминлаш борасида келгусида юзага келиши мумкин бўлган талаб ва эҳтиёжларни қондиришга мўлжалланган.

Инқирозий даврдаги ҳудудий сиёсат билан боғлиқ ММИда ҳудудий молия-кредит тизимининг рақобатбардошлиги ва ликвидлилиги пасайиб инқирозий ҳолатга тушиб қолганда, маҳаллий ҳокимият ва жамиятнинг талаб ва эҳтиёжларини қондира олмай қолган тақдирда қўлланилади.

ТМИ концепциясига асосланган ва ДМИ билан боғлиқ бўлган ММИ мазмун-моҳиятидан келиб чиқиб қуйидагиларни айтиш мумкин:

1. ММИ ҳудудий молиявий-иқтисодий сиёсат доирасида инновацион ва янги турдаги молиявий муносабатларга бўлган эҳтиёжни қондириш учун маҳаллий ҳокимият органлари томонидан давлатнинг бюджет-солиқ ва монетар сиёсатларига ва улар доирасидаги ДМИга боғлиқ ҳолда яратилиб амалиётга жорий қилинган инновация (маҳсулот)лар³¹⁷ билан ҳамнафас ҳолда ривожланади ва у узлуксиз такомиллашиб боради.

2. ММИ инновациялари сони ва ҳажмини йилдан-йилга ортиб бориши уни ҳудудий МКТларининг ҳудудий реал иқтисодиёт билан уйғунликда инновацион ривожланишини таъминлайдиган

³¹⁷ Давлат томонидан яратиладиган инновациялар қуйидаги шаклларда бўлиши мумкин: давлат ва жамиятнинг ривожланиш модели, қонуний-меъёрий ҳужжатлар, иқтисодий меъёрлар, лицензион талфлар, макромиктисодий, макромолиявий ва ҳудудий ривожланиш кўрсаткичлари, давлатнинг турли йўналишдаги сиёсатлари ва дастаклари, мултечилик тизими параметрлари, минлий бозор инфратузилмаси ва ҳ.к.

молиявий ижод ва инновациялар методологияси ва механизми эканлигидан далолат беради.

3. ММИ амалиёти ТМЙнинг назарий асослари доирасида молиявий инновациялар амалиёти таъсирида такомиллашиб боради.

4. Ўзбекистонда шаклланган ММИ амалиёти давлат ва унинг инновацион ҳудудий ижтимоий-иқтисодий сиёсатига (7-ва 8-иловалар) асосланган ҳолда босқичма-босқич ривожланмоқда.

Юқорида келтирилган фикр-мулоҳазалар тасдиғи сифатида, конкрет мисол тариқасида, Ўзбекистон шароитида (7-ва 8-иловалар маълумотларини, 2.3-параграфда ўтказилган эмпирик таҳлил натижалари ва 4.1-параграфдаги фикрларни ҳисобга олган ҳолда) монетизация коэффиценти (X_1), мажбурий заҳира нормаси (X_2) ва фойда солиғи (X_3) каби макроиндикаторлар ҳамда мезоиндикатор бўлмиш ЯХМ – ялпи ҳудудий маҳсулот (X_4) ўзгаришининг (бу ўзгаришларни барча томонидан инновацион деб тан олинган тараққиётнинг «Ўзбек модели» асосида давлат ва маҳаллий ҳокимиятларнинг босқичма-босқич олиб борган инвестицион ва инновацион молиявий-иқтисодий сиёсатлари маҳсули сифатида қабул қилиб) ушбу сиёсатлар доирасида жорий қилинган молиявий инновациялар эвазига эришилган ҳудудий МКТ инновацион ривожланиши ва рақобатбардошлилиги натижаларини ўзида комплекс ифодалаб мужассамлаштирувчи муҳим кўрсаткичларидан бири бўлган ҳудудий инвестиция дастурлари бўйича ҳудудларга жалб қилинган инвестицияларнинг ўсиш динамикаси (ХИУД)га таъсири даражасини аниқлаш мақсадида корреляцион-регрессион таҳлил ўтказдик.³¹⁸ Чунки ушбу кўрсаткич (яъни ХИУД) ўзида маълум даражада ҳудудда инновациялар яратилиши ва трансферини ифодалайди.³¹⁹ Бунинг учун ҳар бир ҳудуд бўйича 13-иловада келтирилган алоҳида статистик маълумотлар жадваллари тузилди. Бунда натижавий ўзгарувчан омил сифатида ХИУД, таъсир этувчи омиллар сифатида эса давлатнинг инновацион дастур ва дастакларига боғлиқ бўлган X_1 - X_4 кўрсаткичлар миқдорининг ўзгариши олинди.

Тузилган жадваллардаги статистик маълумотларни Eviews компьютер дастури ёрдамида қайта ишлаш асосида якуний

³¹⁸ С.Сайдалиевнинг ҳудудий инвестиция муносабати доир материаллари ва уни эмпирик таҳлили ёрдамида баёжилди.

³¹⁹ Koji Miyamoto «Human Capital Formation And Foreign Direct Investment In Developing Countries», July 2003, www.oecd.org/dev/Technics.

эмпирик корреляцион-регрессион таҳлил натижалари жадвалларига (13-илова) эга бўлди. Ушбу жадваллардаги ҳудудий кесимда олинган эмпирик таҳлил натижалардан кўриниб турибдики (13-илова), боғлиқлик даражасини ифодаловчи ўртача R^2 коэффициенти турли ҳудудда ўзгача ва миқдори 0,31-0,81 оралиғида бўлган. Бунда ушбу коэффициентнинг энг юқори миқдори Сирдарё вилоятига (0,81), Тошкент шаҳрига (0,71), Наманган вилоятига (0,7), Хоразм вилоятига (0,67), Тошкент вилоятига (0,62), Фарғона вилоятига (0,62) тўғри келади (сезиларли боғлиқ). Энг паст кўрсаткич Қорақалпоғистон Республикаси (0,31), Қашқадарё вилояти (0,35), Самарқанд вилояти (0,38), Жиззах вилояти (0,38) бўйича кузатилади, демак, бу ҳудудлар давлатнинг макроиқтисодий ва монетар сиёсатлари имкониятларидан ҳамда маҳаллий ресурслардан етарлича фойдаланмаяпти, уларнинг ҳудудий инвестиция сиёсати ва бошқаруви бошқа ҳудудларникига қараганда нисбатан заифроқ. Қолган вилоятлар бўйича R^2 коэффициенти 0,46-0,59 оралиғида (ўртача боғлиқ).

2.3-параграфдаги таҳлилни ҳисобга олиб ва 13-иловадаги таҳлил натижалардан келиб чиқиб айтиш мумкинки, мамлакатимиз ҳудудларида инвестицияларни янада ўсишини ва унда молия-банк тизими ва унинг инновациялари ролини ошириш ҳамда бунда қайта молиялаштириш ставкасини пасайтириш ёрдамида монетизация коэффициенти, жамғарма ва реал даромадлар босқичма-босқич оширилишини мақсадга мувофиқ деб ҳисоблаймиз. Марказий банкнинг қайта молиялаштириш ставкаси пасайиш тенденциясига эга, бироқ, сўнгги тўрт йил давомида ушбу кўрсаткич ўзгаришсиз қолди ва фақат 2010 йилда пасайишга эришди. Ҳудди шундай, фойда солиғи ва солиқ юки ҳам пасайтирилди. Ушбу тенденцияни давом эттириш лозим. Марказий банкнинг қайта молиялаштириш ставкасини пасайтириш орқали тижорат банклари депозитлари ва кредитлари фоиз ставкаларининг барқарорлигига эришиш асосида кредитларга бўлган талабнинг мўътадил даражасини таъминлаш зарур. Бунда республика саноатини ривожлантириш, молия-банк тизимини халқаро андозаларга мос равишда ислоҳ қилиш ва барқарорлигини ошириш бўйича 2011-2015 йилларга мўлжалланган давлат дастурларини амалга ошириш ҳамда давлат ва ҳудудий инвестиция дастурларининг яқин келажақда салмоғини кучайти-

риш ва инновационлик даражасини ошириш муҳим аҳамиятга эга.³²⁰

Давлатнинг инновацион фаол инвестиция сиёсатига мос равишда ММИ маҳсули бўлиши Ўзбекистон ҳудудларининг инвестиция дастурлари ва улар билан боғлиқ куйидаги инновацион дастак ва масалаларни келтириш лозим.

Хорижий инвестицияларни жалб этишнинг асосий омиллари:

- «Очиқ эшиклар» сиёсати;
- қулай инвестиция муҳити;
- имтиёз ва афзалликлар тизими.

Мустақиллик йилларида Республикамизга 33,6 млрд. АҚШ долларидан зиёд хорижий инвестициялар жалб этилган.

Инвестиция муҳитига ижобий таъсир этувчи омиллар:

- сиёсий ва макроиқтисодий барқарорлик;
 - инвесторлар ҳуқуқларининг кафолатлари;
 - ишлаб чиқариш учун зарур инфратузилмаларнинг мавжудлиги;
 - хом-ашё базаси ва ундан фойдаланиш имкониятининг мавжудлиги;
 - истеъмолчи бозорларга нисбатан қулай географик жойлашув ва оптимал транспорт коридорларининг мавжудлиги;
 - малакали иш кучининг мавжудлиги;
 - инвесторларга бериладиган солиқ ва божхона тўловлари бўйича имтиёз ва афзалликлар;
 - халқаро стандартларга жавоб берадиган молия-ҳисоб тизими.
- Инвестиция муҳитига салбий таъсир этувчи омиллар:
- инвесторлар учун яратилган имтиёз ва афзалликлардан фойдаланишдаги тўсиқлар;
 - солиқ, божхона, банк соҳаларида, шунингдек инвесторларга ер ажратиш билан боғлиқ муаммо ва тўсиқлар;
 - мавжуд инфратузилмадан фойдаланишдаги муаммолар (электр энергия, газ, сув, иссиқлик манбаи, канализация ва б.);
 - тадбиркорлик субъектлари молия-хўжалик фаолиятини назорат қилувчи органлар томонидан текширувларнинг кўплиги;

³²⁰ 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 эришинишнинг устувор йўналишлари тўғрисида»ги ва «2011-2015 йилларда Ўзбекистон Республикасида саноатини ривожлантиришнинг устувор йўналишлари тўғрисида»ги Қарорлари.

- маҳаллий ҳокимликлар томонидан у ёки бу масалаларни ҳал этишга оид қарорларни тезкорлик билан қабул қилинмаслиги, бюрократик тусиқларнинг мавжудлиги.

Маҳаллий ҳокимият органларининг инвестиция ва ташқи иқтисодий фаолиятни ривожлантиришдаги роли куйидагилар билан белгиланади:

- ҳудуднинг ички инвестицион салоҳиятини чуқур ўрганиш ва аниқ манбаларга асосланган ҳолда инвестицион лойиҳаларни тайёрлашда мувофиқлаштириш ишларини олиб бориш;

- ҳудуднинг ташқи иқтисодий фаолият соҳаси ходимлари малакасини оширишда кумак кўрсатиш;

- хорижий инвесторлар ва ташаббускорларга ҳуқуқий, иқтисодий, ташкилий масалалар бўйича маслаҳат берувчи консалтинг хизматларини ташкил этишда амалий ёрдам бериш;

- лойиҳа ташаббускорларига инвестиция киритиш юзасидан амалий ёрдам кўрсатиш, уларни меъёрий-ҳуқуқий ҳужжатлар билан таништириш;

- амалий семинарлар ва технологик кўргазмаларни ташкил-лаштириш бўйича тегишли мутасадди идораларга таклиф билан чиқиш;

- корхоналарнинг ишлаб чиқариш жараёнида электр энергия, газ, сув ва ёқилғи-мой билан узлуксиз таъминлашда ва ер ресурслари ажратишда кумак бериш;

- доимий равишда инвесторлар билан учрашувлар ташкил қилиш ва улар билан музокаралар олиб бориш;

- ҳудудда ташқи иқтисодий фаолият билан шуғулланувчи мавжуд корхоналар муаммоларини ҳал этиш, ҳамда ўрнатилган имтиёзлардан фойдаланишни таъминлаш учун мутасадди вазир-лик ва идораларга мурожаат қилиш.

Лойиҳаларни муваффақиятли амалга оширилишининг асосий мезонлари:

- ишлаб чиқарилган маҳсулотларни сотиш учун ички ва ташқи бозорларни ўрганиш;

- ишлаб чиқарилган маҳсулотларнинг бозор конъюнктурасига мослиги, маҳсулот сифати ва нархнинг рақобатбардошлиги;

- маҳаллий хом ашёдан фойдаланиш даражаси;

- маҳсулот сифатининг халқаро стандартларга мослиги ва тегишли сертификатга эга бўлиши;

- замонавий технологиялардан фойдаланиш.

- хусусий капиталнинг етарлилиги;

Техник иқтисодий асоснинг мукамаллиги қуйидагилардан иборат бўлиши лозим:

- маркетинг тадқиқотларининг олиб борилганлиги;

- технологик жараённинг ёритилганлиги;

- лойиҳанинг молиявий-иқтисодий курсаткичлари.

Худудларга хорижий инвестицияларни жалб қилишда мавжуд муаммолар:

- инвестиция инфратузилмасининг етарли даражада ривожланмаганлиги – банклар, инвестиция фондлари, суғурта ва лизинг компаниялари фаолиятини рағбатлантириш ва инвестиция лойиҳаларини амалга оширишда уларнинг иштирокини самарали йўлга қўйиш;

- тадбиркорларнинг бизнес-қўникмалари, шу жумладан инвестиция лойиҳалари билан ишлаш тажрибаси ва ҳуқуқий билимлари етарли даражада эмаслиги – худудларда консалтинг, маркетинг ва юридик хизмат курсатувчи марказлар ташкил этиш ва фаолиятини такомиллаштириш;

- инвестиция таклифлари ва лойиҳа техник-иқтисодий асосларининг белгиланган талабларга жавоб бермаслиги – ташаббускорларга инвестиция лойиҳаларини ишлаб чиқишда тижорат банклари, худудлардаги савдо-саноат палатаси ва бошқа мутасадди идоралар томонидан амалий ёрдам курсатилишини маҳаллий ҳокимликлар томонидан мувофиқлаштириш ва доимий назоратга олиш;

- лойиҳа ташаббускорларининг молиявий-иқтисодий аҳволининг очорлиги – инвестиция дастурлари ва худудларни ижтимоий-иқтисодий ривожлантириш бўйича дастурларга киритиш таклиф этилаётган лойиҳалар ташаббускорларининг молиявий-иқтисодий аҳволини маҳаллий ҳокимликлар ва тижорат банклари томонидан чуқур таҳлил қилиниши;

- маҳаллий ҳокимликларнинг хорижий инвесторларни худуд тўғрисида батафсил маълумотлар билан таъминлашда фаол иштирок этмаётганлиги – хорижий инвесторларни тўлақонли равишда ахборот (инвестиция лойиҳалари ва бизнес таклифлар базаси, худудий матбуот нашрлари, иқтисодий таҳлил, хом-ашё ва меҳнат салоҳияти тўғрисида маълумотлар) билан таъминлаш учун ҳар бир худуд бўйича «Вилоят инвестиция салоҳияти» вэб-порталини ташкил этиш, шунингдек инвестиция фаолиятига оид

конференциялар, семинарлар ва тақдимотлар (республика ҳудудида ва хорижий мамлакатларда) ўтказиш.

Айрим корхоналарда маҳсулот ишлаб чиқариш ва уни экспорт қилишдаги мавжуд муаммолар:

- хом ашё сотиб олишга айланма маблағларнинг етишмаслиги – корхонанинг молиявий-иқтисодий аҳволини ўрганиб чиқиб, уни молиявий соғломлаштириш, қарзларини реструктуризация қилиш бўйича мувофиқлаштириш ишларини олиб бориш орқали 2009 йил экспорт истикболини бажаришга амалий ёрдам кўрсатиш;

- қишлоқ ҳужалик маҳсулотларини қайта ишловчи корхоналарда хом ашёнинг етишмаслиги (помидор, ўрик ва б.) - ишлаб чиқариш қувватларини оқилона жойлаштириш ва хом ашё базаси билан боғлиқ масалаларни лойиҳа ташаббускорлари билан бирга ишлаб чиқиш;

- инфратузилмага оид муаммолар, жумладан корхоналарнинг электр энергия, табиий газ, сув ва ёқилғи-мой маҳсулотлари билан таъминлашда узилишлар мавжудлиги – экспортёр корхоналарни узлуксиз равишда электр энергия, табиий газ, сув ва ёқилғи-мой маҳсулотлари билан таъминлаш бўйича чора-тадбирлар ишлаб чиқиш ва назоратга олиш;

- технология ва асбоб-ускуналарнинг эскирганлиги, ишлаб чиқарилган маҳсулотнинг халқаро стандартларга жавоб бермаслиги ва рақобатбардош эмаслиги – технологик асбоб-ускуналарни замон талабларига келтириш мақсадида ҳужалик субъектлари вакилларининг халқаро кўргазма-савдоларда иштирок этишини таъминлаш, тежамкор технологияларни танлаш ва уларни молиялаштириш манбаларини аниқлаш;

- корхоналарда маркетинг хизматининг тўғри ташкил қилинмаганлиги, товар ишлаб чиқарувчиларнинг чет эл бозорлари, ишлаб чиқарувчилари ва харидорлари тўғрисидаги маълумотлар билан таъминланмаганлиги, корхоналарда маркетинг билан шуғулланувчи ходимлар билимининг етарли даражада эмаслиги – кичик бизнес ва хусусий тадбиркорлик субъектларининг ишлаб чиқариш ва экспорт салоҳияти, маркетинг ва маҳсулотларни сотишга бағишланган ўқув машғулотлари, семинарлар ва кўргазмаларни ташкил этишни йўлга қўйиш лозим.

Инвестиция дастурларини амалга оширилиши бўйича ички инвестицияларни жалб қилишда қуйидаги муаммолар мавжуд:

- инвестицион лойиҳаларини молиялаштиришда кредит учун гаров предметининг етарли бўлмаслиги, кредит таъминотини расмийлаштириш жараёнларининг мураккаблиги;

- инвестицион лойиҳа (маҳсулотлар бозори) бўйича маркетинг тадқиқотларининг чуқур олиб борилмаслиги ва бу лойиҳанинг келгусидаги пул оқимлари ҳаракатининг барқарорлигига ҳамда кредитни қайтариш манбасининг ишончлилигига салбий таъсир этиши;

- инвестицион лойиҳалар ташаббускорлари дуч келаётган асосий муаммолардан бири - молиялаштиришнинг муқобил усуллари (лизинг кредити) суғул фойдаланиши, лизингнинг мазмун-моҳиятини чуқур англаб етмаслиги ҳамда молия инжинирингининг жаҳон амалиётидаги инновацияларидан фойдаланилмаслиги;

- инвестицион лойиҳаларни амалга ошириш натижасида кўзланган даромаднинг (лойиҳа бўйича пул киримлари) ўз вақтида келиб тушмаслик рискининг мавжудлиги ва бундай рискларнинг омиллари ишлаб чиқариш жараёни ва маҳсулотни сотиш билан, харидорлар билан ўзаро ҳисоб-китоблар билан, бозор конъюнктурасининг ўзгариши ёки мавсумий тебранишлар билан боғлиқ бўлиши;

- тижорат банкларининг кредит-молия муассасаларига ҳос бўлмаган вазифаларни бажариши. Кўп ҳолларда банклар назорат қилувчи ва кузатувчи органлар сифатида ҳаракат қилмоқда ва бу ҳол инвестицион лойиҳалар ташаббускорларининг банк тизими билан муносабатига салбий (банкка бўлган ишончи йўқолишига олиб келиши) таъсир кўрсатади;

- инвестицион лойиҳалар ташаббускорларининг (қарз оловчи корхоналарнинг) кредитга қобиллигини баҳолаш ишларининг, айрим ҳолатларда, ҳолисона ўтказилмаслиги;

- инвестицион лойиҳаларнинг техник-иқтисодий асосномасини сифатсиз тайёрланиши.

Ушбу муаммоларни бартараф этиш бўйича қуйидагилар ўринли:

- тижорат тузилмаларини кафолатга бўлган талабини таъминлаш мақсадида кафолат-гаров жамғармалари тизимини шакллантириш;

- инвестицион лойиҳаларни молиялаштириш учун қўшимча молиявий манбаларни жалб қилиш мақсадида молия-саноат

гурухлари ва венчур ташкилотларини ташкил этишни жадаллаштириш;

- аҳоли буш пул маблағларини инвестицион жараёнларга жалб қилиш мақсадида қимматли қоғозлар бозорини янада ривожлантириш, турли қимматли қоғозларни муомалага чиқариш (масалан, вексел ва деривативлар, уй-жой сертификатлари, давлат ва муниципал облигациялар, ипотека облигациялари ва турли активлар секьюритизацияси);

- ишлаб чиқаришни тузилмавий-технологик қайта қуришни жадаллаштириш мақсадида марказлашган кредит ресурсларнинг бир қисмини тез қоплайдиган инвестицион лойиҳаларни молиялаштиришга қаратиш, шу жумладан кичик бизнес объектиларига йўналтириш;

- инвестицион лойиҳаларни молиялаштиришнинг муқобил усули бўлган лизингдан фойдаланишни кенгайтириш;

- тизимли молия инжиниринг концепцияси асосида унинг жаҳон амалиётидаги инновацияларидан кент фойдаланиш;

- инвестицион лойиҳаларни сифатини ошириш, лойиҳаларни капитал қўйилмалар самарадорлиги талабларига мос келиши мақсадида тижорат асосида доимий равишда фаолият юритадиган инвестицион лойиҳалар ва молиявий инновациялар кўргазмасини ташкил қилиш ва ҳ.к.

Юқорида айтилганлар асосида давлатнинг фаол инвестиция сиёсатига мос ҳудудий инвестиция дастурлари доирасида ҳудудларга жалб қилинган инвестициялар динамикалари (ХИУД)нинг ўзаро боғлиқлиги Y1-Y14 бўйича таҳлил қилинди. Бунинг учун 13-иловада ҳудудлар кесимида келтирилган ХИУД маълумотларидан фойдаланилиб, ҳудудлар жуфтликлари бўйича Y1-Y14 курсаткичлари асосида корреляцион таҳлил ўтказилди. Ушбу таҳлил натижалари 14-иловада келтирилган бўлиб, улар ҳамда 2.10-параграф ва 13-илова натижалари асосида қуйидаги хулосаларга келиш мумкин:

- ҳудудий инвестиция дастурлари давлат инвестиция сиёсатига мос бўлганлиги сабабли, ХИУДнинг тенденциялари ўзаро кучли корреляцион боғлиқ, демак, республикада ҳудудий инвестиция муҳитлари турли табиат ва куч-қувватга эга бўлишига қарамай улар бир бутун қулай инвестиция муҳитини шакллантирган (инвестиция муҳитига доир муаллифнинг назарий

қарашлари ва инвестиция муҳитини, жумладан ҳудудий кесимда, тадқиқ этиш методологияси 2.10-параграфда алоҳида берилган);

- ММИ нуқтаи назаридан ҳар бир ҳудуднинг инвестиция муҳити ўзининг алоҳида табиатига ва унга мос келувчи инвестицион ва инновацион салоҳият, фаоллик, жалбдорлик, имидж ва риск каби интеграл кўрсаткичларига эга (2.10-параграф) бўлиб, уларни минтақа (ҳудуд) иқтисодиёти ва инвестиция муҳитининг омиллар таъсиридаги боғлиқликда тизимли таҳлил қилиб баҳолаш ўзига хос методологияга асосланади;

- ММИ ва ДМИ ўзаро боғлиқ бўлганлиги сабабли ҳудудий молия-кредит тизимини инновацион ривожлантириш ва инвестиция дастурларида берилган чораларни ММИ асосида амалга ошириш мақсадга мувофиқ;

- давлатнинг фаол инвестиция сиёсати доирасидаги давлат ва ҳудудий инвестиция дастурларининг ҳамда саноат ва молия-банк тизимини, айниқса ундаги молия бозорини, инновацион ривожлантириш дастурларининг юқори салоҳияти ХИҲД тенденцияларини ММИ инновацияларини ДМИ амалиётига мос равишда кенгроқ ишлаб чиқиб амалиётга жорий қилиш (трансфери) асосида 2011-2015 йиллар давомида кескин кўтараяди, бу эса П. Самуэлсоннинг «акселератор тамойили» (2.6-параграф)³²¹ бўйича ҳудудларда иқтисодий ўсиш ва ХИҲДни мутаносибликда таъминлайди.

Шундай қилиб, ҳудудий инвестиция дастурлари ва 13-иловадаги таҳлил натижалари асосида айтиш мумкинки, Ўзбекистонда ММИ маҳаллий ҳокимиятлар томонидан уларнинг давлат макро-иқтисодий сиёсатига мос келувчи ҳудудий молиявий-иқтисодий сиёсати доирасида бир вақтнинг ўзида маҳаллий жамият манфаатлари мақсадида молиявий инновациялар ва меъёрлар яратиб жорий қилиш фаолияти, ҳам ҳудудда барқарор молиявий-иқтисодий ривожланишнинг регулятив жараёни бўлиб, ДМИ билан боғлиқ ва уйғунликда шаклланиб узлуксиз такомиллашиб борадиган назария ва унинг доирасидаги маҳаллий ҳокимиятларнинг инновацион амалиёти сифатида намоён бўлган.

Юқорида келтирилган фикр-мулоҳазалар тасдиғи сифатида, яна бир конкрет мисол тариқасида, давлатнинг инновацион ва

³²¹ Ушбу кўра: «реал ЯИМнинг ўсиши реал инвестицияларнинг ўсишига олиб келади, реал инвестицияларнинг ортими эса ўз навбатида, ЯИМнинг ўсишига сабабчи бўлади» (Шоҳаззамий Ш.Ш. Экономическая системология: концепция и применение. -Т.: Iqtisod-moliya, 2010.-420 с.).

инвестиция сиёсатлари таъсиридаги ҳудудлар инвестицион муҳитини солиштирма таҳлилини келтириш ўринли.

Таракқиётнинг «Ўзбек модели» асосида давлат томонидан қабул қилинган қонунлар, изчил ва самарали амалга оширилаётган замонавий макроиқтисодий сиёсат³²² доирасида мамлакат ҳудудлари инвестицион муҳитларини таҳлил қилиш асосида янада кучайтиришга қаратилган назарий ҳулосалар ва тавсиялар бериш, амалий таклифлар ишлаб чиқиш муҳим масала ҳисобланади.

Таъкидлаш жоизки, республикада минтақалар³²³ ва ҳудудлар инвестицион муҳити учун зарурий механизм шакллантирилган, уни кучайтириш учун қулай макроиқтисодий шароитлар яратилган ва ресурслар мавжуд, ҳудудий инвестиция дастурлари изчил амалга оширилаётган бўлсада, лекин ҳозирда кўпчилик ҳудудлардаги инвестицион муҳит даражаси³²⁴ пастлигича қолмоқда, натижада бундай ҳолат давлатнинг замонавий макроиқтисодий сиёсати талабларини қониқтирмайпти. Аммо бунда Тошкент шаҳри инвестицион муҳити бошқа ҳудудларникига қараганда ижобий тарафга кескин фарқланади.³²⁵

Юқорида таъкидланганлар асосида гипотеза сифатида айтиш мумкинки, Ўзбекистонда яратилган қулай макроиқтисодий шароитлар (7-илова) ва мавжуд ресурслар ҳамда Давлат инвестиция

³²² Ўзбекистон Республикаси «Хорижий инвестициялар тўғрисида», «Инвестиция фаолияти тўғрисида», «Хорижий инвесторлар ҳуқуқларининг кафолатлари ва ҳимоя чоралари тўғрисида» қонунлари, Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2008 йил 18 ноябрдаги №140-4033-сонли «Иқтисодий реал сектори корхоналарининг молиявий барқарорлигини янада ошириш чора-тадбирлари тўғрисида» фармони, 2008 йил 28 ноябрдаги №140-4058-сонли «Иқтисодий реал сектори корхоналарини қўллаб-қувватлаш, уларнинг барқарор ишлашнинг таъминлаш ва экспорт салоҳиятини ошириш чора-тадбирлари дастури тўғрисида» фармони, 2010 йил 26 ноябрдаги №1438-сонли «2011-2015 йилларда республика молия-банк тизимини янада яхшилов юзасидан ва барқарорлигини ошириш ҳамда юқори халқаро рейтинг курашчиларига эриштириш устувор йўналишлари тўғрисида» Қарори, 2010 йил 15 декабрдаги №1442-сонли «2011-2015 йилларда Ўзбекистон Республикаси sanoatini ривожлантиришнинг устувор йўналишлари тўғрисида» Қарори, 2010 йил 29 декабрдаги №1455-сонли «Ўзбекистон Республикасининг 2011 йилги инвестиция дастури тўғрисида» Қарори, 2010 йил 24 декабрдаги №1449-сонли «Ўзбекистон Республикасининг 2011 йилги асосий макроиқтисодий кўрсаткичлари прогнози ва давлат бюджети параметрлари тўғрисида» Қарори.

³²³ Республикада қуйидаги минтақалар мавжуд: Тошкент минтақаси (унга Тошкент шаҳри ва Тошкент вилояти қиради), Мирзачўл минтақаси (унга Сирдарё ва Жиззах вилоятлари қиради), Фарғона минтақаси (унга Фарғона, Наманган ва Андижон вилоятлари қиради), Марказий минтақа (унга Самарқанд, Навоий ва Бухоро вилоятлари қиради), Қўғлиқ амулдар минтақаси (унга Қорақалпоғистон Республикаси ва Хоразм вилоятлари қиради), Жалубий минтақа (унга Қашқадарё ва Сурхондарё вилоятлари қиради).

³²⁴ Ҳудудларга жалб қилинган чет эл инвестициялари ҳажми бўйича ҳисобланганда.

³²⁵ Тошкент шаҳрига 2010 йилда жалб қилинган чет эл инвестициялари ҳажми (133,6 млн. АҚШ долл.) республикага киритилган жами хорижий инвестицияларнинг 42,9 фоизини (бу кўрсаткич 2008 йилда 181,2 млн. АҚШ долл. (33,15 фоиз)ни, 2009 йилда 92,7 млн. АҚШ долл. (20 фоиз)ни ташкил этган) ташкил қилди, қолган барча ҳудудларнинг улуши 57,1 фоиз. Бунда Тошкент вилоятига 56,9 млн. АҚШ долл. (2009 йилда 73,0 млн. АҚШ долл., 2008 йилда 85,3 млн. АҚШ долл.) кирган. Тошкент минтақасида кейинги ўрinda сезиларли бўлган Қашқадарё вилояти (2010 йилда 73,0 млн. АҚШ долл., 2009 йилда 61,4 млн. АҚШ долл., 2008 йилда 173,1 млн. АҚШ долл.) келмоқда. Фарғона вилоятига фақат 2010 йилда 129,9 млн. АҚШ долл. кирган бўлиб, олдинги йилларда бу кўрсаткич нисбатан паст (2009 йилда 21%, 2008 йилда 6%) бўлган.

сиёсати ва унинг доирасидаги 2011-2015 йилларда саноатни ва молия-банк тизимини ривожлантириш ҳамда давлат ва ҳудудий инвестиция дастурларининг салоҳияти республика ҳудудларида, натижада мамлакатимизда, инвестицион муҳитни янада кучайтирилишини таъминлайди – уларга хорижий инвестицияларни жалб қилиш учун муҳим омил ҳисобланади.

Ушбу гипотезани текшириш учун Ўзбекистон ҳудудлари инвестицион муҳитини методологик нуқтан назаридан иқтисодий системалогия асосида тизимли баҳолаш мақсадга мувофиқ бўлиб, бунда қуйидаги методология ва тамойиллардан³²⁶ микро ва ҳудудий (мезо) поғонада фойдаланиш мумкин.

Таҳлил учун юқоридаги таҳлил натижаларини ҳисобга олган ҳолда, танлаб олинган кўрсаткичлар ёрдамида эконометрик таҳлил асосида Ўзбекистон ҳудудлари бўйича таққослашлар ўтказамиз. Бу ерда бошланғич нуқта бўлиб тадқиқ этилаётган масаланинг ифодаланиши хизмат қилади, у Давлат статистика қўмитасининг расмий ахборот базаси бўйича Тошкент шаҳри билан таққосланадиган ҳудудлар рўйхати ва таҳлил қилинадиган индикаторлар тўпламини белгилаб беради. Таҳлилнинг якуний босқичларида танлаб олинган ҳудудий кўрсаткичлар ўртасида статистик аҳамиятга молик ўзаро алоқаларни излаб топиш амалга оширилади. Бунинг учун корреляция таҳлили усулидан фойдаланилади, скаттер-диаграммалар тузилади, регрессия тенгламаси аниқланади, эконометрик усуллар қўлланилади.

Олинган ўзаро алоқалар кўрилатган 14 ҳудуд бўйича таҳлилда фойдаланилган инвестицион ривожланиш хусусиятларини акс эттиради, уларнинг кўрсаткичлари эса мамлакат ҳудудлари иқтисодиётида мавжуд ўсиш захираларини баҳолаш ва иқтисодий барқарорликни мустаҳкамлаш, инвестицияларнинг иқтисодиётдаги ролини ошириш учун зарурий бўлган ахборотдан иборат бўлади. Ҳудудлараро таҳлил натижаларидан ҳудудий иқтисодиётнинг ривожланиш захиралари ва устувор йўналишларини асослаб беришда мўлжал сифатида фойдаланиш мумкин бўлиши учун ҳудудлар давлатнинг макроиқтисодий

³²⁶ Шоҳмазиев Ш.Ш. Экономическая системология: концепция и применение. -Т.: Iqtisod-moliya, 2010.-с.160-165; Сравнительный анализ рыночных ценных бумаг развивающегося мира и выводы для Узбекистана // Экономика и финансы, Москва, №2 (155), 2009.-с.26-27.

сийсати доирасида бир хил имкониятга эга деб қабул қилинади, статистик жиҳатдан бир хиллик талабларига жавоб беради.³²⁷

Ўзбекистон ҳудудлари бўйича маълумотлар ёрдамида ҳисоблаб топилган ҳудудий инвестиция дастурлари доирасида жалб қилинган хорижий инвестициялар (тўғридан-тўғри хорижий инвестициялар ва кредитлар, яъни қисқача ТТХИ)нинг ялпи ҳудудий маҳсулотга (ЯХМ) нисбати (фоизда ифодаланган) кўрсаткичи (ушбу кўрсаткич ҳудудий инвестицион фаолликни акс эттириши мумкин) бўйича таққослаш шуни кўрсатдики, солиштирма таҳлил қилинаётган 14 ҳудуднинг инвестицион фаоллиги даражасида сезиларли фарқ мавжуд (4.8-жадвал).

4.8-жадвал
Ҳудудий инвестицион фаоллик динамикаси³²⁸, %

Ҳудудлар	2008	2009	2010	2011*
Қорақалпоғистон Республикаси	0,114	0,168	0,96	1,0
Андижон вилояти	0,587	0,94	0,87	0,88
Бухоро вилояти	0,62	0,53	0,095	0,15
Жиззах вилояти	0,28	0,94	0,44	0,9
Қашқадарё вилояти	8,56	5,53	0,45	0,6
Навоий вилояти	9,35	0,42	0,3	0,43
Наманган вилояти	0,098	0,58	0,47	0,55
Самарқанд вилояти	1,012	0,655	0,398	0,7
Сурхондарё вилояти	1,158	0,334	0,503	1,1
Сирдарё вилояти	2,406	2,15	2,51	3,2
Тошкент вилояти	3,468	1,48	1,634	1,9
Фарғона вилояти	1,03	0,87	1,62	1,3
Хоразм вилояти	0,78	0,35	0,25	0,7
Тошкент шаҳри	4,068	2,54	2,176	2,6
<i>Minimum</i>	<i>0,114</i>	<i>0,168</i>	<i>0,095</i>	<i>0,15</i>
<i>Maximum</i>	<i>4,068</i>	<i>2,54</i>	<i>2,51</i>	<i>3,2</i>
<i>Уртача</i>	<i>2,38</i>	<i>1,235</i>	<i>0,904</i>	<i>1,144</i>

Бунда инвестицион фаоллик бўйича 2008-2010 йиллар давомида кучли волатиллик куришиб турибди. Нисбатан барқарор инвестицион лидерликни Тошкент минтақаси (Тошкент шаҳри ва Тошкент вилояти), Қашқадарё ва Сирдарё вилоятлари ушлаб

³²⁷ Лекин ҳар бир ҳудуд давлатнинг макроектисодий шароити ва дастурлари соҳаларига ва мавжуд имкониятлардан турлича фойдаланганлиги сабабли, уларнинг инвестицион мўлоти фарқлиқнади.

³²⁸ Манба: Давлат статистика қўмитаси маълумотлари асосида муаллиф томонидан С Сайдалиев материаллари ва иштиракда ҳисоблаб тошилган. * - прогноз кўрсаткичи.

турибди. Аутсайдерлар қаторига эса Қорақалпоғистон Республикаси, Жиззах ва Хоразм вилоятлари кирган.

Мазкур 4.8-жадвалдан кўриниб турибдики, ушбу кўрсаткич бўйича волатиллик амплитудаси сезиларли (2008 йилда 41 баробар, 2009 йилда 15,1 баробар, 2010 йилда эса 21,3 баробар) катта бўлиб, унинг миқдори йилдан-йилга пасайган (2010 йилда 2008 йилга нисбатан тахминан 2 баробарга).

Шу ўринда барча молиялаштириш манбалари бўйича инвестицияларда республика ҳудудларининг улушлари тенденцияси таҳлили натижаларини³²⁹ ахборот тарзида ва аниқлик учун натижаларни солиштириш мақсадида келтириш мумкин. Уларга кўра, 2009 йилда жами инвестициялардан 26,1 фоизи Тошкент минтақасига ва 19,5 фоизи Қашқадарё вилоятига кириб келган. Бухоро вилоятида эса 2000 йилга қараганда (4,1%) 2009 йилда 19,5 фоизгача кескин ўсган. Бошқа ҳудудларда бундай кескин ўсиш бўлмаган. Умуман олганда барча ҳудудларда 2000-2010 йиллар оралиғида маълум даражада инвестицион волатиллик кузатилади.

Шунга ўхшаш тарзда, ҳудудий инвестиция дастурлари доирасида жалб қилинган ТТХИ таъсирида ҳудудий кесимда тармоқлар корхоналарининг молиявий натижалари ва ҳудудий акциялар бозорининг ЯХМ нисбати (фоизда ифодаланган) кўрсаткичлари (ушбу кўрсаткичлар ҳудудий инвестицион жалбдорлиликни акс эттиради) бўйича таққослаш қуйидагиларни кўрсатди.

Солиштирма таҳлил қилинаётган 14 ҳудуднинг инвестицион жалбдорлиги даражасида (2007-2010 йиллар бўйича) сезиларли фарқ мавжуд. Бунда инвестицион жалбдорлилик 2007-2010 йиллар давомида республика бўйича ўсиш тенденцияси кўриниб турибди. Нисбатан барқарор лидерликни Тошкент минтақаси, Қашқадарё ва Бухоро вилоятлари ушлаб турибди. Аутсайдерлар қаторига эса Қорақалпоғистон Республикаси, Жиззах, Сирдарё ва Хоразм вилоятлари кирган.

Ўзбекистоннинг иқтисодиёти барқарор ўсиш тенденциясига эга бўлсада, лекин акциялар бозорининг ҳажми, иқтисодиётдаги ва инвестицион жараёндаги роли жуда паст (Акциялар бозори савдо ҳажмининг ЯИМга нисбатан: 2000 йилда 0,52%, 2004 йилда 0,93%, 2006 йилда 1,59%, 2008 йилда 1,93%, 2010 йилда 2,39% бўлган),

³²⁹ Манба: ЎзР Давлат статистика қўмитаси маълумотлари асосида тузилган (муаллиф Юсупова Н.М. Совершенствование механизма активизации инвестиционной деятельности // Макроэкономические и региональные аспекты моделирования устойчивого экономического роста. Материалы Форума экономистов Узбекистана: 14.12.2010 г., Ташкент, ИИМД, ПРООН, жид. InfoCOM.uz, 2011. - сс.24-30).

институционал тузилмаси ва регулятив базаси такомил эмас. Унда асосан ликвидсиз ва паст ликвидли акциялар муомалада, инвестиция risks юқори, фаол муомалада бўлган акциялар ҳажми кам бўлсада, лекин йилдан-йилга ўсиш тенденциясига эга (2000 йилда 0,85%, 2004 йилда 5,06%, 2006 йилда 11,4%, 2008 йилда 15,5%, 2010 йилда 18,5% бўлган). Акцияларнинг барқарор давомий иккиламчи бозори ривожланмаганлиги сабабли, унда нархлар юқори волатил бўлиб объектив характерга эга эмас. Акциядорлик капитали тузилмасида давлатнинг иштироки юқори бўлишига қарамасдан, қўлчилик компанияларнинг молиявий натижалари ва даромадлари ўсиш тенденциясига эга. Акция эмитентлари сони йилдан-йилга камайиб борсада, акция эмиссиясининг ҳажми ортиб борган. Бунга сабаб – акциядорлик жамиятлари фаолиятига иқтисодий талабларнинг кучайиши бўлган ва уларнинг устав фонди 400,0 мянғ АҚШ долларидан кам бўлмаган микдорга етказилиш 2008 йилнинг ўртасидан бошлаб талаб қилинган. Бунда инвесторларнинг сони йилдан-йилга ошиб борган бўлиб, инвестор-жисмоний шахсларнинг сони юридик шахсларга нисбатан 90 фоизни ташкил этади, лекин инвестор-юридик шахсларнинг инвестициялари ҳажми 97,8 фоизни ташкил этади.

Профессионал иштирокчиларнинг 2011 йилдаги сони 2005 йилга қараганда 2,3 баробарга камайган. Бунга сабаб – уларга нисбатан иқтисодий меъёрларнинг ортгани ва малакавий талабларнинг кучайгани.

Акциялар бозорининг ҳажми йилдан-йилга ортиб борган бўлиб, энг кескин ўсиш 2008 йил ва 2010 йилда кузатилган (2008 йилда 2007 йилга нисбатан 1,7 баробар ва 2010 йилда 2009 йилга нисбатан 1,8 баробарга ортган). Бунда айнан ташкиллашмаган акциялар бозорининг ташкиллашган бозорга қараганда сезиларли ошиб борганлиги ва акцияларнинг барқарор иккиламчи бозорини ривожланмаганлиги акция бозорида объектив нархни шаклланишига тўсқинлик қилмоқда.

Агарда 7-иловадаги маълумотлар асосида акция бозори орқали жалб қилинган инвестицияларни иқтисодиётимизга киритилган жами инвестицияларга нисбатан таҳлил қиладиган бўлсак, 2000-2003 йилларда ушбу кўрсаткич 1 фоизга ҳам етмаганлигини кўришимиз мумкин. Ушбу кўрсаткич бўйича 2004-2008 йилларда бирмунча ўсишга эришилиб, 2008 йилда 5,7 фоизни ташкил этган. 2011 йилга келиб эса жалб қилинган инвестицияларни иқтисо-

диётимизга киритилган жами инвестицияларга нисбати 4,5 фоизни ташкил этган. Бу эса 2000-2010 йиллар давомида мамлакатимиз иқтисодиётига жалб қилинган жами инвестициялар таркибида акциялар бозори орқали жалб қилинган инвестициялар улуши 6 фоизга ҳам етмаганлиги, яъни бу кўрсаткич натижалари жуда ҳам пастлигини ва ушбу инвестициялар ҳиссасини ошириш ниҳоятда долзарб муаммо эканлигини англатади. Бунда фақат қимматли қоғозлар савдо тизимлари орқали мамлакат иқтисодиётига киритилган инвестициялар ЯИМга нисбатан 2005-2006 йилларда юқори кўрсаткич 0,4 фоиз эканлигини, сўнгги уч йилдаги энг юқори кўрсаткич 2008 йилда 1,3 фоизни ташкил этганлигини айтиб ўтиш жоиз. 2010 йилда эса қимматли қоғозлар савдо тизимлари орқали мамлакат иқтисодиётига киритилган инвестициялар ЯИМга нисбатан 1,1 фоизни ташкил этганлигини ва қимматли қоғозлар савдо тизимларининг иқтисодиётга инвестиция киритишдаги аҳамияти пастлигини кўриш мумкин.

Бизнинг юқорида олган таҳлил натижаларимиз бўйича ишонч-лилиқ даражасига эга бўлиш мақсадида 7-иловада келтирилган инвестицион муҳит омилларини баҳолаш натижаларидан (улар Ш.Назаров ва А.Рафиев томонидан таҳлилий олинган)³³⁰ ахборот тарзида фойдаланишимиз мумкин. Агарда, бу натижалар бизнинг натижалар билан солиштирилса, умуман олганда, уларнинг бир-бирига зид эмаслигини кўриш мумкин.³³¹

Юқорида берилган ҳудудлар бўйича инвестицион фаоллик ва жалбдорлиқ мезонларини таққослаш шуни кўрсатадики, мамлакатимиз ҳудудларида уларнинг мавжуд заҳираларидан тўлиқ фойдаланилмаяпти.

Танлаб олинган мезон (кўрсаткич)лар бўйича таҳлил қилинган ҳудудлардан асосан, Тошкент минтақаси ва Қашқадарё вилояти ўз имкониятлари ва салоҳиятидан нисбатан кўпроқ фойдаланмоқда.

Солиштира таҳлил натижалари замонавий шароитларда ҳеч бўлмаганда инфратузилмаси ривож топган ва минерал-ҳом ашё ресурсларига бой ҳудудларда инвестицион фаоллик ва жалбдор-лиқни тез ошириш принципіал имконияти мавжудлигини кўрсатади.

³³⁰ Назаров Ш.Х., Рафиев А.А. Инвестиционный климат региона и методы его оценки. //Макро-экономические и региональные аспекты моделирования устойчивого экономического роста. Материалы Форума экономистов Узбекистана: 14.12.2010 г., Ташкент, ИГМИ, ПРООН, изд. InfoCOM.uz, 2011.-с.229-234.

³³¹ Фикримизча, Ш.Назаров ва А.Рафисалар услубидан кенгайтирилган ҳолларда фойдаланиш мумкин.

Шу билан бирга айтиш лозимки, Ўзбекистон ҳудудларида инвестицион лойиҳалар сони ва ҳажмини ошириш ва уларни амалга ошириш учун кўпроқ ТТХИлар жалб қилиш ҳамда улар мониторинги устидан назорат қилиш мақсадли дастурийи яратиш зарур. Бу дастур қуйидагиларни ўз ичига олиши лозим: уларни амалга ошириш стратегиясини ишлаб чиқиш (ТТХИлар жалб қилишнинг зарурий ҳажми, уларга муҳтож ва истиқболли корхоналар рўйхати, давлат инвестицион сиёсати инструментлари орқали давлат томонидан қўллаб-қувватлаш чоралари); ТТХИ аниқроқ мониторинг тизимини яратиш (тармоқлар, капитал қўйилмалар турлари, инвесторларнинг мамлакатлар ва тармоқларга мансублиги бўйича деталлаштириш, қайта олиб чиқиладиган капитал улушини, инвестициялаш муддатини аниқлаш); ТТХИ самарадорлигини таҳлил қилиш (назорат остидаги корхонанинг ишлаб чиқариш фондларини янгилашга йўналтириладиган хорижий инвестициялар улуши, сотиб олинган корхонада меҳнат унумдорлиги динамикаси, тармоқдаги рақобат ҳолати, тўғридан-тўғри чет эл инвесторлари томонидан хорижга олиб чиқиладиган фойда улуши).

Шундай қилиб, айнан Тошкент минтақаси ва Қашқадарё вилоятлари тажрибаси бошқа ҳудудлар учун намуна бўлиб ҳисобланади.

Бунда ҳудудлар инвестицион муҳитини янада яхшилашда бошқа омиллар қаторида молия инжиниринги инновациялари ҳам муҳим рол ўйнайди.

ТТХИ оқими давлат институтлари ривожланиш даражаси СРІ индекси бўйича 4-дан юқори бўлганида кучаяди.³³² Бу мазмуний жиҳатдан шунинг англатадики, хорижий инвесторлар иштирокида ҳудудларда инвестицион фаоллик ва жалбдорлиликнинг ўсиши коррупция даражаси паст бўлган, инвестицион товарлар харид қилиш бўйича тендерлар мустақил ва объектив бўлган, инвестицион лойиҳаларни экспертиза қилиш механизмлари «шаффоф» бўлган, хорижий инвесторларнинг ҳуқуқлари ҳимояланиши кафолатланган, акциялар муомаласи ва мулкчилик ҳуқуқларини рўйхатга олиш бўйича операциялар билан боғлиқ транзакция харажатлари ва тўсиқлар паст бўлган шароитларда рўй бериши мумкин. Бунда, ҳудудларда ТТХИлар ижобий самараси қанчалик

³³² Маълумот: *Transparency International 2010* маълумотири асосида муаллиф томонидан аниқланган.

баланд бўлса, институтлар сифат индексининг амалдаги баҳоси куйи кўрсаткичдан шунчалик юқори бўлади.

Ривожланаётган мамлакатлар ҳудудларида жамғармаларнинг катта қисми хусусий жамғармалар (капитал)га тўғри келади. Институтларнинг жамғармаларга ижобий таъсир этиш механизми шундан иборатки, уларнинг самарадорлиги ўсиши хусусий мулк ҳуқуқларининг (жумладан, аҳолининг омонатлари ва тижорат банкларининг активлари) кафолатланиш даражаси юқорилигини, адолатли рақобат шароитларини, транзакция харажатларининг пасайиши ҳамда кичик ва хусусий бизнес секторида олинадиган фойданинг ўсишини аңглатади.

Шундай қилиб, Ўзбекистон ҳудудларида давлат институтлари самарадорлигининг ортиши ҳудудий иқтисодиётда инвестицияларнинг ва инновацияларнинг, жумладан молиявий инновацияларнинг, роли ортиши учун асосий шартлардан бири ҳисобланади.

4.3. Корпоратив молия инжиниринги ва унинг амалиётини Ўзбекистон шароитида ривожланиш хусусиятлари

Корпоратив сектор молиясини рақобатбардош ва барқарор ривожланиши жараёнлари ўзгарувчан турли риск ва омиллар комплекс таъсири остида тизимли молия инжиниринги (ТМИ) концепциясига (1.1-параграф) асосланган давлат молия инжиниринги (4.1-параграф) ва муниципал молия инжиниринги (4.2-параграф) билан боғлиқ равишда уйғунлашган корпоратив молия инжиниринги (КМИ) ва унинг инновацияларига (маҳсулотларига) бўлган талабни оширади. Чунки КМИ тадбиркорлик фаолиятини юритувчи субъектлар (ТФС)нинг рақобатбардош ва барқарор инвестицион ва инновацион ривожлантирилиши катализатори (1.2-параграф) ва умуман олганда иқтисодий ўсиш омилларидан биридир.

Бунда, агарда, I-III-боблар ҳамда 4.1- ва 4.2-параграфлардаги фикр-мулоҳазалар сингари, корпоратив-тизимли ёндашилса, давлат молия инжиниринги (ДМИ) ва муниципал молия инжиниринги (ММИ) билан боғлиқ равишда уйғунликда бўлган КМИнинг илмий-методологик базиси сифатида унга хос бўлган молиявий ижод методологияси ва унга асосланган ТМИ концепцияси ва унинг инновациялари (I ва II боблар) эканлиги кўринади. Айнан шундан келиб чиқиб, ТМИ концепциясига асосланган КМИ

хизмати бўлинмаси (2.8-параграф) ТФСнинг барча турлари таркибий тузилмасида жорий қилиниши зарур. Бунда КМИни I-III-боблар ҳамда 4.1- ва 4.2-параграфлардаги назарий тушунча, қарашлар ва илмий-методологик базис асосида қуйидагича ифодалаш мумкин.

Корпоратив молия инжиниринги (КМИ) – ТФСларининг молиявий барқарор, ҳавфсиз ва рақобатбардош ривожланишини таъминлаш мақсадида молиявий инновациялар яратиб жорий қилиш фаолияти бўлиб, ТМИ концепциясининг таркибий йўналишларидан бири сифатида ДМИ ва ММИ билан боғлиқликда шаклланиб узлуксиз такомиллашиб борадиган назария ва унинг доирасидаги ТФСларининг молиявий инновацион амалиётидир.

Бунда КМИ ТМИ назарияси доирасида ўз ичига учта муҳим *компонент*ни олади: 1) тадқиқот соҳаси – бу корпоратив молия-кредит, жумладан молия бозори, тизимидаги ТФСлари инновацион-тадбиркорлик фаолияти ва молиявий инновациялари соҳаси бўлиб, уларнинг инвестицион жалбдор, инновацион барқарор, ҳавфсиз ва рақобатбардош ривожланиши рисклар ва омиллар таъсири шароитида давлатнинг макроиктисодий ва инвестиция сиёсати, унга мос ҳудудий молиявий-иктисодий ва корпоратив инвестиция сиёсатлар контекстида кечади; 2) ушбу соҳа тўғрисидаги билимлар мажмуаси; 3) ушбу соҳа бўйича жамланган янги билимлар методологияси (бир-бири билан келиштирилган усул ва услублар мажмуаси) ва уларни шу соҳага оид муаммоларини ҳал қилиш учун қўллаш.

Шу билан бирга, КМИ 1.1-параграфда келтирилган ТМИ концепцияси доирасида, ДМИ (4.1-параграф) ва ММИ (4.2-параграф) билан боғлиқ ҳолда, ўзига хос инструментарий (терминологик аппарат), предмет, мақсад ва вазифалар, объект ва методга эга.

КМИнинг *предмети* – ТФСларининг инновацион-тадбиркорлик ва инвестицион-инновацион сиёсатларига мос корпоратив молиявий ижод жараёнидаги муносабатлар ва улар ривожланишини шакллантирувчи омиллар ҳамда ушбу жараёнга хос хосса ва қонуниятлар.

КМИнинг юқорида берилган таърифи ва предметидан келиб чиқиб айтиш мумкинки, КМИнинг *мақсади* – турли риск ва омиллар таъсири шароитида фаолият юритувчи ТФСлар учун молиявий инновациялар ишлаб чиқиш, мавжуд молиявий воситаларни

такомиллаштириш ва уларни ТФСлари фаолиятига трансферини амалга ошириш асосида ТФСларининг молия-кредит соҳасидаги инновацион-тадбиркорлик ва инвестицион-инновацион фаолиятини ривожлантириш, бунда ТФСларининг жалбдорлиги, барқарорлиги, рақобатбардошлилиги ва хавфсизлигини таъминлаш.

Ушбу мақсад доирасида КМИнинг *вазифаси* – молиявий ижоднинг тизимли таҳлил ва синтезига ҳамда таҳлил-синтезга асосланган ҳолда (III боб) ТФСларининг корпоратив молия-кредит соҳасидаги инновацион-тадбиркорлик ва инвестицион-инновацион фаолияти жалбдорлиги, барқарорлиги, хавфсизлиги ва рақобатбардошлилигини таъминловчи молиявий инновацияларни (1.5-параграф) тартибли ва изчил равишда ишлаб чиқиб амалиётга жорий қилишга қаратилган механизмлар ишлаб чиқиш ва уларни самарали амалга ошириш учун зарурий шарт-шароитлар яратиш.

КМИ *объекти* – ТФСлари ва уларнинг корпоратив молия-кредит соҳаси бўйича молиявий инновациялари.

КМИ *методи* – молиявий ижоднинг корпоратив тизимли ёндашуви.³³³

КМИ *методологик базиси* – ТМИ концепцияси ҳамда ТФСлари молия-кредит соҳасига ихтисослаштирилган молиявий ижод ва унга асосланган инновацияларни тадқиқ этиш ва яратиш усуллари.

Шу ўринда 1.1-параграфда берилган фикр-мулоҳазалар асосида таъкидлаш жоизки, ТФСлари молия инжиниринги, яъни КМИ, хизмати интеллектуал капитални зарурий ишлаб чиқариш омилига трансформация бўлишини таъминловчи алоҳида бизнес сифатида намоён бўлган. Бунда инжиниринг бозори инновациялар бозорининг махсус сегменти бўлиб, унда индивидуал хизмат сифатида юқори рискли номоддий маҳсулот (интеллектуал мулк – молиявий инновация) реализация қилинади. Ушбу бозорда буюртмачи интеллектуал мулкка эгалик ҳуқуқи ва унинг натижасини сотиб олади. Тор маънода КМИ бизнес инжинирингини ҳам ўз ичига олиб, бизнесни рационаллаштириш, модернизациялаш ва унинг реинжиниринги деб тавсифлаш мумкин.³³⁴ Кенг маънода эса КМИ концепцияси, ушбу соҳа бўйича мавжуд чет эл олимлари

³³³ Корпоратив тизимли ёндашуви бу – янгиой билгим олиш ва амалий фаолият методологиясининг шундай йўналишики, унинг асосида ҳар қандай тадбиркорлик институтига мураккаб тўлақонли экологик-иқтисодий-иқтисодий тизим сифатида тадқиқ этиш ётади.

³³⁴ Бочаров В. В. Философия инжиниринг. - СПб.: Питер, 2004. - 400 с.

концепцияларидан фарқи, ўз ичига 4.9-жадвалда берилган йўналишларни олади.

4.9-жадвал³³⁵

Корпоратив молия инжиниринги (КМИ) йўналишлари

Номолиявий бизнес-институтлар* КМИ йўналиши	Молия-кредит бизнеси институтлари* КМИ йўналиши
-реал товар ва маҳсулотлар ишлаб чиқарувчи компаниялар МИ; -номолиявий хизматлар курсатувчи фирмалар МИ.	-банклар молия инжиниринги (МИ); -молия институтлари (лизинг, селенг ва венчур компаниялари, кредит иттифоклари, ломбардлар, пенсия ва бошқа фондлар) МИ; -фонд бозори профессионал институтлари МИ; -суғурта ташкилотлари МИ.
Бизнес субъектларининг очик молия бозорлари ва турли хил реал товар (хизмат, мулк)лар бозорларидаги фаолиятида қўлланилувчи инновацион нарх-наво инжиниринги йўналиши	

Бунда (яъни 4.9-жадвалда) КМИнинг ҳар бир йўналиши ундаги фаолият мазмунига қараб ўзига хос хусусиятлардан иборат.

Шу билан бирга айтиш зарурки, бизнес субъектларининг очик молия бозорлари ва турли хил реал товар (хизмат, мулк)лар бозорларидаги фаолиятида қўлланилувчи инновацион нарх-наво инжиниринги КМИ каби ДМИ ва ММИга ҳам хосдир.

4.9-жадвалдаги КМИ йўналишлар доирасида унинг қуйидаги 3 тури мавжудлигини эътироф этиш мумкин:

- жорий даврдаги корпоратив молиявий-инновацион сиёсат билан боғлиқ КМИ;
- стратегик ривожланиш сиёсати билан боғлиқ КМИ;
- инкүрозий давр сиёсати билан боғлиқ КМИ.

Жорий даврдаги корпоратив молиявий-инновацион сиёсати билан боғлиқ КМИ бизнес субъекти (молиявий ва номолиявий компания) рақобатбардошлиги ва барқарорлигини таъминлаш борасида ҳамда унинг мавжуд мижозларини жорий вақт даврида олдингисига қараганда ошган талаб ва эҳтиёжларини қондиришга қаратилади.

Стратегик ривожланиш сиёсати билан боғлиқ КМИ эса истикболда компания рақобатбардошлиги ва барқарорлигини

³³⁵ Манба: муаллиф томонидан тузилган. Изох: * - компания ва фирмалар мулкчилик шаклига кўра турлича бўлиши мумкин.

таъминлаш борасида ҳамда унинг бўлғуси (потенциал) миқозларга йўналтирилган ва келгусида юзага келиши мумкин бўлган талаб ва эҳтиёжларни қондиришга мўлжалланган.

Инкирозий давр сиёсати билан боғлиқ КМИда компания ва унинг бизнес хизматлари рақобатбардошлиги пасайганда, хизматлари сифати миқозларнинг талаб ва эҳтиёжларини қондира олмай қолган тақдирда қўлланилади.

КМИ ўзига капитал жалб қилишнинг ҳамда реал, номоддий ва молиявий активларни молиялаштиришнинг янги шакллари олиб, компания менежментига уни бошқаришга доир қарорлар қабул қилиш учун зарурий инструментарий ва қуйидаги молиявий моделларни тақдим этади:

1) компания ва унинг тузилмалари (филиаллари) молиявий ҳолати диагностикасини;

2) солиқ тўловларини минимизациялаштириш, ўзаро тўловларни амалга ошириш, дебиторлик ва кредиторлик қарзларни бартараф этиш бўйича оптимал шартномавий схемаларни ишлаб чиқиш;

3) харажатлар ва даромадларни бошқаришнинг комплекс тизимини қуриш;

4) «директ-костинг» ёки «стандарт-костинг» тизимлари ёрдамида бошқарув ҳисобини жорий қилиш (қўллаш);

5) компания таркибида молиявий жавобгарлик ва молиявий ҳисоб марказларини ажратиш ва улар фаолиятини ташкиллаштириш;

6) ишлаб чиқариш ричаги эффекти ёрдамида зарарсизлик ва молиявий барқарорликнинг критик нуқталарини аниқлаш;

7) фойда контроллинг тизимини ташкиллаштириш ва ҳ.к.

Компаниянинг инвестиция фаолиятида қуйидаги молиявий моделлар қўлланади:

1) инвестиция лойиҳаларини молиялаштириш усулларини танлаш;

2) инвестиция лойиҳалари самарадорлигини баҳолашнинг оддий ва динамик усулларини қўллаш;

3) лойиҳаларни амалга оширишни оператив бошқариш (мониторинги);

4) капитал қўйилмалар бюджетини оптималлаштириш;

5) лойиҳа рискларини таҳлил қилиш ва баҳолаш.

Компания фаолиятида қуйидаги молиявий моделлар қўлланади:

- 1) молиявий инструментлар қийматини баҳолаш;
- 2) молиявий активлар даромадлилиги ва рискин баҳолаш (CAPM);
- 3) дисконтланган пул оқимлари (DCF);
- 4) талаб қилинган даромадни баҳолашнинг арбитраж модели (APT);
- 5) қимматли қоғозлар портфелини оптималлаштириш;
- 6) молиявий рисклардан ҳимояланиш ва ҳ.к.

Компаниянинг фаолиятида кўчмас мулк билан боғлиқ операцияларда мулкни баҳолаш ёндашув ва усуллари (2.7-параграф) қўлланади.

КМИда капитал, даромад ва харажатларни бюджетлаштириш ёрдамида молиявий бошқариш тизими ҳам қўрилади.

Давлатнинг мамлакатда инвестицион-инновацион иқтисодиётни ривожлантириш сиёсати миллий МКТда КМИ ва халқаро амалиётда қўлланилаётган молиявий инновациялар ҳамда уларни яратишга йўналтирилган усуллари кенг жорий қилинишини тақозо этади. Бунда Ўзбекистон Республикаси Президенти И.А. Каримов томонидан яратилган, босқичма-босқич ва изчил амалга оширилаётган тараққиётнинг «Ўзбек модели» нуқтаи назаридан молия инжинирингининг жаҳон тажрибасини чуқур ва тизимли таҳлил қилиш асосида Ўзбекистон шароитига мос келувчи молиявий инновациялар ва молия инжиниринги усуллари жорий қилиш мақсадга мувофиқ. Мисол сифатида қуйидагиларни келтириш мумкин: секьюритизация ва қимматли қоғозларни тузилмалаштириш, валюта спекуляцияси, қимматли қоғозлар спекуляцияси, экзотик деривативлар ва улар портфели селекцияси, корпоратив бюджетлаштириш, кредитлар ва улар портфели селекцияси, суғурта полислари селекцияси, риск-менежменти, бизнес-инжиниринг, бизнес-реинжиниринг, кредит ва инвестициялар пирамидаси ва шулар каби бошқа турдаги усуллар.

Юқорида қайд этилган модел ва усуллардан ҳар бири, молия инжинерлар томонидан бизнеснинг тайин ва аниқ шароитларидан келиб чиққан ҳолда компания, унинг эгалари ва мижозларининг талаб ва эҳтиёжларини ўрганиб қўлланилиши мумкин.

ТМИ концепциясига асосланган ҳамда ДМИ ва ММИ билан боғлиқ бўлган КМИ мазмун-моҳиятидан келиб чиқиб қуйидагиларни айтиш мумкин:

1. КМИ бизнес молиявий-иқтисодий сиёсат доирасида инновацион ва янги турдаги молиявий муносабатларга бўлган эҳтиёжни қондириш учун тадбиркорлик субъектлари молия инженерлари томонидан яратилиб амалиётга жорий қилинган инновация (маҳсулот)лар³³⁶ билан ҳамнафас ҳолда ривожланади ва у узлуксиз такомиллашиб боради.

2. КМИ инновациялари сони ва ҳажмини йилдан-йилга ортиб бориши уни корпоратив молия, кредит ва молия бозори бизнеси институтларининг инновацион ривожланишини таъминлайдиган молиявий ижод ва корпоратив инновациялар методологияси ва механизми эканлигидан далолат беради.

3. КМИ амалиёти ТМИнинг назарий асослари доирасида молиявий инновациялар амалиёти таъсирида такомиллашиб боради.

4. Ўзбекистонда шаклланган КМИ амалиёти давлат ва унинг ҳудудлари инновацион-инвестицион ва умуман ижтимоий-иқтисодий сиёсатига асосланган ҳолда босқичма-босқич ривожланмоқда.

КМИнинг Ўзбекистон шароитидаги хусусияти шундан иборатки, бизнес субъектлари фаолиятида КМИ билвосита ва конфиденциал тарзда қўлланилмоқда. Бу борада расмий кўрсатма ва услублар йўқ. Ўзбекистонда КМИ учун Давлатнинг замонавий макроиқтисодий ва фаол инвестицион-инновацион сиёсатлари прогрессив натижалари ва салоҳияти ҳисобланади.

Шу муносабат билан, 5.9-жадвалда кўрсатилган (1.1-параграфдаги фикрларни ҳисобга олиб) КМИнинг йўналишларига хос хусусиятларни алоҳида тавсифлаш мақсадга мувофиқ. Бунда таъкидлаш зарурки, номолиявий фаолият юритувчи институтлар (яъни товар ва маҳсулотлар ишлаб чиқарувчи ва номолиявий хизматлар кўрсатувчи фирмалар) молия инжиниринги В. Бочаров³³⁷ томонидан батафсил берилган.

³³⁶ Давлат томонидан яратилдиган инновациялар қуйидаги шакллarda бўлиши мумкин: давлат ва жамиятнинг ривожланиш модели, қонуний-меърий ҳужжатлар, иқтисодий меъёрлар, лицензион талаблар, макроиқтисодий, макромолиявий ва ҳудудий ривожланиш кўрсаткичлари, давлатнинг турли йўналишдаги сиёсатлари ва дастуurlари, мулкчилик тизими параметрлари, миллий бозор инфратузилмаси ва ҳ.к.

³³⁷ Бочаров В. В. Финансовый инжиниринг. - СПб.: Питер, 2004. - 400 с.

4.3.1. Банк молия инжиниринги хусусиятлари³³⁸

Банк молия инжинирингининг (БМИ) асосий хусусияти – бу КМИнинг тижорат банклари фаолиятига ихтисослаштирилганлиги, яъни БМИ конкрет ҳолда КМИнинг банк фаолиятига ихтисослаштирилган шакли, банкни инновацион барқарор, хавф-хатарсиз ва рақобатбардош ривожлантирилиши билан боғлиқ молиявий инновациялар яратиш ва банк амалиётига жорий қилиш, интеллектуал молиявий инновациядан реал наф берувчи инновацион капиталга трансформация ва трансфер қилиш.

Банк фаолияти йўналишларидан келиб чиқадиган хусусиятлар: банкнинг эгалари (мулкдорлари, акциядорлари), шериклари ва ички регулятив механизмига қаратилган БМИ, банк миқозларига қаратилган БМИ, очиқ молия бозорларидаги операцияларга қаратилган БМИ. Бунда БМИ қуйидагиларни таъминлаш хусусиятига эга:

- банклар томонидан кўрсатиладиган молиявий хизматларнинг сони ва сифатини ошириш, тижорат банкининг ликвидлилиги ва молиявий барқарорлигини таъминлаш имконини бериб, бунда БМИнинг бош мақсади – инновацион банк маҳсулотларини яратиш ва такомиллаштириш йўли билан қўшимча фойда олиш, инновацион банк маҳсулотларда риск, даромадлилик ва ликвидлик ўртасидаги оптимал нисбатни таъминлаш;

- банкларда, биринчи навбатда, уларнинг депозит базасини етарлилигини таъминлаш, бунинг учун трансакцион депозитларнинг брутто депозитлар ҳажмидаги салмоғининг 30 фоиздан ошишига йўл қўймаслик, депозитларнинг кредит операцияларига йўналтирилган қисмига нисбатан Германия банк амалиёти тажрибаларига таянган ҳолда лимитлар жорий қилиш (Германияда муддатли депозитларнинг 60 фоизи, трансакцион депозитларнинг 10 фоизи кредит операцияларига йўналтирилади);

- банк ва унинг миқозли манфаатларига мос келадиган турли хилдаги банк маҳсулотлари билан миқозларни молиявий таъминлаш;

- янги банк молиявий инструментлари ва молиявий технологияларини ишлаб чиқиш ва банк амалиётига жорий этиш ҳамда мавжуд инструментлар ва технологиялар ёрдамида мавжуд

³³⁸ Давронов Ш.З. иштирокида ёзилган.

муаммоларни ҳал этиш учун янги ёндашувларни ижодий қидириб топиш;

- банк бизнесининг стратегияси бўлиб, молиявий инструментлар ва молиявий технологияларни ишлаб чиқиш йули билан ички ва ташқи омиллар таъсири муҳитининг ўзгаришини ҳисобга олган ҳолда мавжуд ва бўлғуси миқозларнинг эҳтиёжларини юқори даражада қондириш (бунда КМИ сингари БМИнинг уч тури амалга оширилади: жорий БМИ; стратегик ривожланиш БМИ; инқирозли БМИ).

Ўзбекистон шароитида мустақиллик йиллари давомида банк молиявий инновацияларининг кескин тус олиш даври бўлди. Ушбу молиявий инновациялар давлатнинг изчил ва босқичма-босқич ислохотлари билан ҳамоҳанг бўлиб (яъни, турли омиллар таъсирида юзага келадиган маркоиктисодий ўзгаришлар молия инжиниринг инновацияларини келтириб чиқаради, ўз навбатида бундай ўзгаришларга ушбу инновациялар жавоб реакцияси сифатида таъсир кўрсатади), тижорат банклари томонидан давлатнинг макроиктисодий ва монетар сиёсатлари доирасида тадбиқ этилган қуйидаги инновацион маҳсулотларни келтириш мақсадга мувофиқ.

Банк пластик карталари. Банкларнинг дастлаб пластик карта воситалари инновация сифатида 1993 йиллардан бошлаб киритилган бўлиб, ҳозиргача уларнинг тури ва сони анча кўпайди (4.10-жадвал).³³⁹ Ушбу жадвал маълумотларидан кўринадикки, 2005-2010 йилларда республикада банклари томонидан чиқарилган пластик карточкалар ва терминаллар сони, пластик карточкалар ҳисоб рақамларига ўтказилган суммалар юқори ўсиш суръатларига эга бўлган. Бу эса, банкларнинг ушбу инновацион маҳсулотига бўлган талабнинг тобора ошиб бораётганлигидан далолат беради.

Муомаладаги пластик карталар сони 2009 йилда 1 млн. 560 минг донга кўпайиб, 2010 йил бошига келиб, 6 млн. 58 мингтани ташкил қилди. 2009 йилда пластик карталар ёрдамидаги амалга оширилган операциялар ҳажми ўтган йилга нисбатан 3 баробарга кўпайди.

³³⁹ Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг 1994 йил 24 майдаги «VIZA» дебёт ва кредит карталарини муомалага чиқаришни жадаллаштириш чора-тадбирлари тўғрисида»ги Қарори асосида Ўзбекистон Республикаси тижорат банклари томонидан чет эл валютасида пластик карталар воситасида ҳажмат кўрсатиш йўлига қўйилди. Бошқа турдаги пластик карталарни киритилиши қуйидагилар билан белгиланган: Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг 2002 йилнинг 26 ноябридаги «Юридик ва жомеий шахсларни рўйхатдан ўтказишни ҳамда улар томонидан сарф фаволити амалга оширилишини тартибга солиш чора-тадбирлари тўғрисида»ги Қарори, 2004 йилнинг 24 сентябрдаги «Пластик карталар асосида ҳисоб-китоблар тизимини янада ривожлантириш чора-тадбирлари тўғрисида»ги Қарори.

**Ўзбекистон Республикаси тижорат банклари томонидан
муомалага чиқарилган пластик карточкалар³⁴⁰**

Курсаткич	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Карточкалар умумий сони, минг дона	2099	3219	3711	4498	6058	7909
Иш ҳақи бўйича карточкалар сони, минг дона	1445	1793	2001	2594	3546	4235
Корпоратив карточкалар сони, минг дона	3,5	4,6	6,4	7,9	14,1	19,2
Пластик карточкалар ҳисоб рақамларига ўтказилган сумма, млрд. сўм	290	376	700	1384	3846	5700
Савдо ва хизмат кўрсатиш пунктларига ўрнатилган терминалларнинг умумий сони	11016	14277	17752	27504	60631	70600

Бунга 2009 йилдаги август ойидан бошлаб Ўзбекистон Республикаси Адлия Вазирлигида 2009 йил 27 июлда 1986-сон билан рўйхатга олинган «Тўлов терминаллари билан жиҳозлаш ва аҳоли билан пул ҳисоб-китобларини амалга оширишда уларни қўллаш тартиби тўғрисида» Марказий банкнинг Низоми жорий этилганлиги ёрдам берди. Натижада муомаладаги тўлов терминаллари сони 2010 йилда ўтган даврга нисбатдан 2,2 баравар кўпайди³⁴¹. Ушбу кўрсаткични мамлакатимиз тижорат банклари томонидан «VIZA» картларни муомалага чиқарганлари билан ҳам исботлаш мумкин. Бугунги кунда Ташки Иқтисодий фаолият Миллий банки, Ўзсаноатқурилишбанк, ЎзҚДБ банк, АТ «Капитал банк», АТБ «Траст банк», АТИБ «Ипак йўли» ва АТ «Турон банк»лари томонидан «VIZA» карталари фаол амалиёти йўлга қўйилган. Бундан ташқари АТИБ «Ипак йўли» томонидан замонавий карта ҳисобланмиш China UnionPay карталари муомалага чиқарилиб дунёнинг барча ривожланган мамлакатларда мазкур карта эгаларига фойдаланиш учун қулайлик яратилган. Лекин, шу ўринда қайд этиш жоизки, республикамызда банкларнинг пластик карточкалар воситасидаги тўлов хизматини амалга оширишда ечимини топмаган муаммолар мавжуд. Жумладан, республикамызда, асосан, «Дуэт» тизимидаги пластик карточкалар қўлланилмоқда. Ушбу пластик карточкалар «of-line» режимида ишлайди ва бажарилган амалиётларни инкассация қилиниш

³⁴⁰ Ўзбекистон Республикаси Марказий банкнинг маълумотлари асосида муаллиф томонидан тузилди.

³⁴¹ Ўзбекистон иқтисодий, статистик бюллетени маълумотлари асосида янгиладди.

давригача ҳужалик субъектлари орасидаги туловлар кечикиб амалга оширилишига олиб келмоқда. «VIZA» картлар эса «on-line» режимида ишлайди ва замонавий маҳсулот ҳисобланади.

Депозит (омонат) сертификатлари. Тижорат банкларнинг ресурс базасини мустаҳкамлаш ва банк айланмасига жисмоний шахсларнинг бўш пул маблағларини кенг жалб қилиш банклар томонидан инновацион маҳсулотларни муомалага чиқаришни талаб қилмоқда. Ушбу молиявий маҳсулотлар сифатида банк депозит (омонат) сертификатларни қайд этиш мумкин. Аҳамиятлиси шундаки, тижорат банклари томонидан депозит сертификатларини сотилиши эвазига жалб қилинган маблағларнинг маълум бир қисми Марказий банкнинг мажбурий заҳира фондига йуналтирилмайди ва тулик банк ихтиёрида қолади.

Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2007 йил 7 ноябрдаги ПҚ-726 сонли «Банк тизимини янада ривожлантириш ва бўш пул маблағларини банк айланмасига жалб этиш чоратадбирлари тўғрисида»ги Қарори талабларига мувофиқ 2008 йилнинг 1 январидан бошлаб 3 йил муддатга юридик шахсларнинг тижорат банкларининг депозитларига ва қарз қимматли қоғозларига 1 йилдан ортиқ муддатга жойлаштиришдан олинган фойзли даромадлари солиқ солишдан озод этилиши банклар томонидан депозит сертификатлар орқали ресурс базаларини барқарорлаштириш чоралари кўрилди ҳамда ҳукуматимиз томонидан берилган имтиёзлар эвазига 2008 йилда тижорат банклари томонидан депозит сертификатларни чиқарилишини жадаллаштирилди.

Сўнгги йилларда ҳукумат қарорлари ва республика тижорат банклари томонидан омонатларнинг янги жалбдор турларини жорий этиш юзасидан олиб борилган фаол иши аҳоли ва ҳужалик юритувчи субъектларнинг банклардаги жамғармалари янада ўсишига ёрдам берди. 2008 йил ноябр ойидан бошлаб фуқароларнинг омонатлари бўйича 100 фойзлик давлат кафолати жорий этилиши тижорат банклари ресурс базасини кенгайтирувчи муҳим омил бўлди. 2009 йилда аҳолининг кредит ташкилотларидаги омонатлари қолдиги 2008 йилга нисбатан 1,7 баробарга кўпайиб, 2010 йил 1 январ ҳолатига 2914 млрд. сўмни ташкил этди. Жумладан 2008-2010 йиллар мобайнида қатор банклар томонидан ютуқли ва бонусли омонат сертификатлари муомалага чиқарилиши аҳоли орасида мазкур молия инструментларни харид қилиш

жалбдорлигини оширди. Бунда, банклар томонидан муомалага киритилган депозит (омонат) сертификатларнинг асосий шартлари сифатида, мижоз муддатидан олдин сертификатни сундирмаганда, ушбу сертификат суммасига бонус қўшилиши ва моддий буюмлар кўринишидаги ютуқлар тиражида қатнашиш ҳуқуқига эга бўлишлари қайд этилган.

Лизинг амалиёти. Ўзбекистон Республикаси банкларида лизинг амалиёти жадал суръатлар билан ривожланиб бормокда (4.11-жадвал).

Ушбу 4.11-жадвал тенденциялари шаклланишига қуйидаги омиллар таъсир кўрсатди:

- 2003 йилдан бошлаб Ўзбекистон Республикаси Марказий банки қайта молиялаш ставкасининг пасайиш тенденциясига эга бўлгани;

- 2003-2007 йиллар мобайнида Ўзбекистон Республикаси Марказий банки томонидан тижорат банкларининг муддатли депозитларига нисбатан ўрнатилган мажбурий захира ставкаларининг пасайиши.

4.11-жадвал

Лизинг бозори ништирокчиларининг лизинг битимлари ҳажми ва даражаси.³⁴²

Кўрсаткичлар	Йил					
	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Тижорат банкларининг лизинг битимлари умумий ҳажми, млн. АҚШ долл.	10,2	19,2	46,4	80,2	93,6	245,1
Тижорат банклари умумий кредит портфелида лизинг битимлари умумий ҳажми, %	23,5	23,6	43,1	47,3	35,2	33,0

2008 йилдан бошлаб, лизинг кредитлари фоиз ставкаларининг нисбатан паст ва барқарор даражасини сақлаб туриш орқали хўжалик юритувчи субъектларнинг, шу жумладан, кичик бизнес субъектларининг инвестицион харажатларини молиялаштиришни рағбатлантириш сиёсати олиб борилмокда.

4.11-жадвалда келтирилган маълумотлардан кўринадики, 2004-2009 йиллар мобайнида тижорат банклари томонидан берилган лизинг кредитлари ҳажми ўсиш тенденциясига эга бўлган.

³⁴² Обзор сектора лизинговых услуг в Узбекистане по итогам 2009 года. Экономический обзор МФК, АЛУ, Prime Rating. – Ташкент, 2010. – С. 4-6.

Бу эса, лизинг операцияларининг жалбдорлигини тобора ошиб бораётганлигидан далолат беради.

Айни вақтда, тижорат банкларининг лизинг бозоридаги улуши камайиб бормокда. 2008 йилда ушбу кўрсаткич 35,2 фоизни ташкил этган бўлса, 2009 йилда 33,0 фоизни ташкил этди. Бу эса, лизинг компанияларининг лизинг бозоридаги улушининг ортганлиги билан изоҳланиб, тижорат банклардан лизинг амалиётини янги инновацион механизм ва турларини тадбиқ этишни тақозо этмокда.

Факторинг операциялари. Ўзбекистон Республикасида факторинг операциялари Марказий банкнинг 2000 йил 15 июлдаги 476-сонли «Ўзбекистон Республикаси ҳудудида тижорат банклари томонидан факторинг операцияларини амалга ошириш тартиби тўғрисида»ги Низомга мувофиқ тартибга солинади. Низомга мувофиқ, факторинг банк хизматларининг бир тури бўлиб, у корхоналарни кредитлаш операциясига муқобил хизмат тури ҳисобланади.

Биз қуйидаги 4.12-жадвал маълумотлари орқали республикада тижорат банклари факторинг кредитларининг даражаси ва динамикасига баҳо беришимиз мумкин.

4.12-жадвал

Ўзбекистон Республикаси тижорат банклари томонидан мижозларга берилган факторинг кредитлари даражаси ва динамикаси³⁴³

Кўрсаткичлар	Йил бошига				
	2006	2007	2008	2009	2010
Банклар томонидан берилган факторинг кредитлари, млрд.сумда	22,8	50,8	57,4	52,0	31,0
Факторинг кредитларининг банкларнинг умумий кредитлари ҳажмидаги салмоғи, %	0,6	1,3	1,2	0,8	0,4

Ушбу 4.12-жадвал маълумотларидан кўринадики, 2006-2010 йиллар мобайнида республикада тижорат банклари томонидан берилган факторинг кредитларининг жами кредитлар ҳажмидаги салмоғи паст даражада қолган.

Бунда 2010 йилгача банклар томонидан берилган факторинг кредитлари пасайиш тенденциясига эга. Бу маълумотлар

³⁴³ Ўзбекистон Республикаси Марказий банкнинг статистик маълумотлари асосида муаллиф томонидан ҳисобланди.

банкларнинг факторинг хизмати амалиётининг ривожланмаётганлигидан далолат беради.

Корпоратив (субординар) облигациялар. Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2010 йил 6 апрелдаги «Банк тизимининг молиявий барқарорлигини янада ошириш ва инвестициявий фаоллигини кучайтириш чора-тадбирларлари туғрисида»ги ПҚ-1317-сонли, ҳамда 2009 йил 28 июлдаги «Тижорат банкларининг инвестиция лойиҳаларини молиялаштиришга йўналтириладиган узоқ муддатли кредитлари улушини купайтиришни рағбатлантириш борасидаги қўшимча чора-тадбирлар туғрисида»ги ПҚ-1166-сонли Қарорлари республикамыз тижорат банкларига қўшимча ресурс базасини мустаҳкамлаш имкониятларини яратди.

Мамлакатимиз тижорат банкларига узоқ муддатли облигацияларни чиқаришга рухсат берилганлиги уларнинг узоқ муддатли ресурс базасини мустаҳкамлаш йўлида муҳим қадам бўлди. Жумладан, 2010 йил якунига биноан банклар томонидан умумий қиймати 201,7 млрд. сўм миқдоридаги ва амал қилиш муддатлари 4 йилдан 10 йилгача бўлган узоқ муддатли корпоратив облигацияларини чиқариш учун стимул вазифасини бажарди. Шу билан бирга, банкнинг умумий капиталини оширувчи субординар облигацияларни чиқарилиши банкларимиз инновацион муҳитини ташкил этиб келмоқда. Ўзбекистон Республикаси Адлия Вазирлигида 2000 йил 26 апрелда рўйхатидан ўтган «Тижорат банклари капиталининг етарлигига қўйиладиган талаблар туғрисида»ги Низомга биноан субординар қарз, бу банкнинг қарз мажбуриятлари шакли бўлиб, тижорат банкнинг иккинчи даражали капитали таркибига кирази ва ўз навбатида банкнинг регулятив капиталини оширади. Қарзни тўлаш муддати етиб келгунга қадар охириги 5 йил давомида йилига 20 фоизга камайиб бориши шарти мавжудлиги унинг узоқ муддатлилигини таъминлайди.

Бугунги кунда Ўзбекистон Республикаси Ташки Иқтисодий Фаолият Миллий банкнинг 65,0 млрд. сўмлик, Ипак йўли банкнинг 3,2 млрд. сўмлик ва Капитал банкнинг 7,5 млрд. сўмлик субординар облигациялари давлат рўйхатидан ўтиб, республикамыз салоҳиятли инвесторлар орасида жойлаштирилган.

Бунда маълумот сифатида айтсак, Россия банкларини инқироздан чиқариш дастури асосида субординар қарз амалиётидан кенг фойдаланган. Россиянинг Марказий банки, миллий фаровонлик фонди билан биргаликда 2020 йилгача йиллик 8 % ставкада

950 млрд. рубл микдорида тижорат банкларнинг барқарорлигини оширишга кредитлар ажратилди. Шундан 500 млрд. рубли Марказий банк ҳисобидан, 450 млрд. рубли эса миллий фаровонлик фонди маблағлари ҳисобидан берилди³⁴⁴. Субординар кредитлар банклардан 2020 йилга қадар қайтариб олинмаслик шарти билан берилган бўлиб, бу уларнинг барқарорлик даражасини ошишига хизмат қилади.

Банкларнинг банкрот корхоналар фаолиятини қайта тиклаш ва молиявий барқарорлигини ошириш фаолияти. Ўзбекистон Республикаси Президентининг банк тизимини янада ислоҳ қилиш ва эркинлаштириш чора-тадбирлари тўғрисидаги 2005 йил 15 апрелдаги ПҚ-56-сонли Қарорини, «Иқтисодиёт реал сектори корхоналарининг молиявий барқарорлигини янада ошириш чора-тадбирлари тўғрисида» ПФ-4053-сонли Фармонини бажариш мақсадида, ўтган давр мобайнида республикамиз тижорат банклари томонидан банкрот корхоналарнинг мол-мулкни банк балансига қабул қилиш, улар негизида банкнинг шўба корхоналарини ташкил этиш ва ишлаб чиқариш фаолиятини тиклаш борасида муайян ишлар амалга оширилди. Айни пайтда, 2009-2012 йилларга мўлжалланган инқирозга қарши чора-тадбирлар дастури ва 2011-2015 йилларда саноатни ривожлантириш дастури республикамиз молия-банк тизимини ислоҳ қилиш ва барқарор ривожлантиришни ҳамда яқин келажакда инновацион иқтисодиётта ўтишни³⁴⁵ тақазо этади.

Республикамиз банклари учун инновацион амалиёт – банкрот корхоналарни банк балансига қабул қилиб, уларни самарали бошқарувини ташкил этиш – асосида йирик банklar томонидан 6 бошқарувчи компаниялар ташкил этилди (ОАЖ «NBU Invest Group», ОАЖ «NBU Investment», «Asaka Invest», «Agro Invest Improvement», «Agro Invest Recovery», «PSB Industrial Investment»).

Бунда олиб борилган ишлар натижасида банklar балансига қабул қилинган иқтисодий ночор корхоналардан 56-таси умумий қиймати 592 млрд. сўмга янги салоҳиятли инвесторларга сотилди. Банklar томонидан модернизация қилинган ва қайта тикланган корхоналар томонидан умумий қиймати 53,1 млрд. сўмлик маҳсулот ишлаб чиқарилган ва хизматлар кўрсатилган, жами

³⁴⁴ Кузнецова О, Писемная Е, Шингел А, Павлов А. Две трети бюджета // Ведомости. 199, 2008.

³⁴⁵ Чепель С.В и авторская группа. Экономический рост и инновации: теория, практика и моделирование // Исследовательский проект Института Прогнозирования и Макроэкономических Исследований при поддержке Программы развития ООН. Ташкент, 2010.

7,6 млн. АҚШ долларлик экспорт амалга оширилган бўлиб, 7,4 минг янги иш уринлари ташкил этилган. Ушбу ишларни амалга оширишида банклар томонидан жами 73,6 млрд. сумлик маблағлар инвестиция қилинган³⁴⁶. Лекин фаолияти тикланган корхоналар ишлаб чиқарилган маҳсулотларининг экспорти салмоғи пастлигича қолмоқда.

Банкларнинг қимматли қоғозлар бозорида профессионал фаолияти маҳсуллари. Тижорат банкларнинг қимматли қоғозлар бозорида фаол профессионал иштирокчилиги 2000 йилнинг бошида банкларга андеррайтинг фаолиятига руҳсат этилганидан сўнг сезиларли жадаллашди. Банкларнинг андеррайтерлик фаолият кўрсатишлари бўйича асосан қимматли қоғозлар бозоридаги эмитентларнинг корпоратив облигацияларини кафолатли ва кафолатсиз жойлаштиришлари билан боғлиқ бўлиб, бугунги кунгача қуйидаги банклар ушбу бозор иштирокчилари ҳисобланадилар (4.13-жадвал).

4.13-жадвал

Ўзбекистон Республикаси тижорат банкларининг 2009 йилгача бўлган даврдаги андеррайтерлик фаолияти³⁴⁷

Андеррайтерлар	Ҳажми млн. сумда	Бозордаги улуши	Эмиссия сони
Ўзмиллийбанк	2 000,0	18%	1
АТ «Капитал банк»	1 490,0	13%	3
АТИБ «Ипотека банк»	1 000,0	9%	1
ДАТ «Асака банки»	500,0	4%	1
АИТБ «Ипак йўли»	90,0	1%	2
Андеррайтерлар жалб қилинмаган	6035	55%	64

Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2007 йил 7 ноябрдаги ПҚ-726-сонли Қарорига биноан банк фаолиятини амалга ошириш лицензиясига эга бўлган тижорат банклари қимматли қоғозлар бозорида профессионал иштирокчи вазифасини бажариши учун алоҳида лицензия талаб этилмайди. Бугунги кунда тижорат банкларининг қимматли қоғозлар бозорида етакчи профессионал иштирокчилари сифатида фаолият юритишлари учун профессионал

³⁴⁶ Предприятия-банкроты обретают вторую жизнь, газета «Бизнес-вестник Востока» №68-69 (1281-1282) 26 августа 2010 года;

³⁴⁷ Ўзбекистон Республикаси Қимматли қоғозлар фаолиятини мувофиқлаштириш ва назорат қилиш марказининг статистик маълумотлари асосида муаллиф томонидан ҳисобланди.

кадрлари, техник ва мижоз база, капиталнинг етарлилиги ва бошқа шароитлар мавжуд. Ушбу муносабат тижорат банкларнинг андерайтерлик, брокерлик, депозитар, инвестицион маслаҳатчи каби хизматларини амалга оширишга хизмат қилиши зарур.

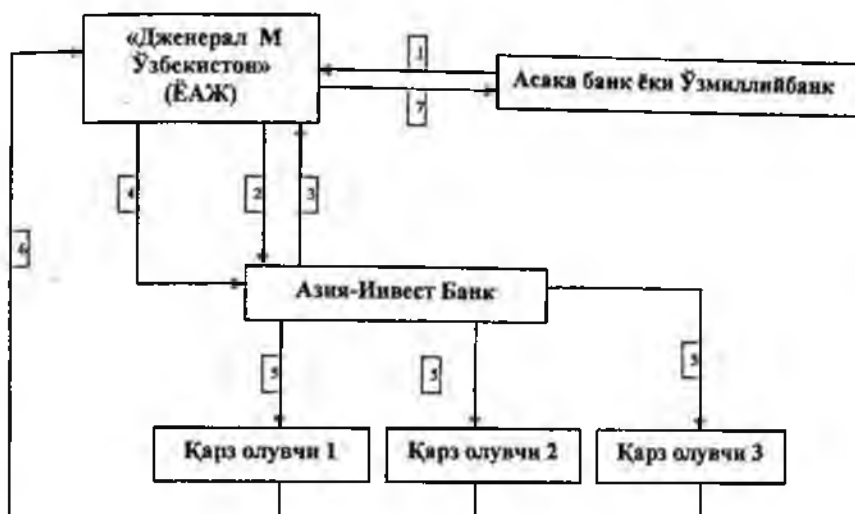
Банклар ва компанияларнинг ўз қимматли қоғозларини чиқаришлари асосида уларнинг низом жамғармаларини борган сари ортиб бориши ва иккиламчи бозорнинг ривожланиши башоратли равишда уларга хизмат кўрсатишга бўлган талаб ортиб бориши билан характерланади.

Бугунги кунда тижорат банклари замонавий қимматли қоғозлар бозорида фаол ишлашлари учун барча имконият ва шарт-шароитлар мавжуд.

Банкларнинг мамлакат экспорт салоҳиятини оширишдаги инновацион амалиёти. Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2008 йил 28 ноябрдаги ПФ-4058-сонли Фармони талаблари ҳамда Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг 659-ф-сонли Фармонишга асосан, 2009 йилда "Дженерал Моторс Ўзбекистон" ЁАЖга экспортёр-жамияти сифатида кредит кўмаги амалга оширилди. Ушбу қарорларга биноан, ТИФ Миллий банки 25,0 млн. АҚШ доллари миқдоридаги пул маблағларини ДАТБ «Асака» банкига депозит сифатида жойлаштириб, ушбу маблағлар эвазига ДАТБ «Асака банки», «Дженерал Моторс Ўзбекистон» ЁАЖга асосий суммани қайта тиклаш ва йиллик тулови 6 фоиздан кўп бўлмаган шартлар асосида мақсадли кредит ажратиш кўзда тутилди. «Дженерал Моторс Ўзбекистон» ЁАЖ томонидан ушбу жалб қилинган пул маблағлари эвазига Россия Федерациясидаги АТБ «Азия-Инвест Банк» томонидан чиқарилган муомала муддати 180 кунлик векселлари сотиб олинди.

АТБ «Азия-Инвест Банк»и ўз векселларини сотишдан тушган пул маблағлари эвазига «Дженерал Моторс Ўзбекистон» ЁАЖ Россиядаги ҳудудий дистрибуторларини кредитлашга қаратди ва экспорт шартномаларини ўтказиш учун олдиндан туловлар сифатида харажатлар амалга оширилди. Мазкур амалиётни 4.1-расм орқали изоҳлаш мумкин.³⁴⁸

³⁴⁸ 4.1-расмда: 1 - Қарз олувчи 1, Қарз олувчи 2 ва Қарз олувчи 3; 2 - Молиявий қарз олиниши (кредит, қарз); 3 - Азия-Инвест Банк векселларини Джи Эм Ўзбекистон томонидан сотиб олиниши; 4 - Азия-Инвест Банк векселларини сотилиши; 5 - Азия-Инвест Банк векселларини олинган кредит бўйича гаровга олиниши; 6 - Кредит берилиши; 7 - Автоматичалар бўйича товар етказувчиларнинг пулларини туланиши («Джи Эм Ўзбекистонга»); 8 - Молиявий ёрдамнинг қайтарилиши.



4.1-расм. Автомашина экспортини молиялаштириш схемаси

Россия Марказий банки белгиллаган бир ёки бир-бири билан алоқадор гуруҳ қарздорларига бериладиган заёмнинг максимал rischi нормативи қоидаларини бузмаслик учун «Дженерал Моторс Ўзбекистон» ЁАЖ томонидан сотиб олинган векселлар ўз навбатида, АТБ «Азия-Инвест Банк» томонидан кредитланган ҳудудий дистрибьюторлар учун гаров вазифасини ўтаб келмоқда.

4.1-расм бўйича молиялаштириш схемаси орқали амалга оширилган амалиёт 2009 йил мобайнида 30,9 млн. АҚШ доллари миқдоридаги 5676 донга автомашиналарни экспорт қилинишини таъминлади.

Умуман олганда, юқорида келтирилган инновацион маҳсулотлар банкларнинг молиявий йил якунлари бўйича олинadиган фойдасига ва брутто даромадлари таркибига сезиларли таъсир кўрсатди. Ушбу фикрни республика тижорат банклари йиллик ҳисоботларининг маълумотлари асосида шаклланган қуйидаги 4.14-жадвал орқали таҳлил этамиз.

4.14-жадвал маълумотларидан кўриниб турибдики, банкларнинг инновацион маҳсулотлари йил якуни даромадига сезиларли таъсир кўрсатмоқда.

**Ўзбекистон Республикаси тижорат банкларининг
инновацион маҳсулотларни муомалага тадбиқ этишдан
олинган даромадлари таркиби ва динамикаси**³⁴⁹

Банк инновацион маҳсулотлари турлари	Йиллар							ўзгариш
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	
Муомалага киритил- ган пластик карта- лар ҳисобига олинган даромад	1,16	1,63	1,92	4,43	7,60	16,51	25,02	24,31
Депозит (омонат) сер- тификатлар ҳисобига олинган даромад	0,32	3,99	7,41	8,55	28,55	3,80	4,18	3,77
Лизинг, факторинг ва ипотека кредит- лари ҳисобига олин- ган даромад	23,6	17,6	28,1	36,8	72,0	110,5	121,8	105,0
Корпоратив облига- циялар ҳисобига олинган даромад	0,43	0,43	0,43	0,47	0,95	2,47	38,32	37,88
Бошқа инновацион маҳсулотлар ҳисобига олинган даромад	0,59	0,87	1,35	1,52	1,76	1,65	1,92	1,58
Жорий йил даромади	62,2	54,6	59,1	141,7	181,5	308,1	348,2	316,9

2003-2010 йиллар мобайнида ҳукуматимизнинг оқилона иқтисодий сиёсати доирасида республикаимиз тижорат банклари томонидан инновацион маҳсулотларни тадбиқ этилишидан олинган даромадлари бир неча маротаба ортганидан далолат беради.

Шуниси аҳамиятлики, юқоридаги таҳлил қилинган давр мобайнида тижорат банкларнинг жорий даромадлилиги 10 баро-барга ортган бўлиб, 2010 йилда 2004 йилга нисбатан даромад-лилиги 316,9 млрд. сўмни ташкил этди. Ушбу олинган даромад таркибида банклар томонидан курсатилган хизматлар ва тадбиқ этилган инновацион маҳсулотларнинг салоҳияти сезиларли нисбатдаги даражасини ташкил этади.

Юқоридаги натижаларга кўра қуйидаги хулосаларга келиш мумкин:

1. Ўзбекистон тижорат банклари экспансион-инновацион ривожланиш характериға эға, яъни мавжуд шароитдан келиб чиқиб, мамлакатимиз иқтисодиётига хос ва тараққиётнинг «Ўзбек модели»

³⁴⁹ Ўзбекистон Республикаси тижорат банкларининг йиллик ҳисобот маълумотлари асосида муаллиф томонидан ҳисобланди.

вадиялар трансферидан³⁵¹ фарқ қилади. Масалан, молиявий инновация (маҳсулот)лар ўз трансфери учун узоқ муддатни талаб қилмайди, қайтим самараси тез ва юқори, куп сарф-харажатни талаб қилмайди, патентланмайди, муаллифлик ҳуқуқи танминланилишини талаб қилади.

Трансфер ва тижоратлаштириш инфратузилмаси ўз ичига банк молия инженерини, унинг инновацияларига талабгор тарафларни (воситачи ва махсус бўлим ҳам бўлиши мумкин) ва инновацияларни экспертиза (аудит) қилувчиларни, ахборот тизимини, мутасадди давлат органларини (қўллаб-қувватловчи ва регулятор сифатида), умуман олганда молиявий инновациялар бозоридаги уларнинг ўзаро муносабатлари тизимини олади.

Бунда банклар таркибида конфиденциал фаолият юритувчи БМИ ва унинг инновациялари трансфери бўлим очилиши назарда тутилади. Бундай бўлим ҳозирда ривожланган чет эл банкларининг, инвестиция ва суғурта компаниялари, таркибида самарали фаолият юритмоқда.

Банкларда молиявий инновацияларни ишлаб чиқиш ва ўзлаштириш учун қулай шароитлар яратилса, уларнинг рақобатбардошлилиги ортади.

КМИ сингари БМИ инновациялари трансфери ва тижоратлаштириш муваффақиятини қуйидаги омиллар белгилайди:

- молия инженери;
- инновацион молиявий маҳсулот (молия инженерини лойиҳаси)нинг янгилиги, етуқлиги, ўз вақтидалиги, афзаллиги, тижоратбоплиги;
- молиялаштириш манбаларининг қизиқиши ва тайёрлиги даражаси;
- инновацион молиявий маҳсулотга талабгор шаҳе ёки ташкилотнинг лойиҳани амалга оширувчи менежменти савияси.

ТМИ, жумладан КМИ ва БМИ, маҳсулоти экспертизаси (аудити) — бу ташкилот, корхона ёки уларнинг тармоқ бўлимлари эга бўлган ва тижоратлаштирилиши мумкин бўлган молиявий инновацион маҳсулотга, молия инженерига таҳлилий баҳо бериш жараёни.

³⁵¹ Модели управления научно-инновационной деятельностью вуза/ Вахобов А.В., Пузанков Д.В., Кутузов В.М., Муравьев А.В., Шестопалов М.Ю., Рыжов Н.Г., Терентьева И.С., Шохзамидий Ш.Ш.-Т.: Iqisod-moliya, 2006.-242 с..

Трансфер жараёнида молия инженери ва унинг маҳсулотидан фойдаланувчилар ўртасида мулкӣ-молиявий муносабатларни ҳуқуқӣ тартибга солишсиз мумкин эмас. Шунинг учун молия инжиниринги маҳсулотлари трансфери учун махсус меъёрий-ҳуқуқӣ база алоҳида аҳамиятга эга.

Трансфер жараёни инновацион молиявий маҳсулот лойҳа-сининг иқтисодий салоҳияти ва қонунийлиги бўйича қуйидаги мезонлар асосида экспертиза қилишдан бошланади¹⁵²:

- аналоглар билан таққосланганда ҳақиқий афзалликлар;
- молиявий маҳсулотларни тайёрлаш ёки ўзлаштириш босқичларининг давомийлиги;
- тижоратбоплик даражаси;
- ҳуқуқӣ статус ва мавжуд қонунчиликка мос келиши;
- натижаларни апробация қилиш (синаш);
- ривожланиш истикболи;
- маҳсулотнинг истеъмол хусусияти ва бозор сегменти ҳажми ҳамда унга бўлган талаб даражаси;
- рақобат шароити ва рисклар.

Айтиш мумкинки, тижоратлаштиришнинг амалдаги тизими трансфернинг самарали шаклларида бири – замонавий тушунчадаги интеллектуал мулк бўлган молиявий инновацияларга эгалик ҳуқуқи шартномаси асосида савдосини фаоллашувига ёрдам беради.

Хозирда молия инжиниринги маҳсулотлари трансфери жараёнлари ва бунда юқорида кўрсатилган бўлимлар барча мамлакатларнинг МКТ қонунӣ-меъёрий ҳужжатлари такомиллашувини ва молиявий муносабатлар такомиллашувини белгиламоқда, рақобатнинг кучайишига сабаб бўлмоқда. Бундай бўлимларнинг мақсади – молия инженери томонидан яратилган инновацион молиявий маҳсулотларини амалиётга жорий қилиш асосида зарурий барқарорлик ва рақобатбардошлилик кўрсаткичларига

¹⁵² Корчагин А. Д., Золотых Н. И., Зубкова Е. А. и др. Правовые аспекты передачи технологий на коммерческой основе. – М.: ИНИЦ Роспатента, 2000, 123 с.; Елдокумова В. Н. Передача технологий: правовое регулирование и правоприменительная практика в Российской Федерации. – М.: ИНИЦ Роспатента, 2001, 128 с.; Бромберг Г. В. Реализация интеллектуальной собственности — условие экономического успеха. – М.: ИНИЦ Роспатента, 1999, 102 с.; Интеллектуальная собственность в терминах и определениях. Терминологический словарь. – М.: МО МАНПО, 2001, 347с.; Калатин В. О. Интеллектуальная собственность (Исключительные права) / Учебник для вузов. – М.: НОРМА (Издательская группа НОРМА-ИНФРА-М), 2000, 480 с.; Фатхкина Л. П., Бутырюн А. Я., Фатхкина Л. Я. Финансово-кредитный механизм стимулирования инновационной деятельности / Учебное пособие. – М.: ИНИЦ, 1998, 61 с.; Шоктяматов Ш. Ш. Основы финансового инжиниринга. – Iqtisod-moliya, 2005.-265 с.

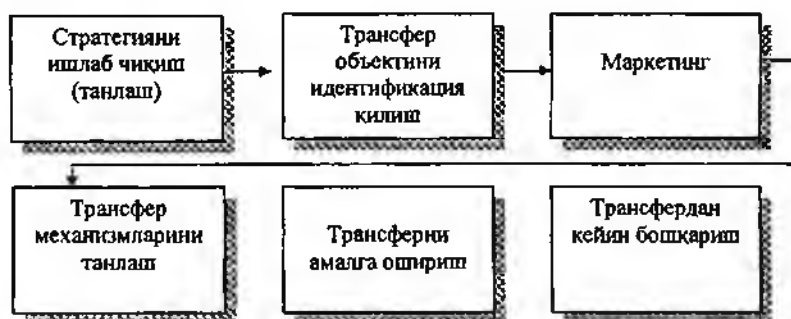
эришиш. Ушбу мақсадга эришиш учун қуйидаги вазифаларни кўрсатиш мумкин:

- молиявий инновациялар трансфери ва тижоратлашуви учун қулай ва зарурий шарт-шароитлар яратиш;
- трансфер ва тижоратлаштириш жараёнини тезлаштириш ва молиялаштириш стратегиясини амалга ошириш;
- молия инженерери интеллектуал мулки қийматини баҳолаш ва уни қонун доирасида самарали бошқариш;
- молиявий инновациялар маркетингини амалга ошириш;
- молиявий инновацияни амалиётга жорий этилиши самарасини мониторинг қилиб бориш, бунинг асосида молия инженерери учун тегишли хулоса ва таклифлар бериш;
- трансфер ва тижоратлаштириш жараёнларини самарали бошқариш.

Бунда бўлим қуйидаги функцияларни бажариши лозим:

- молиявий инновациялар ва рақобатчиларнинг инновацион маҳсулотлари бўйича зарурий ахборотларни йиғиш ва сақлаш, умумий информацион базани шакллантириб ривожлантириб бориш;
- молиявий инновацияларни таҳлилий экспертизасини амалга ошириш, зарурий хулосалар тайёрлаш;
- молиявий инновациялар ва уларнинг трансфери қийматини баҳолаш;
- молия инженерери интеллектуал мулки бўйича эгалик ҳуқуқини ҳимоялаш;
- молиявий инновация трансфери ва тижоратлашуви бўйича маркетинг ва менежмент ишларини амалга ошириш ҳамда ҳисоботлар тайёрлаш;
- трансфер жараёнида бошқарув қарорларини қабул қилиш учун информацион-аналитик ва ресурс таъминотини таъминлаш;
- молиявий инновацияларни тижоратлаштириш бўйича презентация, реклама ва промоушн ишларини амалга ошириш;
- молия инженерига унинг ижодий ишларига ёрдам бериб бориш, тайёр молиявий инновацияга талабгор шахслар билан ишлаш;
- молия инжиниринги, трансфер ва тижоратлаштириш жараёнлари учун кадрларни тайёрлаш ва танлаш.

ТМИ, жумладан КМИ ва БМИ, инновациялари трансфери куп босқичли ва фазага жараён бўлиб, уни қуйидагича схематик ифодалаш мумкин (4.2-расм).



4.2-расм. Молиявий инновациялар трансфери босқичлари

ТМИ, жумладан КМИ ва БМИ, инновациялари трансфери бўлими молиявий ижод ва унинг маҳсулотларини амалиётга жорий қилиш (қўллаш) фаолиятини бошқариш тизимининг муҳим элементи (унсури) ҳисобланади.

Бундай бўлим фаолиятини баҳолаш учун қуйидаги кўрсаткичларни қўллаш мумкин:

- молиявий инновацияларни амалиётга қўллашдан олинган даромад (фойда, активлар ва рақобатбардошлиликнинг ўсиши);
- қўшимча жалб қилинган молиявий ресурслар;
- бизнесни кенгайтиш даражаси;
- рақобатбардош мутахассис-кадрлар салоҳиятининг ортиши ва ҳ.к.

Ушбу бўлим фаолиятини мониторинг қилиш молиявий инновациялар самарадорлигини аниқлаш имконини беради.

Юқорида айтилганлар асосида мамлакатимиз тижорат банкларида БМИ инновациялари ва уларнинг трансфери бўлимини ва банк активлари қийматини баҳолаш (БАҚБ) бўлимини ташкил этиш зарур.

БМИ бўлими банк кенгашининг таркибий қисми сифатида банк рақобатбардошлигини таъминлаш мақсадида фаолият юритади. Бунда унинг томонидан яратилаётган инновацион маҳсулот хусусидаги маълумотларнинг махфийлиги таъминланиши лозим. Айнан БМИ маҳсулотлари махфий бўлганлиги ҳамда банк

активларининг бозор қиймати тез ўзгарувчанлиги ва уни бошқариш riskли бўлганлиги сабабли, БАҚБ бўлимини тафтиш комиссияси таркибида очиш мақсадга мувофиқ бўлиб, ушбу бўлим БМИ бўлими билан боғлиқликда ишлаши лозим.

Банклар корпоратив бошқаруви тузилмасида, 2.16-расмга асосланган ҳолда, БМИ бўлимини 4.3-расмда берилган модел кўринишида жорий қилиш мақсадга мувофиқ.



4.3-расм. Банкнинг корпоратив бошқарув тузилмасида БМИ ва БАҚБ бўлимларининг ўрни³⁵³

БМИ бўлими банкнинг молиявий ҳолати, капитали, резервлар таркиби ва банкнинг барча маҳсулотлари хусусида батафсил маълумотларга эга бўлиши учун банкнинг барча ҳужжатларидан фойдаланишига ваколат берилади. БМИ бўлими ўз иш фаолиятини олиб боришида ва яратиладиган ҳар бир алоҳида маҳсулотлари трансферида фақатгина банк кенгашининг конфиденциал қарорлари асосида амалга оширилиши зарур.

БМИ бўлимининг инновацион фаолияти натижалари трансфери банк кенгаши томонидан ташкиллаштирилади ва молиялаштирилади. Бунда зарурий лимитни ва уларни қоплашга резервларни ажратиш банкнинг актив ва пасивларини бошқариш кўмитаси билан келишилади.

БМИ бўлимининг жорий йил харажатлари банк кенгаши сметаси таркибида белгиланади.

БАҚБ бўлимининг жорий йил харажатлари тафтиш комиссияси сметаси таркибида белгиланади.

³⁵³ Муаллиф томонидан таълиф қилинган. 4.3-расмда: BAUY – банк акциядорлари умумий йиғилиши, BK – банк кенгаши, BKR – BK раиси, TK – тафтиш комиссияси, TKR – TK раиси, IO – ички орган, IOR – IO раҳбари, BMI – банк молия инжениринг бўлими, BAQB – банк активлари қийматини баҳолаш бўлими.

Молия инженерларининг даромадлари қуйидаги манбалар ҳисобидан таъминланади:

- молиявий инновация натижасида банк соф фойдасининг ўсган миқдоридан;
- молиявий инновация натижасида банк активининг ўсган миқдоридан.

4.3.2. Суғурта молия инжиниринг хусусиятлари

Суғурта ташкилотлари ўз мижозларининг турли рисклари самарали молиялаштириш орқали олдини олиниши борасида суғурталашнинг турли инновацион маҳсулотларини яратишда молия инженерлари фаолиятига алоҳида эътибор беради. Бунда молия инженерлари узоқ, ўрта ва қисқа муддатли инновацион полисларни яратиб суғурталаш амалиётига жорий қилиш ва инвестицияларини самарали бошқариш асосида суғурта хизматлари ва очиқ молия бозорларидаги рақобатбардошлилигини оширишда ва унинг мижозлари рисклари ва манфаатларини талаб даражасида таъминлашда катта роль ўйнайди. Ушбу йўналиш амалиётининг шаклланиши давомида суғурта хизматлари бозорида борган сари иқтисодий ва молиявий муносабатларнинг ривожланиб ва такомиллашиб бориш жарёнининг ҳар бир муайян даврида янгидан янги суғурта маҳсулотлари — полислар, ритейл, қайта суғурталаш, операцион техника, қимматли қоғозлар, инвестицион портфел, суғурта менежменти ва маркетинги, риск-менежмент, актуарий, суғурталаш хизматлари ва сиёсатининг шакллари ва турларининг яратилиши ёки такомиллаштирилиб борилиши ва бунда уларнинг ҳар бирига мос келувчи янги усуллар, тамойил ва моделлар, дастак ва йўсинлар, инструментлар, технология ва схемалар, механизмлар ва ҳ.к. воситалар — пайдо бўлиб борган. Буларнинг барчаси ва суғурта соҳаси молия инженериясига дахлдор мутахассислар³⁵⁴ сабъ-харакати билан 1.1-параграфда берилган 5- ва 8-гуруҳ концептуал йўналишларнинг ўзига хос терминологик аппарати ва методологиясини ҳамда унинг бир талай тарафдорлари гуруҳини шаклланишига олиб келди.

³⁵⁴ Масалан, Ivanov S.S. Risk insurance theory and practice (на англ. языке). -М.: Ангол, 2010.-496 с.; O. P. Agarwal. Innovations in Banking and Insurance. -Himalaya, 2009; Ben G. Baldwin. The Complete Book of Insurance: The Consumer's Guide to Insuring Your Life, Health, Property and Income, Revised Edition.- Irwin Professional Publishing, 1996.-275 p.; Хейлсма Джеймс М.Увлеченный агент: практическое пособие для страховых агентов. -М.: Волтерс-Клувер, 2008; Федорова Т.А. Страхование.-М.: Магистр, 2008.-1006 с. ва бошқалар.

Ушбу концептуал йўналиш амалиётининг инновацион маҳсулотлари XX-аср давомида жаҳон суғурта компаниялари бозори ҳажми ва рақобатини кескин ошишига, информацион-коммуникацион технологияларни кенг жорий қилинишига, капиталларнинг глобал оқимини кучайишига, суғурта рискларини диверсификацияланишига, суғурта синдикатлари, суғурта холдинглари ва суғурта-саноат гуруҳлари, молиявий глобаллашув жараёнларини кескин ривожлантирилишига олиб келди. Бундай ижобий тенденциялар билан бирга суғурта бозорларида бир қатор салбий ҳолатлар ҳам вужудга келди, масалан, хаддан ташқари спекулятив операциялар, мижозлар учун курашнинг кўпол йўллари, суғурта «қўпиги» ва «пирамида»лар, бошқа суғурта компанияларини ютиб юбориш ва сунъий банкротликка дучор қилишлар, натижада молиявий инкирозлар ва уларнинг салмоғи кўпайди, беқарорликлар ва глобал риск кучайди.

Хулоса тарзида айтиш мумкинки, бунда ҳам мазкур 5-гуруҳ концептуал йўналиши амалиёти ва унинг маҳсулотлари ўзига хос хусусиятларга, камчилик ва ижобий тарафларга эга эканлиги, уларни Ўзбекистон шароитида тараққиётнинг «Ўзбек модели»га мос давлатнинг ижтимоий-иқтисодий сиёсатида мақбул бўлган мамлакат суғурта хизматлари бозори учун алоҳида ишлаб чиқилган методология асосида қўллашни тақозо этади. Чунки, уларни мамлакатдаги мавжуд фундаментал омилларни тўлиқ ҳисобга олмасдан тўғридан-тўғри қўллаш глобал инкирозлар гирдобига тўлиқлигича тортиб кетиш ва ўта ривожланган мамлакатлар суғурта хизматлари бозорларига қарамлик ҳолати эҳтимолини кучайтиради.

Суғурта молия инжинирингининг (СМИ) асосий хусусияти — бу КМИнинг суғурта ташкилотлари (СТ) фаолиятига ихтисослаштирилганлиги, яъни СМИ конкрет ҳолда КМИнинг СТ фаолиятига ихтисослаштирилган шакли, СТни инновацион барқарор, хавф-хатарсиз ва рақобатбардош ривожлантирилиши билан боғлиқ молиявий инновациялар яратиш ва суғурта амалиётига жорий қилиш, интеллектуал молиявий инновациядан реал наф берувчи инновацион капиталга трансформация ва трансфер қилиш.

Суғурта фаолияти йўналишларидан келиб чиқадиган хусусиятлар: СТнинг эгалари (мулкдорлари, акциядорлари), шериклари ва ички регулятив механизмига қаратилган СМИ, СТ мижозларига қаратилган СМИ, суғурта ва умуман очик молия бозорларидаги

операцияларга қаратилган СМИ. Бунда СМИ қуйидагиларни таъминлаш хусусиятига эга:

- СТлари томонидан кўрсатиладиган суғурта хизматларининг сони ва сифатини ошириш, СТларининг ликвидлиги ва молиявий барқарорлигини таъминлаш имконини бериб, бунда СМИнинг бош мақсади – инновацион суғурта маҳсулотларини яратиш ва такомиллаштириш йўли билан қўшимча фойда олиш, инновацион суғурта маҳсулотларида риск, даромадлик ва ликвидлилик ўртасидаги оптимал манфаатли нисбатни таъминлаш;

- СТларида, биринчи навбатда, уларнинг капитали етарлилигини ва зарурий капитализациясини таъминлаш;

- СТ ва унинг миқдори манфаатларига мос келадиган турли хилдаги суғурта маҳсулот (полис)лари билан миқдорлар рискинни самарали бошқариш;

- янги суғурта маҳсулотларини ишлаб чиқиш ва СТ амалиётига жорий этиш ҳамда мавжуд инструментлар ва технологиялар ёрдамида мавжуд муаммоларни ҳал этиш учун янги ёндашувларни ижодий қидириб топиш;

- СТ бизнесининг стратегияси бўлиб, суғуртанинг мақбул маҳсулотларини ишлаб чиқиш йўли билан ички ва ташқи омилар таъсири муҳитининг ўзгаришини ҳисобга олган ҳолда мавжуд ва бўлғуси миқдорларнинг эҳтиёжларини юқори даражада қондириш (бунда КМИ сингари СМИнинг уч тури амалга оширилади: жорий СМИ; стратегик ривожланиш СМИ; инқирозли СМИ).

СТлари корпоратив бошқаруви тузилмасида СМИ ва СТ активлари қийматини баҳолаш (СТАҚБ) бўлимларини 4.3-расмда берилган модел кўринишида жорий қилиш мақсадга мувофиқ. СМИ маҳсулотлари махфий бўлганлиги ҳамда СТ активларининг бозор қиймати тез ўзгарувчанлиги ва уни бошқариш рискли бўлганлиги сабабли, СТАҚБ бўлимининг тафтиш комиссияси таркибида очиш мақсадга мувофиқ бўлиб, ушбу бўлим СТ кузатувчи кенгаши таркибига кирувчи СМИ бўлими билан боғлиқликда ишлаши лозим.

Ўзбекистон шароитида мустақиллик йиллари давомида СТлари молиявий инновацияларининг кескин тус олиш даври бўлди. Ушбу молиявий инновациялар давлатнинг изчил ва босқичма-босқич ислохотлари билан ҳамоҳанг бўлиб (яъни, турли омилар таъсирида юзага келадиган макроиқтисодий ўзгаришлар молия инжиниринг инновацияларини келтириб чиқаради, ўз

навбатида бундай ўзгаришларга ушбу инновациялар жавоб реакцияси сифатида таъсир кўрсатади), СТлари томонидан давлатнинг босқичма-босқич макроиктисодий ва монетар сиёсатларига мос равишда ривожланиш босқичларини келтириш мақсадга мувофиқ.

Мустақиллик туфайли Ўзбекистонда СТлари ва уларнинг маҳсулотлари ривожланиши учун қулай шарт-шароитлар яратилди. Ижтимоий-иктисодий ҳаётнинг барча жабҳаларида амалга оширилган кенг қамровли ислохотлар суғуртанинг ривожланишига улкан имкониятлар туғдирди. Ўтган 20 йил мобайнида СТларининг фаолият йўналишлари ва иш услублари тубдан ўзгарди. СТлари ривожланишини шартли равишда тўрт босқичга ажратиш мумкин.

Биринчи босқич 1991-1994 йилларни ўз ичига олади.

Бозор шароитида суғурта фаолиятининг шаклланиши 1991 йилнинг ноябр ойида «Мол-мулкларни давлат тасарруфидан чиқариш ва хусусийлаштириш тўғрисида» Қонуннинг қабул қилиниши билан боғлиқ бўлиб, унга кўра Ўзбекистон Республикасида кенг миқёсда давлатга тегишли бўлган корхоналарни ижарага топшириш, уларни хусусийлаштириш ва акциядорлик жамиятларига айлантириш жараёни бошланди.

Маълумки, илгари ҳамма корхоналар давлатнинг ихтиёрида бўлганлиги туфайли, уларни ҳар хил нохуш ҳодисалардан суғурта қилишга эҳтиёж бўлмаган. Сабаби, ушбу корхоналарга суғурта ҳодисалари натижасида зарар етказилса, бу зарарлар давлат маблағлари ҳисобидан бемалол қопланаверар эди. Аммо, юқорида таъкидлаганимиздек, мол-мулкларни давлат тасарруфидан чиқариш ва хусусийлаштириш натижасида нодавлат секторида минглаб корхоналарни пайдо бўлиши, ўз-ўзидан суғурта хизматларига бўлган талабни сезиларли равишда оширди. Негаки, илгариги тажрибадан фарқли ўлароқ, нодавлат секторидаги корхоналар стихияли ҳодисалар туфайли зарар кўрганда, бу зарарлар давлат бюджети маблағлари ҳисобидан қопланмайди.

Умуман олганда, амалга оширилган иктисодий ислохотлар суғурта тизимини тубдан ўзгартириб юборди. Давлат суғурта ташкилотларига рақобатбардош хусусий секторда мустақил суғурта компаниялари вужудга кела бошлади. Бу шубҳасиз, уларнинг фаолиятини тартибга соладиган махсус қонун қабул қилишни талаб этди. 1993 йилнинг 6 майида Ўзбекистон Республикаси Олий Кенгаши (ҳозирги Олий Мажлис) «Суғурта тўғрисида» қонун қабул қилди. Ушбу қонун суғуртани ривожлантиришнинг, суғурта

хизматлари бозорини шакллантиришнинг ҳуқуқий асосларини, республикани ижтимоий-иқтисодий ривожлантиришда суғуртанинг мавқеи ва ўрнини белгилаб беради, фуқаролар ва юридик шахсларнинг суғурта хизматларига бўлган талаблари тулиқроқ қондирилишини кафолатлайди, суғурта муносабатлари барча иштирокчиларининг манфаатлари ҳимоя қилиниши ва мажбуриятларига риоя этилишини таъминлайди. Бунда мазкур қонунда давлат суғуртасининг монополиясига барҳам берилди. Бошқача сўз билан ифодалганда, давлат суғурта компаниялари ва нодавлат суғурта компаниялари учун тенг шароитлар яратилди.

1992-1994 йилларда иқтисодиётнинг барча бўғинларида монополияга барҳам берилиш ва хусусийлаштириш жараёни кучайишига қарамасдан, Ўзбекистон суғурта бозорида давлат суғурта муассасаларининг устунлиги сақланиб қолди. Мамлакатнинг шаҳар ва қишлоқ жойларидаги асосий суғурта операциялари Ўзбекистон Молия вазирлиги ҳузуридаги давлат суғурта Бош бошқармаси ва унинг жойлардаги бўлинмалари томонидан амалга оширилди. Статистик маълумотларга кўра, 1992 йилда давлат суғурта ташкилотлар томонидан жами 2415,1 млн. рубл миқдорида суғурта бадаллари йиғиб олинган. Бу кўрсаткич 1991 йилда йиғиб олинган суғурта бадалларидан уч марта кўпдир. Агар, ушбу даврда суғурта бадаллари таркибини чуқурроқ таҳлил қиладиган бўлсак, умумий ҳажмда шахсий суғуртанинг улуши кам эканлигини кўрамиз. Хусусан, 1991 йилда суғурта бадалларининг умумий ҳажмда шахсий суғуртанинг улуши 38,5 фоизни ташкил этган бўлса, 1992 йилда бу кўрсаткич – 16,2 фоизни ташкил этди. Бунинг асосий сабаби, пулнинг қадрсизланиши ва ўша пайтда ижтимоий-иқтисодий ҳаётда рўй берган тангликлар билан боғлиқдир. Шахсий суғурта тури бўйича 1990 йилда 6915,9 минг шартномалар тузилган бўлса, бу кўрсаткич 1992 йилда 2624,0 мингни ташкил этди ёки шартномалар сони 2,6 мартага камайди³⁵⁵.

1993-1994 йиллар давомида суғурта соҳасида монополиядан чиқарилиш жараёни бир мунча тезлашди. 1994 йил охирларида мамлакат нодавлат секторида 60 дан ортиқ суғурта компаниялари фаолият кўрсата бошлади. 1993 йилда давлат суғурта компаниялари томонидан жами 26892,8 млн. рубл миқдорида суғурта бадаллари йиғиб олинган ва унинг қарийб 81,3 фоизи мажбурий суғурта

³⁵⁵ Ўзбекистон Республикаси Молия вазирлиги ҳузуридаги собиқ Давлат суғурта бош бошқармасининг йиллик ҳисоботида олинган. 1993 йил.

турларидан келиб тушган. Аниқроқ қилиб айтсак, ушбу келиб тушган мажбурий суғурта бадалларининг 79,4 фоизи ёки 21,4 млрд. рубли қишлоқ хўжалик корхоналарининг мол-мулкани суғурта қилишдан келиб тушган. Мол-мулкларни ихтиёрий суғурта қилиш ва шахсий суғурта турлари бўйича келиб тушган бадаллар умумий суғурта тушумларида тегишли равишда 7,3 ва 9,4 фоизларни ташкил этди³⁵⁶.

1992 йил бошларида Ўзбекистонда нодавлат секторида унга яқин суғурта компаниялари фаолият кўрсатди. Улар, давлат СТларидан фарқли ўларок, амалдаги суғурта қилиш қоидаларини анча такомиллаштирдилар. Жумладан, суғурта бадали ставкасини камайтирган ҳолда суғурта жавобгарлиги ҳажмини кенгайтирдилар. 1992 йил давомида мамлакатда «Умид» қўшма суғурта ташкилоти, «Инобат», «Ишонч», «Темир йўлчи» каби бир қатор нодавлат суғурта компаниялари турли хил суғурта операцияларини амалга оширдилар.

1993-1994 йилларда нодавлат суғурта компаниялари ичида энг кўп суғурта операцияларини амалга оширган ҳамда энг дастлабки нодавлат секторидаги СТларидан бири – «АРК суғурта гуруҳи»дир. Бу компания илк марта 1991 йилнинг 21 февралда «АСТРОВАЗ» номи билан Россиялик ҳамкорлар ёрдамида ташкил этилди. 1992 йилнинг январь ойида Россиялик ҳамкорлар таъсисчилар сафидан чиқарилди. Шу йилнинг 24 июнида «АСТРОВАЗ» ёпиқ акциядорлик жамиятига айлантирилди. 1993 йилнинг март ойидан бошлаб бу ташкилот «АРК суғурта гуруҳи» деб атала бошланди. Унинг Устав фонди бугунги кунда 1,0 млрд. сўмдан ортиқдир. Мазкур ташкилот ҳозирги пайтда Ўзбекистон суғурта бозорида муваффақият билан фаолият кўрсатмоқда. У, асосан, фуқароларнинг ҳаётини суғуртаси, мамлакат ҳудудларида аккредитация қилинган чет давлатлар ваколатхоналари, элчихоналарининг мол-мулкани суғурталаш билан шуғулланмоқда.

«АРК суғурта гуруҳи» билан бир қаторда 1992-1994 йилларда «Умид» Осиё суғурта компанияси ҳам нисбатан фаол суғурта қилиш ишларини амалга оширдилар. Бу компаниянинг асосий таъсисчилари Ўзбекистон Республикаси хом-ашё биржаси ва Покистон Ислом Республикасидан бўлган ҳамкорлардир. Ушбу компания дастлаб, экспорт-импорт юklarини, транспорт

³⁵⁶ Ўзбекистон Республикаси Молия вазирлиги ҳузуридаги собиқ Давлат суғурта бош бошқармасининг йиллик ҳисоботидаги олинган. 1995 йил.

воситаларини суғурталашга ихтисослашди. Кейинчалик «Умид» Осиё суғурта компанияси тижорат банклари томонидан берилган кредитларни ўз вақтида қарз олувчилар томонидан қайтариб бера олмаслик таваккалчилигини суғурта қила бошлади. Ҳозирги пайтда «Умид» суғурта компанияси ўз фаолиятини юритмаяпти.

Юқорида баён этилганлар шундан далолат берадики, Ўзбекистон суғурта хизматлари бозорида давлат СТлари билан бир қаторда хусусий, акциядорлик ва бошқа мулк шаклидаги хусусий суғурта компаниялари ҳам рақобат асосида фаолият кўрсатишлари мумкин.

Суғурта компаниялари тараққиётининг иккинчи босқичи 1995-2001 йилларни ўз ичига олади. Бу даврда бевосита давлат иштирокида йирик суғурта компаниялари ташкил этилди. Хусусан, «Мадад» суғурта агентлигини алоҳида тилга олиш жоиз.

Бу агентлик Ўзбекистон Республикаси Президентининг «Хусусий тадбиркорлик ва кичик бизнесни суғуртавий ҳимоя қилиш бўйича агентликни ташкил этиш тўғрисида» 1995 йил 26 июлдаги Фармониға биноан ташкил этилган ва бугунги кунда муваффақиятли фаолият кўрсатаяпти³⁵⁷.

Агентлик очиқ акциядорлик жамияти бўлиб, унинг асосий муассислари Ўзбекистон Республикаси Ташқи иқтисодий фаолият миллий банки, «Ўзсаноатқурилишбанк», «Тадбиркорбанк» (ҳозир Микрокредитбанкға айлантирилган) ва бошқа бир қатор тижорат банклари ҳамда ташкилотлардир. Кичик бизнес ва хусусий тадбиркорлик субъектларига, шунингдек, аҳолиға ҳамда иқтисодиёт бошқа тармоқлари корхоналарига суғурта хизматларини кўрсатиш агентлигининг асосий фаолият йўналишлари бўлиб ҳисобланади.

«Мадад» суғурта агентлиги, дастлабки ташкил этилган йилларидаёқ, мамлакатимизда тадбиркорлик ҳаракатини қўллаб-қувватлашда, айниқса кичик бизнес субъектларига «Бизнес-фонд» томонидан ажратилган кредитларға суғурта кафолатларини бериш ҳамда уларни имтиёзли тарифлар асосида суғурта қилишда муҳим роль ўйнади. Ҳозирги кунда ушбу агентлик республикамизнинг барча вилоятларида, Қорақалпоғистон Республикасида ўз филиалларига эға. Агентликда юқори малакали мутахассисларнинг

³⁵⁷ Ўзбекистон Республикаси Президентининг 1995 йил 26 июлдаги «Хусусий тадбиркорлик ва кичик бизнесни суғуртавий ҳимоя қилиш бўйича «Мадад» суғурта агентлигини ташкил этиш тўғрисида» Фармони. – «Халқ сўзи» газетаси, 1995 йил 27 июль.

мавжудлиги суғурта фаолиятини мунтазам такомиллаштириб бориш, янги суғурта хизматларини жорий этишда катта омил бўлаяпти.

Ўзбекистонни жаҳон ҳамжамиятга тобора интеграциялашуви, ўз навбатида, суғурта хизматлари кўрсатиш даражасини халқаро андозаларга мослаштиришни талаб этади. Шунингдек, ватанимиз иқтисодиётига жалб этилаётган чет эл инвестицияларини суғуртавий ҳимоя қилиш ва четга экспорт қилинаётган маҳсулотларни сиёсий ҳамда тижорат рискларидан суғурта қилиш тизимини яратиш утган аср 90-йилларининг ўрталарида дозарб аҳамият касб эта бошлади. Бунини эътиборга олиб, Ўзбекистон Республикаси Президенти 1997 йилнинг 18 февralида «Ўзбекинвест» экспорт-импорт миллий суғурта компаниясини ташкил этиш тўғрисида»ги Фармонга имзо чекди. Ушбу ҳужжатга кўра, собиқ «Ўзбекинвест» миллий суғурта компанияси негизда ташкил этилган янги ташкилотнинг устав капитали 60,0 млн. АҚШ доллари миқдорида белгиланди. Бугунги кунда унинг устав капитали тулиқ шакллантирилган. Компаниянинг асосий муассислари Ўзбекистон Республикаси Молия вазирлиги ва Ташқи иқтисодий фаолият миллий банкидир.

1997 йилнинг 14 мартда Вазирлар Маҳкамасининг қарори билан ташкил этилган «Кафолат» давлат-акциядорлик суғурта компанияси суғурта операциялари ҳажми ва устав капитали миқдори жиҳатидан республикамиздаги йирик суғурта компаниялари таркибига киради.

Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг «Суғурта фаолиятини давлат томонидан тартибга солиш тўғрисида» 1998 йил 8 июлдаги қарорига мувофиқ, Ўзбекистон Республикаси Молия вазирлигига давлат суғурта назорати функцияси юклатилди ва шу муносабат билан унинг марказий аппаратида Суғурта назорати давлат инспекцияси ташкил этилди.

Учинчи босқич 2002-2007 йилларни ўз ичига олади. Бу даврда "Суғурта фаолияти тўғрисида"ги Ўзбекистон Республикаси Қонуни қабул қилинди. Ўзбекистон Республикаси Президентининг "Суғурта бозорини янада эркинлаштириш ва ривожлантириш чоратадбирлари тўғрисида" 2002 йил 31 январдаги ПФ-3022-сон Фармони қабул қилинди. Унга мувофиқ ҳамда суғурта тизимини ривожлантиришни рағбатлантириш, суғурта компанияларининг моддий-техника базасини ва молиявий барқарорлигини мустаҳкам-

лаш, уларнинг минтақавий ваколатхоналарини кенгайтириш ва аҳолининг суғурта ташкилотларига бўлган ишончини ошириш мақсадида Вазирлар Маҳкамаси «Суғурта хизматлари бозорини янада ривожлантириш чора-тадбирлари тўғрисида» 2002 йилнинг 27 ноябрида 413-сонли қарор қабул қилди.

2006-2010 йиллар мобайнида нодавлат секторидида кўплаб суғурта компаниялари ташкил этилди. Унга мисол тариқасида «Finans Sug'urta», «Standard Insurance», «Global Insurance Group» каби суғурта компанияларини келтириш мумкин.

Навбатдаги босқич 2008-2010 йилларни ўз ичига олади. Аввало, 2008 йил 22 апрелда Ўзбекистон Республикасининг «Транспорт воситалари эгаларининг фуқаролик жавобгарлигини мажбурий суғурталаш тўғрисида»ги қонуннинг қабул қилиниши янги босқични бошлаб берди. 2008 йил 22 октябрдан мазкур қонун кучга кирди ва бутунги кунда аксарият транспорт воситалари эгалари ўз фуқаролик жавобгарликларини мажбурий равишда суғурта қилдирганлар. 2009 йил 17 мартда «Иш берувчиларнинг жавобгарлигини мажбурий суғурталаш тўғрисида»ги қонун матбуотда эълон қилинди ва кучга кирди. Бу қонунга мувофиқ барча корхона, ташкилот раҳбарлари – иш берувчилар ўз фуқаролик жавобгарликларини суғурта қилдиришлари шарт.

2011-2015 йилларга мўлжалланган босқич 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 доирасида давлатнинг модернизация ва фаол инвестиция сиёсати³⁵⁸ билан боғлиқ бўлиб, бунда СТлари фаолиятини такомиллаштиришга алоҳида эътибор берилган.

Ушбу қарорларга кўра, 2011 йилдан бошлаб Ўзбекистон Республикаси саноатини ҳамда молия-банк тизимини ислоҳ қилишни чуқурлаштириш ва барқарорлигини ошириш мақсадида банклар ва бутун молия тизими, жумладан суғурта тизими, фаолиятига ёндашувларни тубдан ўзгартириш учун 2011-2015 йилларга мўлжалланган асосий йўналишлар ва чоралар белгилаб олинган.

³⁵⁸ Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2010 йил 15 декабрдаги ПҚ-1442-сонли «2011-2015 йилларда Ўзбекистон Республикаси саноатини ривожлантиришнинг устувор йўналишлари тўғрисида»ги Қарори.

Юқоридагиларни умумлаштириб таъкидлаш зарурки, суғурта хизматларининг ҳар бири Давлат томонидан изчил амалга оширилган иқтисодий ислохотларнинг ҳар бир босқичида Ўзбекистон суғурта бозорини босқичма-босқич ривожлантириш мақсадида жорий қилинган инновацион суғурта маҳсулотлари бўлган. Бундай маҳсулотлар эвазига суғурта бозори асосий курсаткичлари бўйича босқичма-босқич ривожланган (4.15-жадвал).

4.15-жадвал

Суғурта ташкилотларининг ривожланиш динамикаси³⁵⁹

	2000	2005	2006	2007	2008	2009	2010
СТлари сони	27	25	26	27	30	33	34
Суғурта туловлари ҳажми, млрд.сум	2,7	4,7	6,9	7,9	14,2	20,7	27,0
Суғурта мукофотлари ҳажми, млрд.сум	8,3	42,6	44,6	72,3	87,1	146,1	171,4
Суғурта мажбуриятлари ҳажми, млрд.сум	1720,6	18900	м.й.	м.й.	м.й.	54786,9	69139,7
Суғурта мукофотлари ўсиши суръатлари, %	20	30	16	45,5	18	62,2	81,6
Суғурта туловларининг ўсиш суръатлари, %	1	5	7	4,5	3	8,3	8,4
Туловларнинг мукофотларга нисбати	13,7	14,7	15,5	10,9	16,3	13,9	13,8
Мукофотларнинг ЯИМдаги улуши, %	0,3	0,25	0,23	0,28	0,18	0,17	0,16
СТ инвестициялари ҳажми, млрд.сум	40,9	163,9	4,9	6,1	5,9	270,4	298,8

Шу билан бирга, 4.15-жадвалдаги тенденциялар таҳлилидан СТларнинг иқтисодийётдаги роли пасайиб борганини ҳам кўриш мумкин. Бунга сабаб, фикримизча, СМЙ маҳсулотларига ихтиёрий талабнинг ханузгача пастлиги, СТларнинг суғурта хизматлари бозорида ва унинг инновациялари соҳасида профессионал сусткашлиги.

³⁵⁹ Манба: Молия вазирлиги маълумотлари.

4.3.3. Фонд бозори профессионал институтлари молия инжиниринги хусусиятлари

Фонд бозори профессионал институтлари молия инжиниринги 1.3-параграфдаги 1.1-жадвалнинг кўпроқ 1-, 3-, 6- ва 8-гурӯх концептуал йўналишлари бирикмаси сифатидаги КМИ шакли деб билиш мумкин. Бундаги молиявий инновациялар фонд бозори профессионал институтларининг бир вақтда савдо предмети (ликвид товар) ва капитали бозор қийматини ошириш воситаси бўлиши мумкин.

Ушбу институтлар молия инженерларининг инновацион маҳсулотларни яратиш жараёни уларнинг фаолияти хусусиятларидан келиб чиққан ҳолда миждларининг молиявий муаммоларига узвий боғланган ҳолда фундаментал омиллар ва фонд бозори конъюнктураси тенденциялари ва муаммолари таъсири остида кечади.

Фонд бозори профессионал институтлари молия инжиниринги 1.3-параграфдаги 1.1-жадвалнинг кўпроқ 1-, 3-, 6- ва 8-гурӯх концептуал йўналишлари бўйича жаҳон амалиёти ва унинг маҳсулотлари ўзига хос хусусиятларга, камчилик ва ижобий тарафларга эга эканлиги, уларни Ўзбекистон шароитида ривожланишнинг «Ўзбек модели»га мос давлатнинг ижтимоий-иқтисодий сиёсатида мос равишда мамлакат фонд бозори шароитларига ихтисослаштирилган шаклларда қўллашни тақозо этади. Чунки уларни мамлакатдаги мавжуд фундаментал омилларни тўлиқ ҳисобга олмасдан тўғридан-тўғри қўллаш глобал инқирозлар гирдобига тўлиқлигича тортиб кетиш ва ўта ривожланган фонд бозорларига қарамлик ҳолати эҳтимолини кучайтиради.

Умуман олганда, фонд бозори профессионал институтлари молия инжинирингининг (ФБИМИ) асосий хусусияти – бу КМИнинг фонд бозори профессионал институтлари (ФБИ) фаолиятига ихтисослаштирилганлиги, яъни ФБИМИ конкрет ҳолда КМИнинг ФБИ фаолиятига ихтисослаштирилган шакли, ФБИни инновацион барқарор, хавф-хатарсиз ва рақобатбардош ривожлантирилиши билан боғлиқ молиявий инновациялар яратиш ва ФБИлари амалиётига жорий қилиш, интеллектуал молиявий инновациядан реал наф берувчи инновацион капиталга трансформация ва трансфер қилиш.

ФБИлари фаолияти йўналишларидан келиб чиқадиган хусусиятлар: ФБИнинг эгалари (мулкдорлари, акциядорлари), шериклари ва ички регулятив механизмига қаратилган ФБИМИ, ФБИ мижозларига қаратилган ФБИМИ, фонд бозоридаги операцияларга қаратилган ФБИМИ. Бунда ФБИМИ куйдагиларни таъминлаш хусусиятига эга:

- ФБИлари томонидан кўрсатиладиган хизматлар сони ва сифатини ошириш, ФБИ молиявий барқарорлигини ва қимматли қоғозлари ликвидлигини таъминлаш имконини бериб, бунда ФБИМИнинг бош мақсади – ФБИлари инновацион маҳсулотларини яратиш ва такомиллаштириш йўли билан қўшимча фойда олиш, инновацион маҳсулотлар бўйича риск, даромадлилик ва ликвидлик ўртасидаги оптимал нисбатни таъминлаш;

- ФБИларида, биринчи навбатда, уларнинг капитали етарлигини ва зарурий капитализациясини таъминлаш;

- ФБИ ва унинг мижози манфаатларига мос келадиган турли хилдаги молиявий маҳсулотлар билан мижозлар манфаатини таъминлаш;

- янги молиявий маҳсулотларни ишлаб чиқиш ва ФБИ амалиётига жорий этиш ҳамда мавжуд инструментлар ва технологиялар ёрдамида мавжуд муаммоларни ҳал этиш учун янги йўللарни ижодий қидириб топиш;

- ФБИ бизнесининг стратегияси бўлиб, фонд бозорининг самарали ва мақбул маҳсулотларини ишлаб чиқиш йўли билан ички ва ташқи омиллар таъсири муҳитининг ўзгаришини ҳисобга олган ҳолда мавжуд ва бўлғуси мижозларнинг эҳтиёжларини юқори даражада қондириш (бунда КМИ сингари ФБИМИнинг уч тури амалга оширилади: жорий ФБИМИ; стратегик ривожланиш ФБИМИ; инқирозли ФБИМИ).

ФБИлари корпоратив бошқаруви тузилмасида ФБИМИ ва ФБИ активлари қийматини баҳолаш (ФБИАҚБ) бўлимларини 5.3-расмда берилган модел кўринишида жорий қилиш мақсадга мувофиқ. ФБИМИ маҳсулотлари махфий бўлганлиги ҳамда ФБИ активларининг бозор қиймати тез ўзгарувчанлиги ва уни бошқариш riskли бўлганлиги сабабли, ФБИАҚБ бўлимини тафтиш комиссияси таркибида очиш мақсадга мувофиқ бўлиб, ушбу бўлим ФБИ кузатувчи кенгаши таркибига кирувчи ФБИМИ бўлими билан боғлиқликда ишлаши лозим.

Ўзбекистоннинг мустақиллик йиллари давомида миллий фонд бозори ва унинг профессионал институтлари асосан хусусийлаштириш ҳажмлари ва суръатлари ҳамда давлатнинг инвестиция ва модернизация сиёсатлари таъсири остида босқичма-босқич ривожланмокда (яъни 1992-1995 йиллар давомида шаклланган, бир неча босқичларда – 1996-1998 йй., 1999-2002 йй., 2003-2005 йй., 2006-2007 йй., 2008-2011 йй. – такомиллашиб борган). Бунда давлат томонидан белгилаб берилган қимматли қоғозларнинг турлари – акциялар, давлат облигациялари ва корпоратив облигациялар, банк қимматли қоғозлари (сертификатлари) – жорий қилинган бўлиб, бу ҳолат фонд бозори институтлари молия инжиниринги ривожланишига сезиларли таъсир кўрсатмаган. Шу билан бирга, бу ҳолат ҳамда ФБИларининг суёт фаолияти ва бунга мос равишда уларнинг молиявий инновациялари жуда камлиги миллий фонд бозорининг асосий кўрсаткичлари ва иқтисодиётдаги ролини (7-илова) ҳам сезиларли оширгани йўқ.

4.3.4. Ихтисослашган молия институтларининг инжиниринги хусусиятлари

Умуман олганда, ихтисослашган молия институтлари молия инжинирингининг (ИМИМИ) асосий хусусияти – бу КМИнинг алоҳида тартибга солинувчи профессионал фаолияти молия-кредит соҳаси (МКС)да ихтисослаштирилган молия институтлари (ИМИ) фаолиятига мослаштирилганлиги, яъни ИМИМИ конкрет ҳолда КМИнинг ИМИ фаолиятига ихтисослаштирилган шакли, ИМИни инновацион барқарор, хавф-хатарсиз ва рақобатбардош ривожлантирилиши билан боғлиқ молиявий инновациялар яратиш ва ИМИлари амалиётига жорий қилиш, интеллектуал молиявий инновациядан реал наф берувчи инновацион капиталга трансформация ва трансфер қилиш.

Бунда айтиш жоизки, ИМИ туркумига лизинг ва венчур компаниялари, кредит уюшма (иттифоқ)лари, ломбардлар, микрокредит ташкилотлари, пенсия ва бошқа фондлар, жумладан давлат ва подавлат поғижорет фондиари киради. Уларининг ҳар бирининг фаолияти ўзинча бўлганини сабабни, бу институтлар ИМИМИ ҳам улар фаолияти хусусиятларига мос равишда амалга оширилади. Лекин бу институтларнинг умумий жиҳати – бу уларнинг МКС таркибидан ИМИларни қамшиш.

ИМИлари фаолияти йўналишларидан келиб чиқадиган хусусиятлар: ИМИнинг эгалари (мулкдорлари, акциядорлари), шериклари ва ички регулятив механизмига қаратилган ИМИМИ, ИМИ мижозларига қаратилган ИМИМИ, молия бозорларидаги операцияларга қаратилган ИМИМИ. Бунда ИМИМИ куйдагиларни таъминлаш хусусиятига эга:

- ИМИлари томонидан кўрсатиладиган хизматлар сони ва сифатини ошириш, ИМИ молиявий барқарорлиги ва даромадлилигини таъминлаш имконини бериб, бунда ИМИМИнинг бош мақсади — ИМИлари инновацион маҳсулотларини яратиш ва такомиллаштириш йўли билан қўшимча фойда олиш, инновацион маҳсулотлар бўйича риск, даромадлилик ва ликвидлилик ўрта-сидаги оптимал нисбатни таъминлаш;

- ИМИларида, биринчи навбатда, уларнинг капитали етарлигини ва зарурий капитализациясини таъминлаш;

- ИМИ ва унинг мижози манфаатларига мос келадиган турли хилдаги молиявий маҳсулотлар билан мижозлар манфаатини таъминлаш;

- янги молиявий маҳсулотларни ишлаб чиқиш ва ИМИ амалиётига жорий этиш ҳамда мавжуд инструментлар ва технологиялар ёрдамида мавжуд муаммоларни ҳал этиш учун янги йўللارни ижодий қидириб топиш;

- ИМИ фаолиятининг стратегияси бўлиб, молия бозорларининг мақбул ва самарали маҳсулотларини ишлаб чиқиш йўли билан ички ва ташқи омиллар таъсири муҳитининг ўзгаришини ҳисобга олган ҳолда мавжуд ва бўлғуси мижозларнинг эҳтиёжларини юқори даражада қондириш (бунда КМИ сингари ИМИМИнинг уч тури амалга оширилади: жорий ИМИМИ; стратегик ривожланиш ИМИМИ; инқирозли ИМИМИ).

Ўзбекистоннинг мустақиллик йиллари давомида миллий ИМИлари асосан давлатнинг ижтимоий-иқтисодий ва монетар сиёсатлари таъсири остида босқичма-босқич ривожланмоқда. Хусусан олганда, хусусий пенсия фондлари ва селенг компаниялари жорий қилинмаган, венчур компаниялари ва фондлари йўқ, кредит уюшмалари 2011 йилда қаттиқ назоратга олиниб фаолият механизми такомиллаштирилмоқда. Лекин, бунга қарамаздан лизинг, микрокредит ва ломбард фаолиятлари (4.16-жадвал) ҳамда давлат пенсия фонди, бошқа турдаги бюджетдан

ташқари фондлар ва нодавлат нотижорат (жамотчилик) фондлар сезиларли ривожланмоқда.

ПМИларининг ривожланиш динамикаси³⁶⁰ 4.16-жадвал

Кўрсаткичлар	2002	2005	2007	2009	2010
Кредит уюшмалари сони	м.й.	24	55	103	116
Микрокредит ташкилотлар сони	0	0	13	32	35
Ломбардлар сони	м.й.	7	24	48	58
Лизинг компаниялари сони*	15	28	49	86	86

Бунда давлат томонидан белгилаб берилган молиявий инструментлар ва тартиб-қоидалар катъий жорий қилинган бўлиб, бу ҳолат ИМИМИ инновациялари спектри кенгайишини тартибга солиб турибди. Шу билан бирга, бу ҳолат ИМИларининг фаол фаолияти, лекин уларнинг иқтисодийдаги роля пастлигини билдиради.

4.4. Индивидумлар ва уларнинг уй ҳужалиги нано молия инжиниринги хусусиятлари

Уй ҳужаликлари молиясини хавф-хатарсиз ва барқарор ривожланиши жараёнлари ўзгарувчан турли риск ва омиллар комплекс таъсири остида Давлатнинг ижтимоий-иқтисодий, жумладан инвестиция, сиёсати доирасида тизимли молия инжиниринги (ТМИ) концепциясига (1.1-параграф) асосланган давлат молия инжиниринги (4.1-параграф) ва муниципал молия инжиниринги (4.2-параграф) билан боғлиқ равишда уйғунлашган индивидумлар ва уларнинг уй ҳужалиги, яъни нано молия инжиниринги (НМИ) ва унинг шахсий (аҳоли) инновацияларига (маҳсулотларига) бўлган талабни оширади. Чунки НМИ индивидумлар ва улар уй ҳужалиги фаолиятини юритувчи шахс (ИУХ)ларнинг хавф-хатарсиз ва барқарор истеъмол, жамғарма, инвестиция ва инновация соҳаларидаги ривожланиши катализатори (1.2-параграф) ва умуман олганда аҳоли фаровонлиги омилларидан биридир.

ме Мамба: Марказий банк маълумотлари. Изоҳ: * - 2002-2010 йиллар мобайнида лизинг операцияларининг йиллик ҳажми 13 баробардан зиёд ошди. Шу даврда лизинг операцияларининг умумий ҳажми 8 баробардан ошди ва 1,6 трлн. сўмни ташкил этди. Ҳозирда кредит уюшмалари, ломбард ва микрокредит ташкилотлари активларининг жами ҳажми 351 млрд. сўмни ташкил қилди.

Бунда, агарда, I-III-боблар ҳамда 4.1-4.3-параграфлардаги фикр-мулоҳазалар сингари, аҳоли фаровонлиги нуқтаи назаридан тизимли ёндашилса, давлат молия инжиниринги (ДМИ), муниципал молия инжиниринги (ММИ) ва корпоратив молия инжиниринги (КМИ) билан боғлиқ равишда уйғунликда бўлган НМИнинг илмий-методологик базиси сифатида унга хос бўлган молиявий ижод методологияси ва унга асосланган ТМИ концепцияси ва унинг инновациялари (I ва II боблар) эканлиги кўринади. Айнан шундан келиб чиқиб, ТМИ концепциясига асосланган НМИ ИУХларнинг жорий фаолиятида доимий равишда бевосита ёки билвосита иштирок этади. Бунда НМИни I-III-боблар ҳамда 4.1-4.3-параграфлардаги назарий тушунча, қарашлар ва илмий-методологик базис асосида қуйидагича ифодалаш мумкин.

Нано молия инжиниринги (НМИ) – ИУХларнинг молиявий барқарор, хавфсиз ва рақобатбардош ривожланишини таъминлаш мақсадида шахсий молиявий инновациялар яратиб ўз фаолиятида жорий қилиш фаолияти бўлиб, ТМИ концепциясининг таркибий йўналишларидан бири сифатида ДМИ, ММИ ва КМИ билан боғлиқликда шаклланиб узлуксиз такомиллашиб борадиган назария ва унинг доирасидаги ИУХларнинг молиявий инновацион амалиётидир.

Бунда НМИ ТМИ назарияси доирасида ўз ичига учта муҳим *компонентни* олади: 1) тадқиқот соҳаси – бу ИУХлар молияси бўйича инновацион характерга эга истеъмолчилик, жамғарма, инвестиция ва хусусий (якка тартибдаги) тадбиркорлик фаолияти ва молиявий инновациялари соҳаси бўлиб, ИУХларнинг инновацион барқарор, хавфсиз ва рақобатбардош ривожланиши рисклар ва омиллар таъсири шароитида давлатнинг ижтимоий-иқтисодий ва инвестиция сиёсатлари, уларга мос ҳудудий молиявий-иқтисодий ва корпоратив инвестиция сиёсатлар контекстида кечади; 2) ушбу соҳа тўғрисидаги билимлар мажмуаси; 3) ушбу соҳа бўйича жамланган янги билимлар методологияси (бир-бири билан келиштирилган усул ва услублар мажмуаси) ва уларни шу соҳага оид муаммоларини ҳал қилиш учун қўллаш.

Шу билан бирга, НМИ 1.1-параграфда келтирилган ТМИ концепцияси доирасида, ДМИ (4.1-параграф), ММИ (4.2-параграф) ва КМИ (4.3-параграф) билан боғлиқ ҳолда, ўзига хос инструментарий (терминологик аппарат), предмет, мақсад ва вазифалар, объект ва методга эга.

НМИ *предмети* – ИУХлар молияси доирасида инновацион характерга эга истеъмолчилик, жамғарма, инвестиция ва хусусий (якка тартибдаги) тадбиркорлик сиёсатларига мос нано молиявий ижод жараёнидаги муносабатлар ва улар ривожланишини шакллантирувчи омиллар ҳамда ушбу жараёнга хос хосса ва қонуниятлар.

НМИнинг юқорида берилган таърифи ва предметдан келиб чиқиб айтиш мумкинки, НМИнинг *мақсади* – турли риск ва омиллар таъсири шароитида фаолият юритувчи ИУХлар барқарорлиги, хавфсизлиги ва рақобатбардошлилигини таъминлаш учун молиявий инновациялар ишлаб чиқиш, мавжуд молиявий воситаларни такомиллаштириш ва улар трансферини амалга ошириш асосида ИУХлар молияси бўйича инновацион характерга эга истеъмолчилик, жамғарма, инвестиция ва хусусий (якка тартибдаги) тадбиркорлик фаолиятини ривожлантириш.

Ушбу мақсад доирасида НМИнинг *вазифаси* – молиявий ижоднинг тизимли таҳлил ва синтезига ҳамда таҳлил-синтезга асосланган ҳолда (III боб) ИУХлар молияси бўйича инновацион характерга эга истеъмолчилик, жамғарма, инвестиция ва хусусий (якка тартибдаги) тадбиркорлик фаолияти барқарорлиги, рақобатбардошлилиги ва хавфсизлигини таъминловчи молиявий инновацияларни (1.5-параграф) тартибли ва изчил равишда ишлаб чиқиб амалиётга жорий қилишга қаратилган механизмлар ишлаб чиқиш ва уларни самарали амалга ошириш учун зарурий шарт-шароитлар яратиш (таъминлаш).

НМИ *объекти* – ИУХлар ва уларнинг молияси бўйича инновацион характерга эга истеъмолчилик, жамғарма, инвестиция ва хусусий (якка тартибдаги) тадбиркорлик фаолияти доирасидаги молиявий инновациялари.

НМИ *методи* – аҳоли фаровонлиги нуқтаи назаридан молиявий ижоднинг тизимли ёндашуви.

НМИ *методологик базиси* – ТМИ концепцияси ҳамда ИУХлар молияси соҳасига ихтисослаштирилган молиявий ижод ва унга асосланган инновацияларни тадқиқ этиш ва яратиш усуллари.

Шу ўринда 1.1-параграфда берилган фикр-мулоҳазалар асосида таъкидлаш жоизки, ИУХлар молия инжиниринги, яъни НМИ, асосида юқори рискли номоддий маҳсулот (интеллектуал мулк – молиявий инновация) реализация қилинади. НМИ

махсулотига эгаллик ҳукуки унинг эгасига тегишли бўлади ва у ўз хоҳишига кўра уни тасарруф этади.

Бунда НМИнинг ИУХлар ва улар молияси бўйича инновацион характерга эга истемолчилик, жамғарма, инвестиция ва хусусий (якка тартибдаги) тадбиркорлик фаолиятларининг ҳар бири ўзига хос хусусиятларга эга. Айниқса, молия ва бошқа турдаги бозорлардаги ИУХлар молиявий муносабатлари ҳамда мос равишда улардаги НМИ молиявий маҳсулотлари (воситалари), жумладан, НМИ доирасидаги нарх-наво (товарлар қийматининг бозор баҳоси ва нархи ўзгариши) молия инжиниринги алоҳида хусусиятларга эга.

НМИ ўз ичига 4.17-жадвалда берилган йўналишларни олади. Бунда НМИнинг ҳар бир йўналиши ундаги фаолият мазмунига қараб ўзига хос хусусиятларга эга.

4.17-жадвал

**Нано (уй ҳужалиги) молия инжиниринги (НМИ)
йўналишлари³⁶¹**

Чекланган бюджетли уй ҳужалиги НМИ йўналиши	Бизнес-бюджетли уй ҳужалиги НМИ йўналиш
-уй ҳужалиги аъзолари ойлик маошига тенглаштирилган ва алоҳида даромадлар ва харажатларни бошқариш НМИ; -уй ҳужалиги аъзолари нафақа ва ёрдамларга тенглаштирилган ҳамда алоҳида даромадлар ва харажатларни бошқариш НМИ.	-якка тартибдаги (хусусий) тадбиркорлик НМИ; -онлавий касаначилик НМИ; -хунармандчилик НМИ; -деҳқон ҳужалиги НМИ; -мулк ижараси, патентга лицензия сотиш ва бошқа турдаги индивидуал бизнес НМИ.
Уй ҳужаликларининг очик молия бозорлари ва турли хил реал товар (хизмат, мулк)лар бозорларидаги инновацион нарх-наво инжиниринги йўналиши	

НМИ доирасида унинг қуйидаги 3 тури мавжудлигини эътироф этиш мумкин:

- ИУХнинг жорий НМИ;
- ИУХ нинг стратегик ривожланиш НМИ;
- ИУХнинг инқирозли НМИ.

Жорий НМИ ИУХнинг мавжуд эҳтиёжларини жорий вақт даврида олдингисига қараганда ошган миқдорини қондиришга қаратилади.

³⁶¹ Маълумот муаллиф томонидан тузилган.

Стратегик ривожланиш НМИ эса ИУХнинг бўлгуси эҳтиёжларига йўналтирилган ва келгусида юзага келиши мумкин бўлган талаб ва эҳтиёжларни қондиришга мўлжалланган.

Инқирозли НМИда ИУХлар ва улар молияси бўйича инновацион характерга эга истеъмолчилик, жамғарма, инвестиция ва хусусий (якка тартибдаги) тадбиркорлик фаолияти натижасида фаровонлиги пасайганда, талаб ва эҳтиёжларини қондира олмай қолган тақдирда қўлланилади.

НМИ ИУХ томонидан ўзига капитал жалб қилишнинг ҳамда реал, номоддий ва молиявий активларни молиялаштиришнинг янги шакллари олиб, ИУХ менежментига уни бошқаришга доир қарорлар қабул қилиш учун зарурий инструментарий ва қўйидаги молиявий моделларни тақдим этади:

- 1) ИУХ молиявий ҳолати диагностикасини;
- 2) солиқ туловларини минимизациялаштириш, шахсий ҳисоб-китобларни амалга ошириш, дебиторлик ва кредиторлик қарзларни бартараф этиш бўйича оптимал схемаларни ишлаб чиқиш;
- 3) ИУХ харажатлари ва даромадларини бошқаришнинг комплекс тизимини куриш;
- 4) индивидуал хўжаликни юритиш ричаги эффекти ёрдамида зарарсизлик ва молиявий барқарорликнинг критик нуқталарини аниқлаш;
- 5) шахсий бухгалтерия ва фойда контроллинг тизимини ташкиллаштириш;
- 6) шахсий ва уй хўжалиги капитали бозор қийматини бошқариш;
- 7) индивидуал (хусусий) тадбиркорлик, касаначилик, ҳунармандчилик фаолиятини бюджетлаштириш ва ҳ.к.

ИУХ ва унинг молияси бўйича инновацион характерга эга истеъмолчилик, жамғарма, инвестиция ва хусусий (якка тартибдаги) тадбиркорлик фаолиятида қўйидаги молиявий моделлар қўлланади:

- 1) инвестиция лойиҳаларини молиялаштириш усулларини танлаш;
- 2) инвестиция лойиҳалари самарадорлигини баҳолашнинг оддий ва динамик усулларини қўллаш;
- 3) лойиҳаларни амалга оширишни оператив бошқариш (мониторинги);
- 4) индивидуал капитал қўйилмалар бюджетини оптималлаштириш;

- 5) лойиҳа рискларини таҳлил қилиш ва баҳолаш;
- 6) индивидуал жамғармани оптималлаштириш ва бошқариш;
- 7) индивидуал тадбиркорлик моделини танлаш ва амалга ошириш;

8) истеъмолни оптималлаштириш ва бошқариш.

ИУХнинг НМИ фаолиятида қуйидаги молиявий моделлар қўлланади:

- 1) молиявий инструментлар қийматини баҳолаш;
- 2) молиявий активлар даромадлиги ва riskини баҳолаш;
- 3) дисконтланган пул оқимлари;
- 4) талаб қилинган даромадни баҳолашнинг арбитраж модели;
- 5) қимматли қоғозлар портфелини оптималлаштириш;
- 6) молиявий riskлардан ҳимояланиш ва ҳ.к.

ИУХнинг НМИ фаолиятида кўчмас мулк билан боғлиқ операцияларда мулкни баҳолаш ёндашув ва усуллари (2.7-параграф) қўлланади.

НМИда шахсий капитал, истеъмол, даромад ва харажатларни бюджетлаштириш ва ҳисобини юритиш ёрдамида молиявий бошқариш тизими ҳам қўрилади.

Давлатнинг мамлакатда халқ фаровонлигини оширишга қаратилган инновацион ижтимоий-иқтисодий сиёсати ИУХлари молиявий фаолиятида НМИ молиявий инновациялари ҳамда уларни яратишга йўналтирилган усулларни кенг жорий қилинишини тақозо этади. Бунда Ўзбекистон Республикаси Президенти И.А. Каримов томонидан яратилган, босқичма-босқич ва изчил амалга оширилаётган тараққиётнинг «Ўзбек модели» нуктаи назаридан НМИ жаҳон тажрибасини чуқур ва тизимли таҳлил қилиш асосида Ўзбекистон шароитига мос келувчи молиявий инновациялар ва НМИ усуллари жорий қилиш мақсадга мувофиқ.

ТМИ концепциясига асосланган ҳамда ДМИ, ММИ ва КМИ билан боғлиқ бўлган НМИ мазмунидан келиб чиқиб қуйидагиларни айтиш мумкин:

1. ИУХлар ва уларнинг молияси бўйича инновацион характерга эга истеъмолчилик, жамғарма, инвестиция ва хусусий тадбиркорлик фаолиятига қаратилган НМИ ва унинг инновациялари ДМИ, КМИ ва ММИ билан ҳамнафас ҳолда ривожланади ва узлуксиз такомиллашиб боради.

2. НМИ инновациялари сони ва ҳажмини йилдан-йилга ортиб бориши уни ИУХлари молиясининг инновацион ривожланишини

таъминлайдиган молиявий ижод ва шахсий инновациялар методологияси ва механизми эканлигидан далолат беради.

3. НМИ амалиёти ТМИнинг назарий асослари доирасида молиявий инновациялар амалиёти таъсирида такомиллашиб боради.

4. Ўзбекистонда шаклланган НМИ амалиёти давлат ва унинг ҳудудлари инновацион-инвестицион ва умуман ижтимоий-иқтисодий сиёсатига асосланган ҳолда босқичма-босқич ривожланмоқда.

НМИнинг Ўзбекистон шароитидаги хусусияти шундан иборатки, ИУХлари фаолиятида НМИ билвосита ва конфиденциал тарзда қўлланилмоқда. Бу борада расмий курсатма ва услублар йўқ. Ўзбекистонда НМИ учун Давлатнинг замонавий ижтимоий-иқтисодий ва фаол инвестицион-инновацион сиёсатлари прогрессив натижалари ва салоҳияти ҳисобланади.

Биз 7-илова ва махсус статистик тўплам³⁶² маълумотлари орқали Ўзбекистондаги ИУХлари НМИ натижаларини ўзида комплекс ифодаловчи аҳоли фаровонлиги кўрсаткичлари динамикасига баҳо беришимиз мумкин. Ушбу маълумотларидан қўринадик, 1990-2010 йиллар мобайнида республикамиз ИУХларининг ДМИ, ММИ ва КМИ билан боғлиқликдаги инновациялари аҳоли фаровонлиги кўрсаткичлари ўсишида сезиларли бўлган. Бунда давлат томонидан белгилаб берилган қонунлар ва тартиб-қондалар қатъий жорий қилинган бўлиб, бу ҳолат НМИ инновациялари спектри кенгайишини тартибга солиб турибди. Шу билан бирга, бу ҳолат ИУХлар ва уларнинг молияси бўйича инновацион характерга эга истеъмолчилик, жамғарма, инвестиция ва хусусий тадбиркорлик фаолиятининг фаоллигини билдиради.

4.5. Бозор нарх-навоси молия инжиниринг хусусиятлари

Иқтисодиёт субъектларининг очик молия бозорлари ва улардан фарқли реал товар (хизмат)лар бозорларидаги операцион фаолиятда қўлланилувчи инновацион нарх-наво молия инжиниринги (яъни бозор нарх-навоси молия инжиниринги, қуйида қисқача БНИ деб юритамиз) 1.1-расм ва 2.1-расмда берилган

³⁶² Ўзбекистон Республикаси иқтисодий-ижтимоий тарақиётининг мустакиллик йилларидаги (1990-2010 йиллар) асосий тенденция ва кўрсаткичлари ҳамда 2011-2015 йилларга мўлжалланган прогнозлари: статистик тўплам.-Т.: Ўзбекистон, 2011.-6, 73-92.

моделлар ҳамда 4.1-жадвал (4.1-параграф), 4.7-жадвал (4.2-параграф), 4.9-жадвал (4.3-параграф) ва 4.17-жадвал (4.4-параграф) асосида айтиш мумкинки, тизимли молия инжиниринги (ТМИ)нинг барча йўналишлари Давлат молия инжиниринги (ДМИ), Муниципал молия инжиниринги (ММИ), Корпоратив молия инжиниринги (КМИ), Уй ҳужаликлари, яъни нано, молия инжиниринги (НМИ) фаолиятида 4.18-жадвалда кўрсатилганидек иштирок этади.

4.18-жадвал.

ТМИнинг барча йўналишларининг ўзаро боғлиқликдаги уйғунлиги³⁶³

Давлат молия инжиниринги йўналиши	Муниципал молия инжиниринги йўналиши	Корпоратив молия инжиниринги йўналиши
Бозорлардаги нарх-наво молия инжиниринги йўналиши		

БНИ дунё бозорларидаги нархлар барқарор эмаслиги туфайли ва уларга турли омиллар билан бир қаторда психологик омилнинг ҳаридорлар хатти-ҳаракатига таъсири сезиларли бўлганлиги сабабли охириги 50 йил давомида кучли ривожланди (1.3-параграф). Мисол тариқасида давлат антимонопол органининг миллий бозордаги монополистлар нархларини тартибга солишини, давлат эҳтиёжлари бўйича нархлар сиёсатини, ташқи иқтисодий фаолиятни тартибга солишда экспорт ва импорт операцияларидаги тарифлар сиёсатини келтириш мумкин. Корпоратив секторда банкларнинг ритейл ва спекулятив валюта операциялари, спекулятив-портфел инвесторларнинг қимматли қоғозлар бозоридаги маркет-мейкерлик, дилерлик ва брокерлик операциялари, фонд биржалари маклерларининг савдони бошқариш ва котировкани белгилаш фаолияти, ризлторларнинг уй-жой бозоридаги спекулятив операциялари, улгуржи ва чакана савдо ташкилотларининг спекулятив операциялари, коммивояжер ва тармоқланган маркетингни қўлловчи фирмалар хизматлари бўйича нарх-наволар тарифи (нархни шакллантириш) сиёсатларини келтириш мумкин. Яна бир мисол – бу уяли алоқа операторлари хизматлари бўйича нарх-навоининг турли тарифлари сиёсати. Ушбу мисолларда келтирилганларда БНИ айниқса кучли намоён бўлган. Уларда ҳар бир янги жорий қилинган нарх ва тариф муайян даврда инновацион бўлганлиги

³⁶³ Манба: муаллиф томонидан тузилган.

сабабли, бу нарх (тариф)ни БНИ махсули деб қаралса бўлади. Чунки бундай иқтисодий субъектларида янги нарх тарифларини ишлаб чиқиш билан шуғулланувчи махсус креатив (инноватор) мутахассислар ишлайди. Фикримизча, айнан шундай мутахассисларни БНИнинг нарх-наво молия инженерлари деб қаралса бўлади.

БНИ ушбу бозорларда товарлар қийматининг бозор баҳоси ва нархи эквивалентлигини бузилиши (2.7-параграфга қаралсин) риски меъёр даражасида бўлмаганлиги сабабли долзарб ва спекулятив бозор операциялари амалиётида айниқса аҳамиятли (1.1-параграф). Бунда БНИ ушбу бозорларда рақобатбардошлиликни таъминлаш мақсадида товар қийматининг баҳоси ва нархи орасидаги салбий тафовутни бартараф этиш асосида курс даромад (фойда)ни таъминлашга ва умуман юқори волатиллик ва рисклар шароитида рақобатни кучайтирувчи ва даромадни оширувчи инновацион спекулятив нарх-наво стратегиялари ва тариф (нарх ва баҳо)лари миқдорларини ишлаб чиқиш ва жорий қилиш жараёнига қаратилган. Бу дегани, товар қийматининг бозор баҳоси ва нархи бўйича баҳолаш хизматлари бозори ва молия (товар) бозоридаги номутаносиб спекуляция ва нарх-наво манипуляцияларига, ноқонуний инсайдерлик ва бозор конъюнктурасига психологик таъйиқларга, бозор монополиясига ва шу каби бошқа салбий ҳолларга йўл қўйиш мумкин эмас. Бундай салбий ҳолатларни бартараф этишда ва ижобий тарафини таъминлашда антимонополия ташкилоти ва компанияларнинг товар қиймати адолатли бозор баҳосини ҳолис баҳоловчи ҳисоб-китоблари асосида таъминланиши ва унга мос (эквивалент) келувчи объектив бозор нархини эркин (очик) бозор конъюнктураси асосида белгиланишини кўрсатиш мумкин. Шунинг учун ҳам, айнан БНИ, унинг ижобий ва салбий тарафлари ва таъсирини чуқур ўрганиш, уларнинг натижаларини мониторинг қилиб бориш ҳозирда барча мамлакатлардаги антимонополия ташкилотлари ва молия бозори регуляторларининг миллий бозорда нарх-навони мувофиқлаштириш ва назорат қилиш сиёсатида асосий муаммолардан бири сифатида қаралиши зарур. Ҳозирда товарларнинг объектив бозор нархлари шаклланишига ва адолатли қиймати баҳоланишига кўпдан-кўп омилар таъсир кўрсатганлиги, мос равишда улар ўта тез ўзгарувчан ва волатил бўлганлиги сабабли, уларни бошқариш ўта мушкул ҳисобланади. Одатда, мулкнинг қиймати унинг нархи эмаслиги сабабли, бозор айланмасидаги реал товарларнинг

объектив бозор нархларини шакллантириш маркетинглар ва савдо тизимларга тегишли фаолият, адолатли қийматини баҳолаш эса ҳолис баҳоловчилар томонидан амалга оширилади. Лекин инновацион ҳисобланган янги ёки такомиллашган молиявий маҳсулот қиймати ҳолис баҳоловчи томонидан дастлабки тарзда баҳолангани билан, унинг конфиденциал товар бўлганлиги ва купинча келажакдаги бозор нархи мавҳумлиги муносабати билан истиқболий бозор қиймати ва нархини ўзаро эквивалент равишда шакллантиришга, фикримизча, нарх-наво молия инжиниринги дахлдор деб биламиз.

Таъкидлаш зарурки, ДМИ, ММИ, КМИ ва НМИ намоёндалари БНИ билан ўз фаолияти доирасида шуғулланиши ёки БНИ фаолиятини қамраб олган махсус ташкилотлар хизматларидан фойдаланиши мумкин. Бунда БНИ билан махсус шуғулланадиган компания алоҳида эътиборга мойил.

БНИ омиллар таъсиридаги бозор рисклари ва волатиллиги шароитида янги нархлар шакллантириш ва нархлар комбинациясини амалга ошириш асосида рақобатбардошлиликни таъминлайди. Бунда, одатда, талаб қилинган даромад ёки рақобатбардошлиликни таъминлаш мақсадида унга мос келувчи нарх белгиланади. Лекин бу эса белгиланган жорий вақтдаги нарх кечаги ёки эртанги кундаги нарх бўлмаслиги мумкин деган фикрни билдиради, яъни ҳар бир вақтнинг ўзига мос нарх-навоси бўлади. Бундай ҳолат табиийки БНИ инновацияларига (маҳсулотларига), яъни инновацион нарх-навога, бўлган талабни мунтазам равишда оширади. Чунки БНИ иқтисодиёт субъектлари товар (хизмат)ларининг бозордаги конъюктураси тенденциясини барқарор ўсишининг катализатор омилларидан биридир.

Бунда, агарда, I-III-боблар ҳамда 4.1-4.4-параграфлардаги фикр-мулоҳазалар сингари, бозор конъюктурасининг ўзгарувчан динамикаси нуқтаи назаридан тизимли ёндашилса, ДМИ, ММИ, КМИ ва НМИ билан боғлиқ равишда уйғунликда бўлган БНИнинг илмий-методологик базиси сифатида унга хос бўлган молиявий ижод методологияси ва унга асосланган ТМИ концепцияси ва унинг инновациялари (I ва II боблар) эканлиги кўринади. Айнан шундан келиб чиқиб, ТМИ концепциясига асосланган БНИ иқтисодиёт субъектларининг жорий фаолиятида доимий равишда бевосита ёки билвосита иштирок этади. Бунда БНИни I-III боблар

ҳамда 4.1-4.4-параграфлардаги назарий тушунча, қарашлар ва илмий-методологик базис асосида қуйидагича ифодалаш мумкин.

Бозор нарх-навоси молия инжиниринги (БНИ) – иқтисодиёт субъектларининг барқарор, хавфсиз ва рақобатбардош бозор конъюктурасини таъминлаш мақсадида янги нархларни шакллантириш ва мавжуд нархлар комбинациясини амалга ошириш ва уларни бозор операцияларига жорий қилиш фаолияти бўлиб, ТМИ концепциясининг таркибий йўналишларидан бири сифатида ДМИ, ММИ, КМИ ва НМИ билан боғлиқликда шаклланиб узлуксиз такомилланиб борадиган назария ва унинг доирасидаги инновацион нарх-наволар амалиётидир.

Бунда БНИ ТМИ назарияси доирасида ўз ичига учта муҳим компонентни олади: 1) тадқиқот соҳаси – бу омиллар ва рисклар таъсирида ўзгарувчанлик хусусиятига эга бўлган узлуксиз янгиланиб боровчи бозор нархлари ва уларнинг янгиларини бозорда шакллантириш ва мавжудлари комбинациясини бозор учун яратиш соҳаси; 2) ушбу соҳа тўғрисидаги билимлар мажмуаси; 3) ушбу соҳа бўйича жамланган янги билимлар методологияси (бир-бири билан келиштирилган усул ва услублар мажмуаси) ва уларни шу соҳага оид муаммоларини ҳал қилиш учун қўллаш.

Шу билан бирга, БНИ 1.1-параграфда келтирилган ТМИ концепцияси доирасида, ДМИ (4.1-параграф), ММИ (4.2-параграф), КМИ (4.3-параграф) ва НМИ (4.4-параграф) билан боғлиқ ҳолда, ўзига хос инструментарий, предмет, мақсад ва вазифалар, объект ва методга эга.

БНИ *предмети* – омиллар ва рисклар таъсирида ўзгарувчанлик хусусиятига эга бўлган узлуксиз янгиланиб боровчи бозор нархлари ва уларнинг янгиларини бозорда шакллантириш ва мавжудлари комбинациясини бозор учун яратиш фаолиятига мос молиявий ижод жараёнидаги муносабатлар ва улар ривожланишини шакллантирувчи омиллар ҳамда ушбу жараёнга хос хосса ва қонуниятлар.

БНИнинг юқорида берилган таърифи ва предметидан келиб чиқиб айтиш мумкинки, БНИнинг *мақсади* – иқтисодиёт субъектларининг барқарор, хавфсиз ва рақобатбардош бозор конъюктурасини таъминловчи бозорда янги нархларни шакллантириш ва мавжуд нархлар комбинациясини амалга ошириш ва уларни бозор операцияларига жорий қилиш фаолиятини ривожлантириш.

Ушбу мақсад доирасида НМИнинг *вазифаси* – молиявий ижоднинг тизимли таҳлил ва синтезига ҳамда таҳлил-синтезга асосланган ҳолда (III ва IV боблар) иқтисодиёт субъектларининг барқарор, ҳавфсиз ва рақобатбардош бозор конъюктурасини таъминлаш мақсадида янги нархларни шакллантириш ва мавжуд нархлар комбинациясини амалга ошириш ва уларни бозор операцияларига жорий қилишга қаратилган механизмлар ишлаб чиқиш ва уларни самарали амалга ошириш учун зарурий шарт-шароитлар яратиш.

БНИ *объекти* – бозор ва ундаги инновацион нархларни шакллантирувчи шахслар.

БНИ *методи* – бозор конъюктурасининг ўзгарувчан динамикаси нуқтаи назаридан молиявий ижоднинг тизимли ёндашуви.

БНИ *методологик базиси* – ТМИ концепцияси ҳамда янги нархларни шакллантириш ва мавжуд нархлар комбинациясини амалга ошириш ҳамда уларни бозор операцияларига жорий қилиш соҳасига ихтисослаштирилган молиявий ижод ва унга асосланган инновацияларни тадқиқ этиш ва яратиш усуллари.

Шу ўринда 1.1-параграфда берилган фикр-мулоҳазалар асосида таъкидлаш жоизки, БНИ асосида юқори рискли номоддий маҳсулот (интеллектуал мулк – молиявий инновация) реализация қилинади. БНИ маҳсулотига эгалик ҳуқуқи унинг эгасига тегишли бўлади ва у ўз хоҳишига кўра уни тасарруф этади.

БНИ доирасида унинг қуйидаги 3 тури мавжуд:

- иқтисодиёт субъектларининг жорий даврдаги БНИ;
- иқтисодиёт субъектларининг стратегик ривожланиш БНИ;
- иқтисодиёт субъектларининг инкирозли БНИ.

Жорий БНИ иқтисодиёт субъектларининг бозор конъюктураси билан боғлиқ мавжуд эҳтиёжларини жорий вақт даврида олдингисига қараганда ошган миқдорини қондиришга қаратилади.

Стратегик ривожланиш БНИ иқтисодиёт субъектларининг бозор конъюктураси билан боғлиқ бўлгуси эҳтиёжларига йўналтирилган ва келгусида юзага келиши мумкин бўлган талаб ва эҳтиёжларни қондиришга мўлжалланган.

Инкирозли БНИ эса иқтисодиёт субъектларининг бозор конъюктураси тенденциялари пасайганда, талаб ва эҳтиёжларини қондира олмай қолган тақдирда қўлланилади.

ТМИ концепциясига асосланган ҳамда ДМИ, ММИ, КМИ ва НМИ билан боғлиқ бўлган БНИ мазмун-моҳиятидан келиб чиқиб қуйидагиларни айтиш мумкин:

1. Иқтисодиёт субъектларининг БНИ билан боғлиқ фаолияти ва унинг инновациялари ДМИ, КМИ, ММИ ва НМИ билан ҳамнафас ҳолда ривожланади ва узлуксиз такомиллашиб боради.

2. БНИ инновациялари сони ва ҳажмини йилдан-йилга ортиб бориши уни иқтисодиёт субъектларининг янги нархларни бозорда шакллантириш ва мавжуд нархлар комбинациясини бозорда амалга ошириш ва уларни бозор операцияларида қўллашни таъминлайдиган молиявий ижод ва нарх-наво инновациялари методологияси ва механизми эканлигидан далолат беради.

3. БНИ амалиёти ТМИнинг назарий асослари доирасида бозор тенденциялари, янги товар (хизмат)лар маркетинги ва молиявий инновациялар амалиёти таъсирида такомиллашиб боради.

4. Ўзбекистон шароитида БНИ амалиёти давлат ва унинг ҳудудлари нарх-наво ва умуман ижтимоий-иқтисодий сиёсатига асосланган ҳолда босқичма-босқич ривожланмоқда.

4.6. Корпоратив молия инжиниринг хизмати фаолиятини молиялаштиришнинг хусусиятлари

Корпоратив молия инжиниринг (КМИ) ва унинг инновацион маҳсулотлари трансфери хизмати (МИХ)ни корпоратив сектор субъектларида жорий қилиш (2.8-параграф ва 4.3-параграф) ушбу хизмат фаолиятини молиялаштириш манбаларини аниқлашни ва унинг тегишли механизмини ишлаб чиқишлини талаб этади. Бу механизмда МИХнинг 4.3.1-4.3.4-параграфлар ва 2.8-параграфда берилган мақсади, вазифалари ва функциялари ҳамда инновациялари трансфери босқич ва фазаларига (4.2-расм) мос равишда молиялаштириш ҳажмини аниқлашда асосий мезон қилиб молия инженери томонидан ишлаб чиқилган молиявий маҳсулотни самарали тижоратлаштириш асосида компания барқарорлиги ва рақобатбардошлиги қанчага оширилганлигини олиш мақсадга мувофиқ. Бундай мезон қуйидаги кўрсаткичларни ҳисобга олади:

- молиявий инновацияларни амалиётда қўллашдан олинган даромад (фойда, активлар ва рақобатбардошлиликнинг ўсиши);
- қўшимча жалб қилинган молиявий ресурслар;
- бизнеснинг кенгайиш даражаси;

- рақобатбардош мутахассис-кадрлар салоҳиятини
ортиши ва ҳ.к.

Ушбу бўлим фаолиятини мониторинг қилиш молиявий инновациялар самарадорлигини аниқлаш имконини беради.

Бунда молиялаштириш манбаи бўлиб асосан компания маблағлари ҳамда зарур бўлганда банк кредитлари ва бошқа манбалардан жалб қилинадиган маблағлар ҳисобланади.

МИХ молиявий инновацияларини компания бизнесига иктисодий самарали татбиқ қилиш – тижоратлаштириш – уларни яратиб ишлаб чиқариш босқичларига нисбатан анча кўп харажатларни талаб қиладиган жараёндан иборат бўлиб, молиявий инновация (маҳсулот)лар ўз трансфери учун узоқ муддатни талаб қилмайди, қайтим самараси тез ва юқори бўлади. Лекин у патентланмайди, фақат муаллифлик ҳуқуқи танминланилишини талаб қилиши мумкин.

Умуман олганда МИХ умумий харажатлари қуйидагиларни ўз ичига олиши мумкин: молиявий инновацияни яратиш билан боғлиқ амалий-инновацион тадқиқотлар ўтказиш, бунинг асосида яратилган маҳсулот лойиҳасини ишлаб чиқиш ва қутилаётган самарасининг конфиденциал ички экспериментал экспертизасини амалга ошириш, уни трансфер қилиш, тижоратлаштириш ва мониторингини ўтказиш, ҳамда молия инженерини қўшимча рағбатлантириш ва бўлак харажатлари.

Ушбу харажатларни ўз ичига олган МИХни молиялаштириш ҳажми компания кузатувчи кенгаши томонидан тасдиқланади ва зарурий ҳолларда тузатишлар киритилади. Чунки МИХ кузатувчи кенгашнинг таркибий қисми сифатида (4.3-расм) компания барқарор рақобатбардошлилигини таъминлаш мақсадида фаолият юритади. Бунда унинг томонидан яратилаётган инновацион маҳсулот хусусидаги маълумотларнинг махфийлиги таъминланиши лозим. МИХ компаниянинг молиявий ҳолати, капитали, резервлар таркиби ва компаниянинг барча маҳсулотлари хусусида батафсил маълумотларга эга бўлиши учун банкнинг барча ҳужжатларидан фойдаланишига ваколат берилади. У ўз иш фаолиятини олиб боришида ва яратиладиган ҳар бир алоҳида маҳсулотлари трансферида фақатгина кузатувчи кенгашнинг қорорларига асосланади.

МИХнинг инновацион фаолияти натижалари трансфери кузатувчи кенгаш томонидан молиялаштирилади ва молия инженери бошчилигида ташкиллаштирилади. Бунда зарурий

лимитни ва уларни қоплашга резервларни ажратиш компаниянинг актив ва пассивларини бошқариш қўмитаси билан келишилади.

МИХнинг жорий йил харажатлари компания кузатувчи кенгаши сметаси таркибида белгиланади.

Молия инженерларининг даромадлари қуйидаги манбалар ҳисобидан таъминланиши мумкин:

- компания кузатувчи кенгаши сметаси доирасида;
- молиявий инновация натижасида компания соф фойдасининг ўсган миқдоридан;
- молиявий инновация натижасида компания активининг ўсган миқдоридан.

Умуман олганда, МИХнинг календар йили давомидаги даромади сметавий даромад ва қўшимча рағбатлантиришдан иборат бўлади.

II ҚИСМ. ТИЗИМЛИ МОЛИЯ ИНЖИНИРИНГИ АМАЛИЙ МАСАЛАЛАРИ ВА ЯНГИ МАҲСУЛОТЛАРИДАН НАМУНАЛАР

V БОБ. ТИЗИМЛИ МОЛИЯ ИНЖИНИРИНГИНИНГ БАЪЗИ АМАЛИЙ МАСАЛАЛАРИ

5.1. Тизимли молия инжиниринги рисқи масалалари

Замонавий бозор муносабатлари жараёнидаги кучли рақобат муҳити ва бунда ноаниқ тасодифий ҳолат ва беқарорликларнинг юзага келиши ўз-ўзидан иқтисодий ва молиявий рисклар муаммосини келтириб чиқаради. Ушбу муаммо айниқса молия инжинирингининг бозор муносабатларида долзарблиги билан алоҳида ажралиб туради. Чунки молия инжиниринги инновацион жараёнлари, I ва II бобларда таъкидланганидек, айнан кучли рақобатни талаб қилувчи молия-кредит тизими (МКТ)да тез-тез содир бўлувчи ноаниқ тасодифий (олдиндан башорат қилиш мушкул бўлган) ҳолатлар билан боғлиқ рискларнинг юқори даражаси шароитида кечади. Демак, мазкур муаммо тулиқ ечимига эга бўлмаганлиги сабабли чуқур ва ҳар томонлама ўрганилишни тақозо этади. Бунда ноаниқ тасодифий ҳолат турларига иқтисодий, сиёсий, табиий, вақтинчалиқ, ички ва ташқи муҳитнинг ноаниқ тасодифий ҳолатлари ҳамда конфликт ҳолатлар, бир-бирига мос келмайдиган манфаатлар масаласи ва кўп мақсадли масалалар киради.³⁶⁴

Риск муаммоларига қаратилган махсус адабиётлар³⁶⁵ таҳлилидан куриш мумкинки, мутахассис ва тадқиқотчилар

³⁶⁴ Шапкин А.С., Шапкин В.А. Экономические и финансовые риски. Оценка, управление, портфель инвестиций. –М.: Издательско-торговая корпорация «Дашков и Ко», 2011.–с.15-18.

³⁶⁵ Абчук В.А. Теория риска. –Л.: Судостроение, 1983; Гранатуров В.М. Экономический риск: сущность, методы измерения, пути снижения. –М.: Дело и сервис, 1999; Дубров А.М., Мохтаров В.С., Хрусталев Е.Ю. Многомерные статистические методы: Учебник. –М.: Финансы и статистика, 1998; Дубров А.М., Лагоша Б.А., Хрусталев Е.Ю. Моделирование рискованных ситуаций в экономике и бизнесе. –М.: Финансы и статистика, 1999; Ашгин А.П. Риск и его роль в общественной жизни. М.: Мысль, 1989; Лапушта М.Г., Шаршукова Л.Г. Риск в предпринимательской деятельности. –М.: Инфра-М, 1999; Райс Т., Койли Б. Финансовые инвестиции и риск/Пер. с англ. –Киев: Торгово-изд. Бюро ВВУ, 1995; Рэдхед К., Хьюмс С. Управление финансовыми рисками. –М.: Инфра-М, 1996; Устенко О.Л. Предпринимательские риски. Основы теории, методологии, оценки и управления. –Киев: Всеуниверситет, 1996; Хохлов Н.В. Управление риском. –М.: Юнити-Дана, 1999; Чалый-Прилуцкий В.А. Рынок и риск. –М.: НИУР, Центр СИНТЕК, 1994; Hertz D.B., Thomas H. Risk Analysis and its Applications. –Chichester-N.Y., 1983.

орасида риск тушунчаси бўйича умумий тухтамга келинмаган. Ушбу ҳолат рискни куп қиррали воқелик эканлигини билдиради. Мавжуд адабиётларда риск тушунчасига берилган турли таърифлар асосида riskли ҳолатларга хос бўлган асосий хусусиятларни аниқлаш имконини беради. Улар қуйидагилар:

- ходисаларни тасодикий характерга эга эканлиги;
- альтернатив қарорларнинг мавжудлиги;
- тасодикий ходисалар бўйича кутилиши мумкин бўлган натижалар эҳтимолини аниқлаш мумкинлиги ёки маълумлиги;
- зарарларни вужудга келишини эҳтимелийлиги;
- қўшимча фойда олишнинг эҳтимолийлиги.

Юқорида айтилганлар асосида риск тушунчасига берилган қуйидаги таърифни маъқул десак бўлади: риск – муқаррар қарор қабул қилиш ҳолатида ноаниқ тасодикий ҳолатларни бартараф этиш билан боғлиқ фаолият бўлиб, ушбу фаолият жараёнида кутиладиган натижаларга эришиш, омадсизликлар ва мақсаддан оғишлар эҳтимолини миқдорий ва сифатий баҳолаш имкони мавжуд бўлади.³⁶⁶

Бунда таъкидлаш жоизки, риск ва ноаниқ тасодикий ҳолат орасидаги фарқ фақат ахборотни берилиши усулига тегишли бўлиб, бошқарилмайдиган ўзгарувчан миқдорларнинг эҳтимолий характеристикаларини мавжудлиги (риск ҳолатида) ёки йўқлиги (ноаниқ тасодикий ҳолатда) билан белгиланади. Ушбу мазмунда мазкур термин (тушунча)лар операцияларни тадқиқ қилишнинг математик назариясида қўлланилиб, бунда риск мавжуд бўлганда ва ноаниқ тасодикий ҳолларда қарор қабул қилиш масалаларига ажратилади. Демак, риск (риск ҳолати) – бу ноаниқ тасодикий ҳолатнинг бир тури бўлиб, ходисанинг рўй бериши эҳтимолий бўлади ва уни аниқлаш мумкин, яъни фаолият жараёнида рўй бериши мумкин бўлган ходисалар эҳтимолини баҳолаш имконияти объектив мавжуд бўлади. Бунда риск табиатан субъектив-объектив характерга эга. Чунки риск миқдори на фақат субъектив, балки объективдир, зеро у реал мавжуд бўлган ноаниқ ҳолларни сифатий-миқдорий ифодалаш шаклидир.

Тадбиркорлик riskи табиатини тушуниш учун риск ва фойданинг бир-бирига пропорционал боғлиқликда эканлиги ва

³⁶⁶ Алягина А.П. Риск и его роль в общественной жизни. М.: Мысль, 1989; Шапкин А.С., Шапкин В.А. Экономические и финансовые риски. Оценка, управление, портфель инвестиций. –М.: Издательско-торговая корпорация «Дашков и Ко», 2011.-544 с.

бунда риск ва ноаниқ тасодий ҳолатлар муҳим роль уйнайди. Бунда барча учун маълум бўлган «Кимки рискка бормаса, фойда ололмайди!» деган ибора кучга эга. Айнан шунда тадбиркорлик rischi регулятив функциясининг махсулли (конструктив) шакли намоён бўлади. Демак, ҳар қандай бизнес риск ва ноаниқ тасодифий ҳолатлар шароитида рақобатбардошлиги ва фойдасини ошириш мақсадида фаолият юритишдир. Бу шароитда рақобатбардошлик эса фақат техник-технологик инновацияларни, айниқса бунда молия инжиниринги инновацияларини (I ва II боблар), яратиш ва уларни бизнесга тезкор жорий қилиб қўлаш асосида таъминланади. Шу нуқтаи назардан, тадбиркорлик rischi инновацион функцияни бажаради.

Умуман олганда, риск, унинг рўй бериш эҳтимолини ҳисоб-китоби, конкрет ноаниқ тасодифий ҳолат, қарор қабул қилиш вариантларининг мавжудлиги ва рақобат – бизнеснинг доимий йўлдоши бўлиб, унинг эркинлигини чеклайди (эркинлик учун ҳақ тўлаш зарурлиги маъносида).

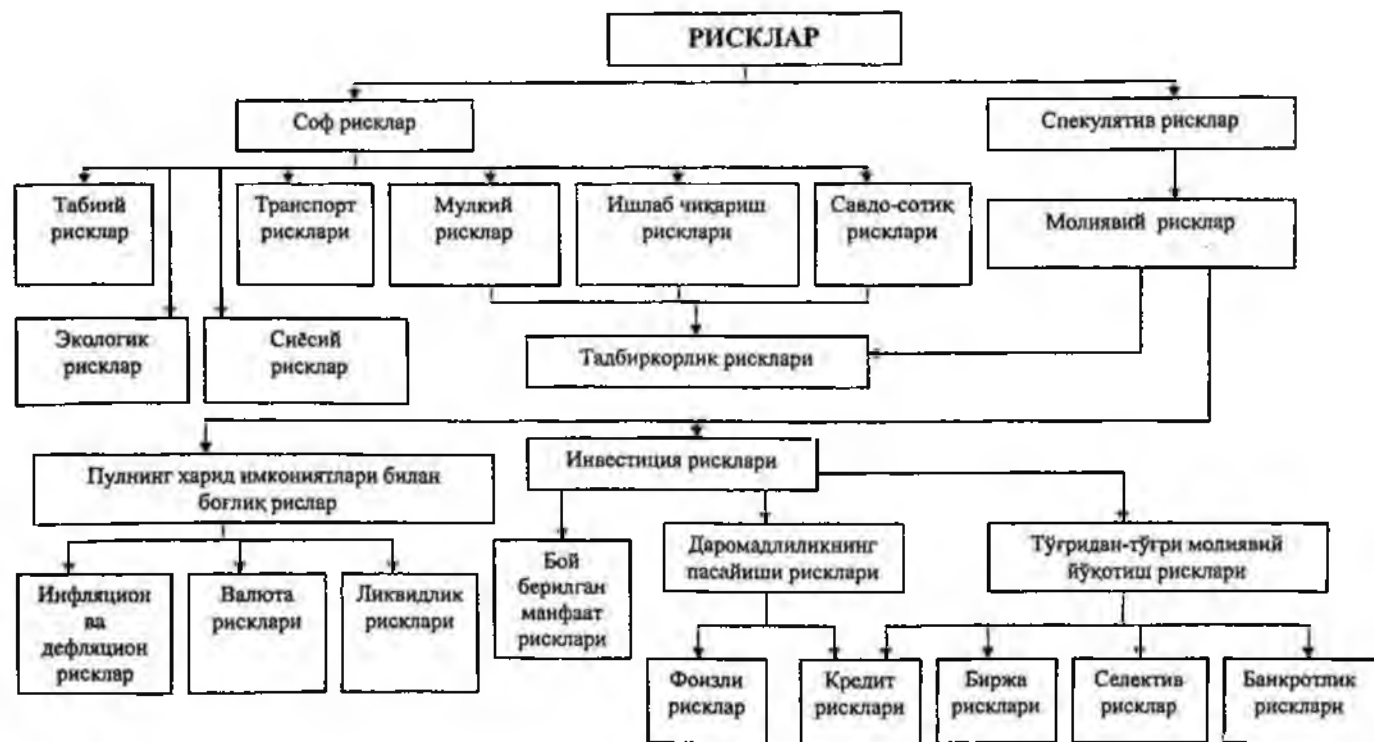
Тизимли молия инжинирингида рисклар тизими комплекс ҳисобга олинади. Уларнинг тизимлаштирилган таснифи 5.1-расмда³⁶⁷ келтирилган бўлиб, мазкур рискларнинг мазмун-моҳияти берилган ҳаволада кўрсатилган адабиётларда батафсил ёритилган.

Тизимли молия инжиниринги (ТМИ) рискларини вужудга келишининг сабаби бўлиб ноаниқ тасодифий ҳолатлар ҳисобланади.

Иқтисодий категория сифатида риск содир бўлиши ёки бўлмаслиги мумкин бўлган ҳодисадир. Ҳодисанинг содир бўлишида учта кўринишда иқтисодий натижа – салбий (зарар, харажатнинг ортиб кетгани), ноль, ижобий (фойда, наф, ютуқ) – бўлиши мумкин.

ТМИ рискларининг объектив мавжудлиги ва бунда эҳтимолий зарар кўриш ва йўқотишлар ёки фойда олиш ва рақобатбардошлиликни ошириш имконияти бўлиши мумкинлиги уларни оптимал даражада бошқариш масаласини келтириш чиқаради.

³⁶⁷ Балабанов И.Т. Риск-менеджмент. –М.: Финансы и статистика, 1996; Шапкин А.С., Шапкин В.А. Экономические и финансовые риски. Оценка, управление, портфель инвестиций. –М.: Издательско-торговая корпорация «Дашков и К», 2011.–544 с.



5.1-расм. Рискларни тизимлаштириб таснифлаш схемаси

Ушбу масаланинг ечимида рискларни бошқариш (риск-менежмент) механизми қўлланилади. Рискни бошқариш жараёнининг асосий босқичларини 5.2-расм кўринишида ифодалаш мумкин.³⁶⁸



5.2-расм. Рискларни бошқариш жараёнининг умумий схемаси

Ушбу 5.2-расмда бизни асосан ТМИ рискин микдорий таҳлили асосида унинг эътиборга мойил рисклари ва қарор қабул қилиш (лойиҳа) рискин микдорий даражасини аниқлаб баҳолаш қизиқтиради. Бунда математик моделлаштириш ва оптималлаштириш аппарати ҳамда қарор қабул қилишнинг статистик усуллари кенг қўлланилади.

ТМИ юқорида келтирилган барча рискларга мойил бўлиши билан бирга ўзи ҳам сезиларли даражада риск хавфини келтириб чиқаради. Яъни, ТМИ учун ташқи бўлган рисклар унинг молиявий инновациялари рискида мужассамлашиб молия инженери томонидан МКТга ўтказилиб кенг ёйилади. Бунда ТМИни амалга оширувчи молия инженерининг профессионал имкониятлари билан

³⁶⁸ Шапокин А.С., Шапокин В.А. Экономические и финансовые риски. Оценка, управление, портфель инвестиций. –М.: Издательско-торговая корпорация «Дашков и Ко», 2011.-с.273-275.

боғлиқ rischi мавжуд бўлиб, ТМИ молиявий инновациялари (уларнинг мукаммал ёки мукаммал эмаслиги, МКТ учун молиявий хавфсиз ёки молиявий хавфсиз эмаслиги, хуфиялилик даражаси борлиги ёки йўқлиги ва ҳ.к.) rischi даражасини маълум даражада оширади ёки пасайтиради. Шунинг учун молия инженерининг ижодий-инновацион ва трансфер фаолияти riskини маълум вақт бирлиги давомидаги «молия инженери хатти-ҳаракатларининг riskсизлиги» (қисқача – «riskсизлик») курсаткичи билан ифодалаб баҳолаш ва оптималлаштириш мумкин.³⁶⁹

Бунда таъкидлаш жоизки, молия инженерининг riskи (riskсизлик) даражасига ва умуман ТМИ жараёни сифатини ўзгаришига турли омиллар таъсир курсатади. Яъни барча riskлар омиллар таркибида мавжуд бўлиб, ТМИ ва молия инженери хатти-ҳаракатлари натижаларига ўтади. Ўз навбатида, бу натижалар ТМИ riskи сифатида ўзга riskларга ўтади.

Умуман олганда, riskлар МКТ тузилмасини беқарорлаштиради ва унинг муҳити сифатини пасайтиради (ифлослаштиради). Омилларнинг табиати ва мазмун-моҳиятини аниқ билиш асосида ТМИ riskларини бошқариш мумкин. Riskларни баҳолашда органолептик (дастлабки тарзда сифатий баҳолаш учун), статистик-эмпирик (кўп вақт ва маблағлар сарфлашни талаб қилади) ёки эҳтимолий-математик (қулай ва арзон) усуллар қўлланилади. Riskсизликни баҳолашда кўпроқ учинчи усул қўлланилади.

Молия инженери riskсизлиги – белгиланган вақт оралиғи (даври) мобайнида молия инженери томонидан амалга ошириладиган хатти-ҳаракатларнинг талаб даражасида ва барқарор бажарилиш эҳтимоли.

Агарда молия инженери функцияси ва riskлари критерийси (мезони) аниқ берилган бўлса, унинг хатти-ҳаракатлари riskсизлиги даражаси миқдоран эҳтимоллар назарияси асосида аниқ ифодаланилиши мумкин. Бунда riskларнинг тақсимланишининг эҳтимолий қонуниятларини аниқлаш ва бунинг асосида riskсизлик даражасини баҳолаш ва башоратлаш мумкин.

Riskсизлик тушунчаси молия инженерининг ҳеч қандай riskсиз ундан талаб қилинган функцияларни бажариш имконини билдиради.

³⁶⁹ Шохазамий Ш.Ш., Зуфарова Ш.Ш., Шохазамий Ш.Ш. Теория безрисковости действий на рынках: финансовом и личных бумаг. -Т.: ТФИ, 2004.-101 с.; Шохазамий Ш.Ш. Основы финансового инжиниринга. -Iqtisod-moliya, 2005.-264 с.

Рисксизлик даражасини миқдорий баҳолаш методологияси ва уни бошқариш тартиби муаллиф томонидан аввал ишлаб чиқилган бўлиб, уни ушбу масала ечимида қўллаш мумкин.³⁷⁰ Унга кўра молия инженерининг инновациялар ижодиёти ва трансфери бўйича хатти-ҳаракатлари МКТ мазмун-моҳияти ва ундаги рақобат ва рисклар муҳити табиати билан мос равишда (уйғунликда) кечади деб қабул қилинади. Бундай уйғунликни қисқача МУХ деб белгилаймиз. Асосий масала бўлиб МУХ таркибидан рискларни тозалаб молия инженерининг мақбул рисксизлик даражасини таъминлаш ҳисобланади. Бунда МКТ институтлари ва МУХ ўртасида вужудга келувчи рисклар муҳим аҳамиятга эга. Чунки, масалан, молия инженери турли омилларнинг нохуш таъсири, жумладан ўзининг миқдори томонидан йўл қўйилган хатоликлар, эъзизга йўқотиш ва зарарлар кўриши эҳтимоли, яъни рисксизлик даражасини пасайиши, мавжуд. Худди шундай эҳтимол аксинча тартибда ҳам мавжуд бўлиши мумкин.

Шу сабабли, МУХ жараёнидаги рискларни баҳолашда учта унсурни ҳисобга олиш лозим: риск манбаи (РМ), рисклар тарқалувчи операциялар тўплами, риск рецептори (РР).

МУХ жараёнида РМнинг РРга таъсири тўғридан-тўғри (бевосита) ёки билвосита бўлиши мумкин. Бундай таъсирнинг ноаниқ ва нохуш натижалари эҳтимоли одатда олдиндан сугурталанади.

Юқорида айтилганлар асосида рисксизликни баҳолашнинг конкрет эҳтимоллий моделлари ва рискларнинг тақсимланиши қонунларини аниқлаш мумкин. Бунда рисксизлик вақт функцияси сифатида ифодаланади.

Таъкидлаш жоизки, молиявий инновациялар (ТМИ маҳсулотлари) трансфери жараёнида уларни лойиҳалаштириш ва молиялаштириш (инвестицион лойиҳаларини тузиш ва молиялаштириб амалга оширишнинг барча босқич ва фазаларидаги ишлар) билан боғлиқ 5.1-расмда келтирилган рисклар ва молия инженери rischi (рисксизлиги) ҳисобга олиниши ва баҳоланиши зарур. Айни ҳолда риск – ТМИ маҳсулоти лойиҳасининг ситуацион характеристикаси бўлиб, у ўзида мазкур лойиҳани амалга оширилиши натижа ва оқибатларида мавжуд бўлган информатсион

³⁷⁰ Шоҳқазамий Ш.Ш., Зуфарова Ш.Ш., Шоҳқазамий Ш.Ш. Теория безрисковости действий на рынках: финансовое и деловых бумаг.-Т.: ТФИ, 2004.-101 с.; Шоҳқазамий Ш.Ш. Основы финансового менеджмента. –Иқтисод-молия, 2005.-264 с.

ноаниқлик ва тўласизликларни, ноаниқ ва ноҳуш эҳтимолий ҳолатларни акс эттиради.

ТМИ маҳсулоти лойиҳаси рисклари таҳлилини қуйидаги тартибда амалга ошириш мумкин:

1. Конкрет қаралаётган рискни оширадиган ёки пасайтирадиган ички ва ташқи омилларни аниқлаш.

2. Аниқланган омилларни таҳлил қилиш.

3. Молиявий рискнинг конкрет турини икки ёндашув асосида баҳолаш.

- лойиҳанинг ликвидлигини аниқлаш;

- лойиҳани молиялаштиришнинг мақсадга мувофиқлигини аниқлаш.

4. Рискнинг мумкин бўлган даражасини белгилаш.

5. Танланган риск бўйича алоҳида операцияларни таҳлил қилиш.

6. Рискни пасайтириш бўйича чора-тадбирларни ишлаб чиқиш.

Ҳозирда лойиҳа рискларини бошқариш бўйича усулларнинг бой арсенали мавжуд бўлиб, уларни тўғри таснифлаш лойиҳа рискларини самарали бошқариш ва мақбул қарорлар қабул қилишда ижобий натижалар беради. Бунда мақбул қарор қабул қилишнинг босқичлари 5.3-расмда келтирилган.

Лойиҳа рискларини баҳолашда қуйидаги усуллар қўлланилади:

- статистик;

- харажатларнинг мақсадга мувофиқлигининг таҳлили;

- эксперт баҳолаш;

- аналогларни қўллаш.

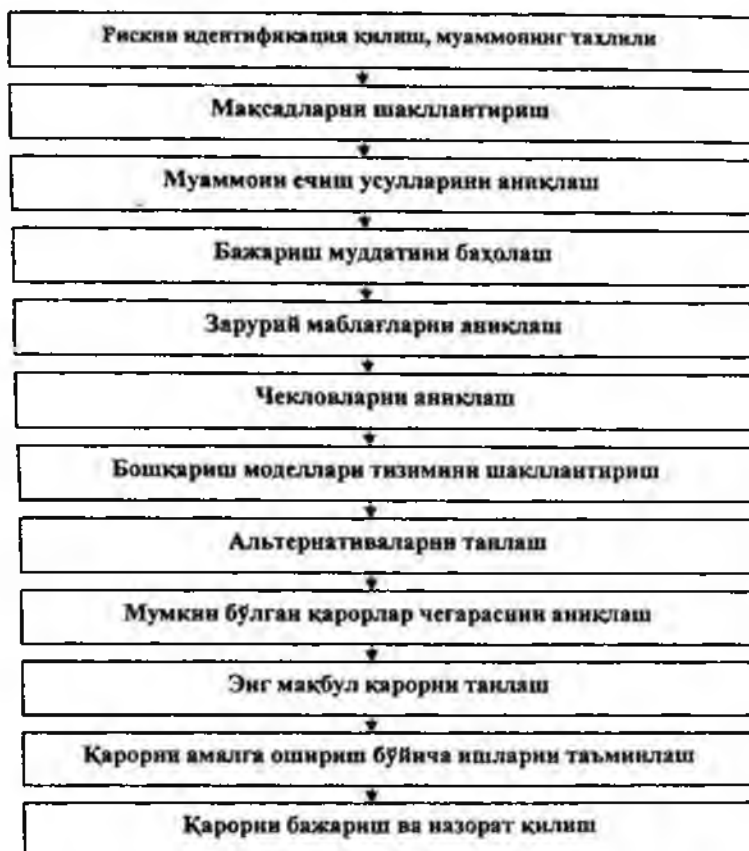
ТМИ маҳсулотлари лойиҳаларини молиялаштиришда қуйидаги рискларни ҳисобга олиш лозим:

• Лойиҳанинг ҳаётчанлиги rischi.

• Молиявий рисклар.

• Маҳсулотнинг иқтисодий-ҳуқуқий таъминланганлиги rischi.

• Молия инженерии rischi.



5.3-расм. Рискларни бошқариш бўйича рационал қарор қабул қилиш босқичлари

Юқорида келтирилган рисклар, уларни баҳолаш ва бошқариш усуллари мавжуд адабиётларда батафсил ёритилган³⁷¹ бўлиб, бунда

³⁷¹ Бочаров В.В. Финансовый менеджмент. – СПб.: Питер, 2004. – 400 с.; Балабанов И.Т. Риск-менеджмент. – М.: Финансы и статистика, 1996; Шапкин А.С., Шапкин В.А. Экономические и финансовые риски. Оценка, управление, портфель инвестиций. – М.: Издательско-торговая корпорация «Дашков и К», 2011. – 544 с.; Абчук В.А. Теория риска. – Л.: Судостроение, 1983; Гранатуров В.М. Экономический риск: сущность, методы измерения, пути снижения. – М.: Дело и сервис, 1999; Дубров А.М., Мхитарян В.С., Хрусталев Е.Ю. Многомерные статистические методы: Учебник. – М.: Финансы и статистика, 1998; Дубров А.М., Лагоша Б.А., Хрусталев Е.Ю. Моделирование рискованных ситуаций в экономике и бизнесе. – М.: Финансы и статистика, 1999; Альтин А.П. Риск и его роль в общественной жизни. М.: Мысль, 1989; Лагуста М.Г., Шаршукьян Л.Г. Риски в предпринимательской деятельности. – М.: Инфра-М, 1999; Райс Т., Койли Б. Финансовые инвестиции и риск/Пер. с англ. – Киев: Торгово-изд. Бюро ВНУ, 1995; Рэдхед К., Хьюкс С. Управление финансовыми рисками. – М.: Инфра-М, 1996; Устешко О.Л. Предпринимательские риски. Основы теории, методологии, оценки и управления. – Киев: Вsesuvito, 1996; Хохлов Н.В. Управление риском. – М.: Юнити-Дана, 1999; Чельин-Прялюцкий В.А. Рынок и риск. – М.: НИУР, Центр СИНТЕК, 1994; Hertz D.B., Thomas H. Risk Analysis and its Applications. – Chichester-N.Y., 1983.

Халқаро Базел ҳужжатларида берилган қоидаларга риоя қилиш мақсадга мувофиқ.

Базел риск-регулятив ҳужжатлари тизимида қуйидаги бош мавзуларга тавсиф берилган:

1. Бутун ҳужжат, унда тавсифланган рискларга баҳо беришга нисбатан ёндашувлар ҳам, уни амалга ошириш йўллари ҳам «бир қолип ҳаммага мос келиши мумкин эмас» (one size does not fit all) деган тамойилга таянади.

2. Банкларга ўзи учун баҳоларни танлашга нисбатан қуйидаги ёндашувлардан бирини мустақил танлаш рухсат этилади (5.1-жадвал): стандарт (SA), соддалаштирилган стандартлаштирилган ёндашув (SSA), ички рейтинглар асосида фундаментал ёндашув (F-IRB) ва ички рейтинглар асосида такомиллаштирилган ёндашув (A-IRB)

5.1-жадвал

Базел-II тизими бўйича ишлашга ўтилганда банкларда турли даражадаги риск-менежментда мақбул ёндашувлар³⁷²

	Ривожланишнинг қуйи даражаси	Ривожланишнинг ўртача даражаси	Ривожланишнинг юқори даражаси
Кредит rischi	Стандартлаштирилган ёндашув	FIRB	AIRB
Операцион риск	Асосий ёндашув	Стандарт ёндашув	Такомиллаштирилган ёндашув
⇒ Банкда риск-менежментнинг ривожланиш даражаси ⇒			

3. Инсон омили ва ташкилий омилар таъсирида қўрилиши мумкин бўлган зарарлар сифатида тавсифланувчи операцион риск учун қўшимча капитал жорий этилади. Бу қўшимча капитални ҳисоблашнинг уч усули белгиланади.

Рискларни юмлатиш қоидалари қуйидагиларни назарда тутати.

Базел-I ҳужжати доирасида битим тузишда рискни қуйидаги формулада ифодалаш мумкин³⁷³:

$$C_R / RWA = C_R / (CRWA + CMR) \geq 8\%.$$

Базел-II ҳужжати доирасида битим тузишда рискни қуйидаги бироз ўзгартирилган формулада ифодаланади:

$$C_R / (\alpha RWA) = C_R / [\alpha (CRWA + MR + OR)] \geq 8\%.$$

³⁷² Yeh Yee Chang, Investment Risk Management. John Wiley and Sons Ltd., England, 2004

³⁷³ Навр П., Базель-2 для управляющих банками: основные характеристики и последствия введения для Центральной и Восточной Европы. Банковское дело, №3, 4, 2006. Ушбу материаллар Ш.Давронов иштирокида умумлаштирилиб тайёрланган.

бу ерда: C_R – Regulatory Capital – Тартибга солинувчи капитал; RWA – Risk Weighted Assets – Рисклилик даражаси ўлчанган активлар; $CRWA$ – Credit Risk Weighted Assets – Кредит рискининг даражаси ўлчанган активлар; MR – Market Risk – Бозор rischi; OR – Operational Risk – Операцион rischi; α – IRB ёндашувларидан фойдаланилганда назорат органлари RWA га нисбатан қўллаши мумкин бўлган тузатиш коэффициенти. Бу коэффициентни киритишдан мақсад – Базел-II амалга киритилганидан сўнг регулятив коэффициент қиймати ўзгармаслигини таъминлаш. Агар бунда C умумий қиймати кўпайса, α бирдан кичкина ($\alpha < \alpha$), камайса, $\alpha > 1$ бўлар эди. Ҳозирги вақтда Базель Кўмитаси $\alpha = 1,06$ ни таклиф қилади, яъни Базель-II тизими жорий этилиши натижасида капитал ҳисобий қийматларининг умумий пасайиши юз беради деб ҳисобланади. Зарур ҳолда бу коэффициент қийматига аниқлик киритилади.

Бу йўналишда қуйидагича мулоҳаза юритиш мумкин. Аниқроқ айтганда, Базел тамойилларига биноан ҳужжатнинг иккала вариантга яна бир тенглама қўшилса, ўринли бўлар эди. Бунинг натижасида Базел-II қуйидаги тенграмалар билан ифодаланади:

$$C_R / (\alpha RWA) = C_R / [\alpha (CRWA + MR + OR)] \geq 8\%$$

$$C = C_R + \Delta C$$

Аниқлик киритишда давом этадиган бўлсак, бу тенграмаларнинг биринчиси ўнг қисмини маҳражига Базел тизимига ҳозирча киритилмаган рискларни (уларни «ландшафтли рисклар – LR» деб белгилаймиз) ҳисобга олувчи ҳадни киритиш лозим. Натижада қуйидаги тенграмалар системасини оламиз:

$$C_R / (\alpha RWA) = C_R / [\alpha (CRWA + MR + OR + LR)] \geq 8\%$$

$$C = C_R + \Delta C$$

$$\Delta C = C_{MR} + C_{OR} + C_{LR} + R,$$

бу ерда: R – мутлақо қўтилмаган зарарларни қоплашга мўлжалланган захира.³⁷⁴

Аввалгидек, балансдан ташқари активлар кредитларни ўзлаштиришнинг қўтилаётган суръатларини акс эттирадиган ва

³⁷⁴ Бу ерда барча формулалар Базель модели муаллифларнинг мантисини устида мулоҳаза юритиш йўналишини таъсирлаш учун келтирилмоқда.

Базел Кўмитаси томонидан белгиланадиган кредит конверсияси эквивалентларидан фойдаланиб кредит рискларига конвертация қилинади.

Рискни аниқлаш ва уларни бошқариш мақсадларида барча банк активлари ҳамда балансдан ташқари воситалари риск даражаси бўйича таснифланади ва ҳар бир гуруҳга риск коэффиценти берилади (5.2-жадвал). Бунда банк активлари бўйича риск даражаси 0 дан 100 фоизгача бўлиши мумкин ва унинг ликвидлигига боғлиқ равишда аниқланади.

5.2-жадвал

Риск даражаси (коэффициенти)

№	Риск миқдори	Риск босқичлари
1.	0,0-0,1	Энг кам миқдорда (минимал)
2.	0,1-0,3	Кичик
3.	0,3-0,4	Ўрта
4.	0,4-0,6	Юқори
5.	0,6-0,8	Максимал
6.	0,8-1,0	Критик (тавг)

Активларнинг риск даражасини аниқлаш учун ушбу гуруҳнинг актив қолдиғини риск даражасига кўпайтириб 100 фоизга бўлиш керак. Балансдан ташқари риск энг юқори бўлган муомалаларга қуйидагилар киради (5.3-жадвал). Кафиллик, кафолатлар, ҳамда қопланмаган чеклар бўйича тўлов кафолатлар, қопланмаган жавобсиз аккредитивлар, муддатдан аввал ёпиш ҳуқуқсиз кредитлар чизиги, овердрафт кредитини тақдим этиш мажбуриятлар, векселлар аваллаштирилишини тақдим этиш балансдан ташқари rischi катта бўлган муомалаларга киради. Бунда банк томонидан исталган вақтда контрагентни хабардор қилмасдан туриб бекор қилиши мумкин бўлган мажбуриятлар risksиздир.

Балансдан ташқари ҳисобларда акс этувчи барча воситалар: кафолатлар, кафилликлар, аккредитивлар, акцептлар, индоссаментлар риск даражаси бўйича тўрт гуруҳга бўлинган ва уларнинг ҳар бири риск коэффицентиغا эга. Бу коэффицентга балансдан ташқари воситаларнинг суммалари кўпайтирилади, «тортилади». Бундан ташқари, ҳар бир воситага эквивалент бўлган кредит rischi қўшимча контрагент турига боғлиқ равишда ўлчанади: ривожланган мамлакатлар гуруҳи таркибидаги банслар бўйича – 20 фоиз, бошқа контрагентлар бўйича – 100 фоиз.

**Риск даражаси бўйича баланسدан ташқари воситалар
таснифи³⁷⁵**

Риск табиати ва коэффициенти	Баланسدан ташқари ҳисобларда акс этувчи воситалар
Юқори риск $K = 1$	1. Кафолатлар. 2. Кафилликлар. 3. Аккредитивлар. 4. Ишлатилмаган кредит линиялари. 5. Овердрафт кредитини тақдим этиш бўйича ишлатилмаган лимитлар. 6. Индоссаментлар. 7. Акцептлар. 8. Талаб қилиш ҳуқуқини келиштириш. 9. Муомалаларни ечиш бўйича узоқ муддатли мажбуриятлар ва молиявий инновациялар. 10. Банк молия инжиниринги маҳсулотларини жорий қилиш.
Урта риск $K = 0,5$	1. Кафолат бўйича қўшимча мажбуриятлар. 2. Аккредитивлар. 3. Муомалаларни ечиш бўйича қисқа муддатли мажбуриятлар ва молиявий инновациялар. 4. Андерайтинг мажбуриятлари. 5. Ишлатилмаган кредит чизиклари.
Паст риск $K = 0,2$	1. Кафолатлар. 2. Аккредитивлар. 3. Индоссаментлар.
Риск йўқ $K = 0$	1. Белгилаб олинган муомалалар бўйича мажбуриятлар. 2. Индоссаментлар.

Активлар гуруҳларга бўлинган бўлсада, риск турли даражага эга бўлиши мумкин. Бу уни кафолатлаш, суғурталаш ва бошқа усуллар билан тартибга солиш имкониятига боғлиқ. Масалан, қурилишга узоқ муддатга берилган қарзлар 100 фоиз рискка эга, ҳукумат кафолатини олганда эса риск 10 фоизгача тушиб кетади.

Ушбу усулнинг камчилиги - банк активларига субъектив ёндашиш билан боғлиқ бўлган банк рискини аниқлаш хусусиятидир. Шунинг учун ҳар бир алоҳида ҳолда маълум бир муомалани амалга оширишдаги йўқотишлар эҳтимоллигини мустақил равишда аниқлаш зарурати пайдо бўлади.

³⁷⁵ Изоҳ: Курсив билан кўрсатилганлар муаллиф ва Ш.Давронов томонидан киритилган.

5.2. Молиявий инновациялар бўйича эгаллик ҳуқуқини ҳимоялаш ва моддий манфаатларни таъминлаш масаласи

Интеллектуал мулк (ИМ) бўлган инновациялар³⁷⁶, жумладан молиявий инновациялар, бўйича ҳуқуқларнинг назарий замини илмий-интеллектуал ва амалий инновацион фаолиятнинг барча ютуқларидан кенг қўламда фойдаланиш даркорлигига ва шундан келиб чиққан ҳолда, уларнинг яратувчиларини ва тарқатувчиларини рағбатлантириш мажбурийлигига асосланади. Бирлашган Миллатлар Ташкилоти томонидан 1948 йилда қабул қилинган Инсон ҳуқуқлари умумжаҳон декларациясида ИМга бўлган ҳуқуқлар, шу жумладан муаллифлик ҳуқуқлари, асосий инсон ҳуқуқларига киритилган. Лекин молиявий инновациялар ИМ тоифасига кирсада, улар ИМ объектлари ва молия инженери ИМ субъектлари қаторида алоҳида аниқлаштирилмаган. Бундай ҳолат молия инженерлари ва уларнинг молиявий инновацияларини алоҳида ИМ объекти ва субъекти сифатида қаралишини тақозо этади. Бундай камчилик халқаро ҳуқуқ амалиётига ҳам ҳосдир. Мазкур ҳолатни масала сифатида халқаро ҳуқуқ ва унга мос Ўзбекистон қонунчилигида намоён бўлганлигини қуйидагилар асосида қўриш мумкин.

Интеллектуал мулк объектларига қуйидагилар киради (Фуқаролик кодекси, 1031-модда):

1) интеллектуал фаолият натижалари, илмий, адабий ва санъат асарлари, эшиттириш ташкилотларининг ижролари, фонограммалари ва эшиттиришлари, электрон ҳисоблаш машиналари учун дастурлар ва маълумотлар базаси, ихтиролар, фойдали моделлар, саноат намуналари, селекция ютуқлари, ошкор этилмаган ахборотлар, шу жумладан ишлаб чиқариш сирлари (ноу-хау);

2) фуқаролик муомаласи иштирокчиларининг, товарлар, ишлар ва хизматларнинг хусусий аломатларини акс эттирувчи воситалар, фирма номлари, товар белгилари (хизмат кўрсатиш белгилари), товарлар чиқарилган жойларнинг номлари;

³⁷⁶ Бовин А. А., Чередицкая Л. Е. Интеллектуальная собственность: экономический аспект. -М., Новосибирск: ИНФРА-М - НГАЭиУ, 2001; Минерин Г.И., Гребенников В.Г., Нейман Е.И. Методологические основы оценки стоимости имущества. -М.: Интерреклам, 2003.-688 с.; Грязнова А.Г., Федотова М.А. Оценка бизнеса. Учебник. -М.: Финансы и статистика, 2003; Интеллектуальная собственность (исключительные права): учебное пособие/Под ред. Н.М.Коршунова. -М.: Эксмо, 2006. -576 с.; Трифилова А.А. Оценка эффективности инновационного развития предприятия. - М.: Финансы и статистика, 2005. -304 с.; Интеллектуал мулкни тижоратлаштириш ва технологиялар трансфери: Ўқув қўлағи / Г.Ш.Рашидова, умумий тахририяти остида.-Т.: Иқтисодий ва ҳуқуқ дунёси, 2002.-272 б.

3) Фуқаролик кодексида ёки бошқа қонунларда назарда тутилган ҳолларда интеллектуал фаолиятнинг бошқа натижалари ҳамда фуқаролик муомаласи иштирокчиларнинг, товарлар ва хизматларнинг хусусий аломатларини акс эттирувчи воситалар.

Қуйидагилар *ИМ субъектлари* бўлиб ҳисобланади: патентга эга бўлганлар, ворислар, Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамаси ҳузуридаги Давлат Патент идораси (ДПИ), ДПИ Апелляцион Кенгаши, Муаллифлик ҳуқуқлари бўйича Ваколатхона, Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамаси ҳузуридаги интеллектуал мулк бўйича Давлат жамғармаси, фуқаролик ва ҳўжалик судлари, лицензиатлар (корхоналар, наشريётлар, фонофамма, аудио ва видео маҳсулотлари ишлаб чиқарувчилар, эшиттириш ташкилотлари ва бошқалар).

Саноат мулки муаллифининг ҳуқуқлари шахсий номулкий ва мулкий ҳуқуқларни мужассамлаштиради.

Шахсий номулкий ҳуқуқлар:

- муаллифлик ҳуқуқлари — қонунга ва ҳимояланадиган ҳужжатни бериш омилига асосланган ушбу объект яратувчиси деб тан олинмиш мумкинлиги;

- муаллиф номига бўлган ҳуқуқ — ихтирочининг ҳар қандай наشريётда у томондан яратилган ИМ объекти тўғрисида объект яратувчиси деб эслатишни талаб этиш борасида қонун билан таъминланган имконияти;

- ихтирога, фойдали моделга ёки саноат наъмунасига патент олиш ҳуқуқи, шунингдек ушбу ҳуқуқни бошқа жисмоний ва ҳуқуқий шахсларга бериш ҳуқуқи.

Мулкий ҳуқуқлар:

- ихтиро муаллифи — патент эгасининг ҳақ олиш мақсадида патентдан воз кечиш ва лицензияни сотиш ҳуқуқи;

- патентга эга бўлмаган муаллифнинг (биринчи ўринда ишлаб чиқариш ихтиролари муаллифининг) иш берувчи томонидан ИМ объектидан тегишли равишда фойдаланганидан олинган ёки олинмиш мумкин бўлган фойдага тенг бўлган ҳақ олишга бўлган ҳуқуқи.

Ўзбекистон Республикаси қонунчилиги томонидан ИМ объектига эга бўлиш ҳуқуқига эга бўлганлар ва муаллифларнинг фуқаролик ҳуқуқларини ҳимоя қилишнинг қуйидаги воситалари мавжуд:

- ҳуқуқни тан олиш;

- ҳуқуқни бузишгача мавжуд бўлган аҳволни тиклаш, ҳуқуқни бузадиган ёки бузиш хавфини туғдирадиган ҳаракатларнинг олдини олиш;

- битим бекор қилинишини тан олиш ва унинг бекор қилиниши оқибатларини қўллаш;

- ҳуқуқнинг ўзини-ўзи ҳимоя қилиши;

- зарарни, шу жумладан бой берилган фойдани қоплаш;

- неустойкани (жаримани) ундириб олиш;

- маънавий зарарни қоплаш;

- ҳуқуқий муносабатларни бекор қилиш ёки уларга ўзгартиришлар киритиш;

- ИМга бўлган ҳуқуқ бузилиши натижасида уни бузувчи томонидан олинган фойдани ундириб олиш;

- ҳимоянинг бошқа турлари.

Инновация фаолияти (ИФ) қуйидаги ишларни ҳам қамраб олади:

- инновация маҳсулотларини ва уларни тайёрлаш учун зарур бўлган комплектлаш маҳсулотларини сертификациялаш ва стандартлаш;

- инновация маҳсулотларини сотиш бозорларини ташкил қилиш;

- инновация инфраструктурасини ташкил қилиш ва ривожлантириш;

- инновация фаолияти учун ходимларни тайёрлаш ва қайта тайёрлаш;

- шунингдек, инновацияни ташкил қилиш ва тарғиб қилиш мақсадида ягона жараёнга боғланган ва қонунчилик билан таъқиқланмаган ишларнинг бошқа турлари.

Ушбу фаолият ишлаётган корхонани модернизациялаштириш ва янги корхона ташкил қилиш, янги ёки такомиллаштирилган маҳсулотни ишлаб чиқариш учун технологик жараённи созлаш ва такомиллаштириш, ушбу ишлаб чиқариш учун зарур бўлган ходимларни тайёрлаш, кўрсатилган маҳсулотга бўлиши мумкин бўлган талабни аниқлаш йўли билан амалга оширилади.

Инновация соҳасида давлат сиёсатининг мақсадлари:

- ишлаб чиқариш самарадорлиги ва мамлакат маҳсулот ишлаб чиқарувчилари маҳсулотларининг рақобатбардошлигини ошириш;

- бозор муносабатлари, тадбиркорликнинг ривожланиши ва носоғлом рақобатнинг олдини олишда кўмаклашишни ҳисобга

олган ҳолда интеллектуал фаолиятнинг фаоллашувига кўмаклаштиш;

- давлат томонидан интеллектуал фаолиятни қўллаб-қувватлаш, унинг ривожланишига йўналтирилган давлат ресурсларидан самарали фойдаланишни ошириш;

- илм ва саноатнинг ўзаро боғланишини кенгайтиришга ҳамкорлик;

- жаҳон бозорида мамлакатнинг инновация маҳсулотларини қўллаб-қувватлаш ва республика экспорт потенциалини ривожлантириш бўйича тадбирларни амалга ошириш;

- интеллектуал фаолият соҳасида ташқи иқтисодий алоқаларни ривожлантириш.

Инновация соҳасида давлат сиёсатининг асосий принциплари қуйидагилардан иборат:

- жамият ишлаб чиқаришнинг технологик ривожланиш даражасини, фанҳажмли асосланган маҳсулотларнинг рақобатбардошлигини, аҳолининг турмуш даражасини ва экологик хавфсизликни ошириш учун ИФ аҳамиятининг устуворлигини тан олиш;

- ИФ давлат томонидан бошқарилишини, шу жумладан рақобатнинг самарадор механизмини таъминлаш;

- иқтисодий тараққиётни таъминлайдиган базис инновациянинг негизини ташкил қилиш ва тарқатиш учун давлат ресурсларини концентрациялаш;

- интеллектуал фаолиятни амалга ошириш жараёнида ижобий инвестицион муҳитни яратиш;

- ИФ субъектлари ва уни амалга ошириш жараёнида ташкил қилинган интеллектуал мулк ҳуқуқларининг давлат томонидан муҳофаза қилиниши;

- ИФ доирасида фан ва саноатнинг ўзаро ҳамкорлиги ва интеграциясини ривожлантириш;

- ИФда халқаро ҳамкорликни фаоллаштириш;

- ИФ ни амалга ошириш натижасида давлат мудофаа қобилиятини мустаҳкамлаш ва миллий хавфсизликни таъминлаш.

Инновация соҳасида давлат сиёсатининг асосий йўналишлари қуйидагилардан иборат:

- ИФ меъёрий-ҳуқуқий таъминотини, уни рағбатлантириш механизмини, институционал ўзгаришлар тизимини, интеллектуал мулкни инновация тизимида ҳимоя қилиш ва ундан ҳужалик

юритишда фойдаланиш йўллари ишлаб чиқиш ва такомиллаштириш;

- ИФни комплекс қўллаб-қувватлаш тизимини ташкил қилиш, ишлаб чиқаришни ва экспортни ривожлантириш;

- инновация жараёнини, шу жумладан, ахборот таъминот, экспертиза, молиявий-иқтисодий ишлаб чиқаришни техник қўллаб қувватлаш ва олдинга силжитиш, ходимларни тайёрлаш ва қайта тайёрлаш инфраструктураларини ривожлантириш;

- кичик юқори технологияли корхоналарни ташкил қилиш учун қулай шарт-шароитлар яратиш йўли билан кичик инновация тадбиркорлиги ривожланишига ҳамкорлик қилиш ва уларнинг фаолиятини бошланғич босқичида давлат томонидан қўллаб-қувватлаш;

- нобюджет инвестицияларни жалб қилиш учун истикболи бор ишлаб чиқаришни қўллаб-қувватлаш, инновация лойиҳалари ва дастурларини танлаб олиш учун конкурс тизимини такомиллаштириш;

- ишлаб чиқариш самарадорлигини ва маҳсулотнинг рақобатбардошлигини оширишга муҳим таъсир кўрсатадиган ва янги технологик тартибга ўтишни таъминлайдиган танқидий технологияларни ва устувор йўналишларни амалга ошириш;

- юқори технологик маҳсулотларни ишлаб чиқариш учун фуқаролик саноатини шакллантириш;

- интеллектуал фаолият ва технология трансфери йўналишида халқаро ҳамкорликни фаоллаштириш.

Давлат инновация соҳасида ижобий ўзгаришларни таъминлаш учун институционал ва қонунчилик шароитларини ташкиллаштириш йўли билан ИФ ни қўллаб-қувватлайди ва рағбатлантиради.

ИФ барча субъектлари, мулкчилик шакли ва молиялаштириш турларидан қатъи назар, шу жумладан, юқори технологияли ишлаб чиқаришга маблағ қўяётган мамлакат ва чет эл инвесторлари учун қулай шароитлар яратиш мақсадида, солиқ тизими такомиллаштирилмоқда.

ИФни давлат томонидан қўллаб-қувватланиши ва рағбатлантиришнинг Ўзбекистон Республикаси қонунчилиги ва бошқа меъёрий-ҳуқуқий ҳужжатлар билан белгилаб бериладиган аниқ шакллари:

- давлат буюртмаси асосида бажарилаётган илмий-техник ва инновацион ишлар қўшимча қиймат солиғидан озод қилиниши;

- Ўзбекистон Республикасида патент олган патент эгалари — жисмоний шахслар (лицензиатлар) ва фойдаланувчилар — саноат мулк объектлари жисмоний шахслар (лицензиатлар)ни даромад солиғидан вақтинча озод қилиниши;

- жисмоний шахслар томонидан халқаро ташкилотлар ва жамғармалардан, шунингдек, Ўзбекистон Республикасининг илмий-техник ҳамкорлик бўйича халқаро келишувлар доирасида олган грантлари миқдорини даромад солиғидан озод қилиш;

- халқаро ташкилотлар ва жамғармалардан, шунингдек, Ўзбекистон Республикасининг илмий-техник ҳамкорлик бўйича халқаро келишувлар асосида олинган грантлар орқали олинаётган ускуналар қўшимча қиймат солиғидан озод қилиниши;

- интеллектуал мулк объектларидан (ИМО) устав фондида улуш сифатида ёки бошқа тижорат мақсадларида фойдаланиш мумкинлиги;

- асосий жамғармаларнинг амортизация муддатини қисқартирилиши;

- давлат буюртмасига асосан ташкил қилинаётган саноат мулк объектларини патентлаш учун имтиёзли давлат божлари.

Юқорида таъкидланганлардан кўриниб турибдики, молиявий инновацияларни ИМ деб талқин қилиш мумкин бўлиб, уларни ИМ объектлари ва субъектлари қаторига молия инженери ИМ сифатида билвосита қабул қилиш мумкин. Мавжуд қонунчилик асосида бундай ИМ патентланмайдиган инновацион молиявий маҳсулотлар яратиш билан боғлиқ ҳозирча махсус лицензияланмайдиган молия инжиниринги хизмати тури бўлиб, молия инженери (у бундай маҳсулотнинг — ИМнинг — муаллифи сифатида) ва унинг хизматига талабгор шахслар билан тегишли шартнома асосида амалга оширилиши мумкин бўлмоқда. Бундай ҳолат молия инженерлари ва уларнинг молиявий инновацияларини мос равишда ИМ субъекти ва объекти сифатида инновацион молиявий маҳсулот ва уни амалга ошириш лойиҳаси сифатида билвосита қаралиши имконини беради.

Бунда молия инженерининг ҳақ-ҳуқуқларини ҳимоялаш учун мавжуд қонунчиликдан фойдаланиш мумкин. Агарда унинг ҳуқуқлари бўйича низо ва можаролар қуйидагича ҳал қилиниши мумкин.

Даъво ёки даъво аризаси прокуратурага ёки тўғридан-тўғри ҳужалик ёки халқ судига юборилади.

Субъектив муаллифлик ҳуқуқларига нисбатан бўлган оғир тажовузлар жиноят сифатида қаралади ва жиноий жавобгарликка олиб келади. Ўзбекистон Республикасининг Жиноят кодекси муаллифликни ғайриқонуний равишда ўзлаштириб олиш, ҳаммуаллифликка мажбур қилиш, муаллифлик ва ўзаро боғланган ҳуқуқлар объектларидан ноқонуний фойдаланиш жавобгарлигини кўзда тутди.

Муаллифлик ҳуқуқларини маъмурий-ҳуқуқий ҳимоя қилиш воситалари муаллифлар ва бошқа ҳуқуқ эгаларининг аризаларини кўриб чиқишдан, шунингдек муаллиф асарларидан фойдаланадиган ташкилотларнинг юқори ташкилотларига — вазирликлар, давлат қўмиталари, давлат ассоциациялари, концернлар ва шу кабиларга нисбатан прокурорларнинг эътирозларидан ташкил топади. Кўрсатиб ўтилган ташкилотлар муаллифлик ҳуқуқлари бузилганлигини топганда ўз ташаббуси билан муаллифлик ҳуқуқлари ҳимоясини амалга оширади.

Иқтисодий ривожланишнинг ҳозирги кўриниши билим, фикр, ихтиро, маълумот, тажрибани муҳим ҳаракатлантирувчи кучга айлантирадики, бу мулк объектлари чегараларини кенгайтиришга, ИМни иқтисодий таҳлилнинг мустақил бўлимига ажратиб чиқишига имкон беради. Бунда мулк — эгаллик қилинаётган нарсани бошқариш, бошқага бериш, назорат қилиш ва унга жавобгар бўлиш, ундан фойдаланишни чеклаш ва бекор қилишни белгилайдиган мутлақ ҳуқуққа эга бўлишдир. Бундай муносабатлар ИМга нисбатан ҳам вужудга келади, лекин уларни амалга ошириш маълум хусусиятга эга (бу шу билан боғлиқки, ИМ объекти кўп ҳолатларда берилмайди, балки қисман топширилади). Улар моддий бойлик ҳолатидагидек, нафақат эгаларини ўзгартиради, балки уларнинг сонини кўпайтиради.

Бозор иқтисодиётида ИМ объектини ташкил қилиш ва амалга ошириш жараёнида асосан иқтисодий рағбатлантиришлар қўлланилади. Улар интеллектуал соҳа ходимларининг инновацион фаолиятига вақт, меҳнат ва сармоя сарф қилиш, ташаббус кўрсатиш, меҳнат натижаларини такомиллаштиришга доимо ҳаракат қилишнинг рағбатлантиради. ИМ объекти уни яратганга тегишлидир. Объект эгасига ушбу объектдан ўз ихтиёрича фойдаланишга мутлақ ҳуқуқ берилган.

Ҳуқуқий меъёрлар билан ҳимояланган ИМ ўзига хос монополиянинг вужудга келишига олиб келади. У турли ҳужалик

бирликларининг кашфиётига, саноат намуналарига ва бошқа янгиликларга кириб боришнинг таъминлайди, бу эса пировардида жамиятнинг иқтисодий ривожланишини таъминлайди. Шунинг учун ривожланган давлатларнинг монополияга қарши қонунларида муаллифлик ҳуқуқи, лицензиялар, савдо маркалари, ихтиролар тўғрисидаги қонунлар билан кафолатланган ҳуқуқларни амалга ошириш учун истиснолар кўзда тутилган. Шу билан бир қаторда ИМ объекти соҳасидаги монополия рақобатни ушлаб туради, истеъмолчиларнинг танлашини камайтиради, нарх даражасига таъсир қилади. Буларнинг ҳаммаси илмий билимнинг жамиятда тарқалишини чеклайди. Муаллифлар қизиқишини ҳимоя қилиш учун ва шу билан бир қаторда, монополизмнинг ёмон оқибатларини четлаб ўтиш учун етакчи мамлакатларнинг экспертлари патентнинг амал қилиниш муддатини, яъни вақтинчалик монополияни, патент эгаларининг улардан тижорат мақсадида фойдаланишига қизиқишларини оширишни таклиф қилишмоқда.

ИМ объекти (қисқача ИМО) соҳасида хизмат вазифасини бажариш чоғида ташкил қилинган мулк муносабатлари асосан шу билан бошқариладики, барча ИМО, агар алоҳида қўшимча шартлар бўлмаса, фирманинг мулкига ўтади. Инглиз-америка варианты бунда шунини кўзда тутадик, муаллиф ИМО дан тижоратда фойдаланганидан тушган фойданинг 15 фоизидан кам бўлмаган миқдорини олади. Европача ёндашиш муаллифнинг юқори даражада мустақиллигини таъминлайди. Қисман, муаллиф иш берувчи томонидан олинган ёки иш берувчи патент олган ҳолда ИМОдан тегишли равишда фойдалангандан олиши мумкин бўлган фойда миқдorigа тенг ҳақ олишга ҳақи бор.

ИМОнинг фаол олди-сотдиси алоҳида бозорнинг — интеллектуал маҳсулот ва хизматлар бозорининг пайдо бўлишига ва ривожланишига олиб келади. Ҳозирги вақтда у бозор иқтисодиёти ривожланган мамлакатларнинг жўшқин ривожланаётган бозорлардан бири ҳисобланади.

Интеллектуал мулкни ташкил қилишга кетган харажатлар миқдорининг тахлили шундан далолат берадики, улардаги доимий чықимнинг ҳиссаси катта. Уларнинг кўп қисмида юқори малакали мутахассисларни жалб қилишга тўғри келади. Интеллектуал тизимда меҳнат жараёнининг ўзига хос хусусиятлари охириги харажатларни белгилашга катта таъсир кўрсатади. Интеллектуал мулк объектларини яратиш жараёнида харажатларнинг олиши

нафақат сон томонидан ўсишга, балки сифат томонидан такомиллашувига ҳам олиб келади. Бу иқтисодий фаолиятнинг ушбу тури учун жуда муҳимдир. Шунинг учун энг сўнгги харажатларни аниқлашда интеллектуал мулк ва хизматларнинг сифатлилиги хусусиятлари, шу жумладан уларнинг ноёблиги ҳисобга олинади.

Бунда муаллифлик ҳуқуқи ҳимосини таъминлаш воситалари муҳим аҳамиятга эга.

Муаллифлик ҳуқуқи объектив маънода — бу илм, адабиёт ва санъат асарларини яратиш ва улардан фойдаланиш билан боғлиқ ҳолда пайдо бўладиган муносабатларни фуқаролик ҳуқуқлари нормалари мажмуаси, субъектив маънода — илмий, адабий ва санъат асарлари яратадиган шахсларга тегишли бўлган, улар яратган асарларга нисбатан шахсий номулкий (маънавий) ва мулкый ҳуқуқларнинг мажмуасидир.

Муаллифлик ҳуқуқи ижодий фаолият натижаси ҳисобланадиган, вазифаси ва кадр-қимматидан қатъий назар, шунингдек уларни ифода этиш усулларида қатъий назар илм, адабиёт ва санъат асарларига жорий қилинади.

Асар бу муаллифнинг ўз ифодасини инсон хислари билан идрок эта олиши учун мумкин бўлган содда, аниқ, қайтариш мумкинлигига йўл берадиган шаклда билдириш орқали ижодий фаолият натижасида олинадиган ғоялар, фикрлар ва сиймоларнинг мажмуасидир.

У қуйидагича бўлиши мумкин:

- ижодий фаолият натижаси бўлиши;
- ўзига хос бўлиши (асардаги ғоялар албатта янги бўлиши шарт эмас, лекин уларни ифода қилишнинг илмий, адабий ёки бадний шакллари муаллифнинг ўзига хос асари бўлиши керак);
- ифода қилишнинг уни қабул қилинишини таъминлайдиган объектив шаклига эга бўлиши лозим.

Муаллифлик ҳуқуқи билан ғояларнинг ўзи эмас, ушбу ғоя мужассамлашган ва бошқалар ҳар қандай ғоя, фикр ва сиймоларни идрок эта оладиган муаллифлик ҳуқуқининг моддий шаклда ифода қилиниши ҳимоя қилинади.

Асар, агар у бирон бир қуйидаги объектив шаклда ифодаланган бўлса, муаллифлик ҳуқуқи объектив бўлади:

- ёзма (қўлёзма, машинкада ёзилган, нотали ёзув, компьютер принтерида ёзувдан чиққан ва шунга ўхшашлар);

- оғзаки (омма олдида намойиш этиш);
- аудио ва видео ёзувлар (механикли, магнитли, рақамли, оптик, лазерли, мулътимедийли ва шунга ўхшаш);
- тасвири (расм, эскиз, картинка, компьютер графикаси, режа, чизма, кино-, теле-, видео- ва фотокадр ва шунга ўхшаш);
- ҳажм (скульптура, модели, маконли, макет, иншоот ва шунга ўхшашлар);
- бошқа шаклларда.

Муаллифлик ҳуқуқлари объектлари жумласига қуйидагилар киради:

- адабий асарлар (адабий-бадний, илмий, ўқув, публицистик ва бошқа асарлар);
- драматик ва сценарий асарлар;
- матнли ва матнсиз мусиқа асарлари;
- мусиқали-драматик асарлар;
- хореография асарлари ва пантомималар;
- аудиовизуал асарлар (кино, теле ва видео фильмлар, слайдфильмлар, диафильмлар ва бошқа хил кино, теле ҳамда видео асарлар), радио асарлар;
- рангтасвир, ҳайкалтарошлик, графика, дизайн асарлари ва бошқа тасвирий санъат асарлари;
- манзарали-амалий ва сахна беағи санъати асарлари;
- архитектура, шаҳарсозлик ва боғ-парк барпо этиш санъати асарлари;
- фотография асарлари ва фотографияга ўхшаш усулларда яратилган асарлар;
- жуғрофия, геология хариталари ва бошқа хариталар, жуғрофия, топография ва бошқа фанларга тааллуқли шарҳлар, эскизлар ва асарлар;
- барча турдаги электрон-ҳисоблаш машиналари (ЭҲМ) учун дастурлар, шу жумладан амалий дастурлар ва операция тизимлари; шунингдек:
- бошқа асарларни қайта ишлаш натижасида ҳосил этилган асарлар (таржималар, ишланма асарлар, аннотациялар, рефератлар, мухтасар хулосалар, шарҳлар, инсценировкалар, оранжировкалар ҳамда фан, адабиёт ва санъат соҳасидаги шунга ўхшаш бошқа асарлар);

- материалларнинг танланганлиги ёки жойлаштирилганлигига кўра ижодий меҳнат натижаси бўлган тўпламлар (энциклопедиялар, антологиялар, маълумот базалари) ва бошқа жамлама асарлар.

Муаллифлик ҳуқуқи тамойиллари қуйидагилардан иборат:

- эркин ижод қилиш;
- муаллифнинг шахсий манфаатларини бутун жамият манфаатларига қўшиш;
- муаллифнинг асарни яратиш ва ижро этишда моддий ва маънавий қизиқиши;
- муаллифларнинг қонуний қизиқишлари ва ҳуқуқларини барча чора билан ҳимоя қилиш;
- муаллифнинг шахсий номулкий ҳуқуқларини ажралмаслиги, муаллифлик шартномаси эркинлиги.

Муаллифлик ҳуқуқи гоёларга, концепцияларга, нуктаи назарларга, системаларга, таклиф қилинадиган қарорларга, объектив мавжуд бўлган ҳодисаларни очишга нисбатан жорий қилинмайди, демак, улар ҳимояга олинмайди.

Ҳимояланмайдиган объектлар ичига гарчи асар тушунчасини қониктирсада, лекин Ўзбекистон Республикасининг «Муаллифлик ҳуқуқлари ва турдош ҳуқуқлар тўғрисида»ги Қонундан келиб чиққан ҳолда ҳимоя остига олинмайдиган объектлар ҳам кирази.

Буларга ҳимоя муддати тугаган асарлар, шунингдек қуйидагилар кирази:

- расмий ҳужжатлар (қонунлар, қарорлар, тўхтамлар ва шу кабилар), шунингдек уларнинг расмий таржималари;
- расмий рамзлар ва белгилар (байроқлар, герблар, орденлар, пул белгилари ва шу кабилар);
- халқ ижодиёти асарлари;
- оддий матбуот ахборот тусидаги кундалик янгиликларга доир ва жорий воқеалар ҳақидаги хабарлар;
- инсоннинг бевосита индивидуал асар яратишга қаратилган ижодий фаолияти иштирокисиз, муайян турдаги ишлаб чиқариш учун мўлжалланган техника воситалари ёрдамида олинган натижалар.

Ҳимояланмайдиган ҳужжатларга, шунингдек чет эл муаллифларининг Ўзбекистон Республикаси ҳудудида ҳимоя остига олинмаган асарларини ҳам киритиш мумкин.

Муаллифлик ҳуқуқлари объектларидан фойдаланиш турлари:

- асарни омма олдида ижро этиш;

- асарнинг моддий жисмини ташкил этувчи нусхасини ижарага бериш;

- асарни омма олдида намойиш этиш;

- асарни эфирга узатиш (радио ёки телевидение орқали трансляция қилиш), шу жумладан кабель ёки алоқа йулдоши орқали бериш;

- асарни техника ёрдамида ёзиб олиш;

- асарнинг техникавий ёзувини эшиттириш ёки кўрсатиш, шу жумладан радио ёки телевидение орқали;

- асардан кейинчалик фойдаланиш мақсадида уни таржима қилиш ёки қайта ишлаш;

- шаҳарсозлик, архитектура, дизайн лойиҳасини амалий рўёбга чиқариш.

Асар муаллифининг шахсий номулк ҳуқуқлари:

- муаллифлик ҳуқуқи;

- муаллифлик номига бўлган ҳуқуқ;

- асарнинг дахлсизлигига бўлган ҳуқуқ.

Муаллифлик ҳуқуқи муаллифнинг бутун ҳаёти давомида ва вафотидан кейин у вафот этган йилдан кейинги йилнинг 1 январдан эътиборан эллик йил давомида амал қилади. Муаллифлик ҳуқуқини ҳимоя қилиш белгилари қуйидаги учта элементдан иборат бўлади:

- айлана ичига олинган лотинча © ҳарфи;

- алоҳида муаллифлик ҳуқуқлари эгасининг исми (номи);

- асар биринчи марта эълон қилинган йил.

Муаллифлик ҳуқуқи объектлари билан лицензияли операциялар қуйидагилардан иборат.

Муаллифлик шартномаси — фуқаролик ҳуқуқи мазмунидаги шартнома бўлиб, бунда муаллиф ёки унинг ҳуқуқий вориси сотиб олувчига (фойдаланувчига) улар орасида келишилган шартлар доирасида асардан фойдаланиш ҳуқуқини беради ёки бериш мажбуриятини олади.

Яратилиши ва фойдаланиши бўйича томонларнинг шартномавий муносабатларига қирадиган илмий, бадиий ва санъат асарлари бундай шартноманинг предмети ҳисобланади.

Шартнома тузилиши вақтига маълум бўлмаган асарлардан фойдаланиш ва муаллиф келажакда яратиши мумкин бўлган асардан фойдаланиш ҳуқуқи муаллифлик шартномасининг предмети бўлиши мумкин эмас.

Шартнома ёзма шаклда тузилган бўлиши шарт. Асардан вақтли матбуотда фойдаланишда муаллифлик шартномаси ёзма шаклда тузилган бўлиши мумкин. Муаллифлик ҳуқуқи объектларининг ўзига хос нусхаларини сотишда (ЭХМ учун дастурлар, маълумотлар базаси, интеграл схемалар топологияси) ва улардан оммавий фойдаланишга рухсат беришда уларга нисбатан шартнома тузишнинг алоҳида тартиби қўлланишига йўл қўйилади.

Фуқаролик-ҳуқуқий шартномаларнинг ҳар қандай бошқа турлари сингари муаллифлик шартномаси ҳам муаллифлик ҳуқуқи билан ҳимояланаётган объектларига нисбатан томонларнинг ҳуқуқ ва мажбуриятларини ифодалайди.

Муаллифлик ҳуқуқи ўзаро характерга эга, яъни икки томон ҳам тегишли ҳуқуқ ва мажбуриятларга эга. Бунда бир томоннинг мажбуриятлари иккинчи томоннинг ҳуқуқларига асосланади. Турли қўринишдаги муаллифлик шартномасида томонларнинг ҳуқуқлари ва мажбуриятлари турлича бўлади.

Бадий, мусика, аудио-визуал, меъморчилик асарларининг яратилиши ва ижро этилишига бўлган муаллифлик ҳуқуқлари қуйидагилардан иборат бўлади:

- яратилиши керак бўлган асарга буюртма-шартнома;
- тайёр маҳсулотга шартнома;
- алоҳида ҳуқуқни бериш тўғрисидаги шартнома (сотиб олувчи яқка ҳуқуқдан фойдаланувчига айланади);
- мутлақ бўлмаган ҳуқуқни бериш тўғрисидаги шартнома (сотиб олувчи ёлғиз ҳуқуқдан фойдаланувчи бўлмаса).

Муаллифлик ҳуқуқи бўйича яратилган асарлардан фойдаланиш йўллари:

- наприёт шартномаси;
- қўлёзми депозитга ўтказиш тўғрисидаги шартнома;
- бадий буюртмага шартнома;
- саҳналаштиришга шартнома;
- сценарийга шартнома;
- асардан ишлаб чиқаришда фойдаланиш учун шартнома.

Асардан фойдаланиш йўлларини белгилаб берадиган муаллифлик шартномасининг муҳим шартлари:

- фойдаланиш рухсат бериладиган ҳудуд;
- фойдаланиш муддати;
- туланадиган ҳақнинг миқдори;
- фойдаланишдан мақсад;

- ҳуқуқдан фойдаланишга эга бўлган тарафнинг муаллифлик ҳуқуқини ҳимоя қилиш билан боғлиқ бўлган расмийликка амал қилиши;

- ҳуқуқдан фойдаланишга эга бўлган томоннинг асардан фойдаланиш бўйича мажбуриятлари.

Асардан тижорат мақсадида фойдаланиш (нусхаларни сотишдан, пуллик концерт, киносеанс йўли билан моддий (иқтисодий) фойда (даромад) олиш) ва нотижорат мақсадда фойдаланишдан иқтисодий фойдасиз (масалан нусхаларни шунга кетган таннаҳда сотиш, ўқув масканларида, болалар уйида, ветеранлар уйида бепул тарқатиш) фойдаланиш мумкин.

Муаллифлик шартномалари бўйича асарларда қуйидаги усулда фойдаланиш ҳуқуқи берилади: акс эттириш; тарқатиш; импорт; экспорт; омма олдида намойиш қилиш; омма олдида ижро этиш; эфирга узатиш; ҳамманинг малумоти учун кабелда етказиш; таржима қилиш; қайта ишлов бериш; меъморчилик ва бошқа лойиҳаларни амалий реализация қилиш.

Акс эттириш ҳуқуқи асарни лазерли компакт-дискларда, магнит ленталарда, винилли дискларда, сонли ёзув қўринишда ва бошқа шаклларда акс этишни назарда тутди.

Тарқатиш ҳуқуқи асарни сотиш, ижарага бериш, тортиқ қилиш, алмаштириш, вақтинча текинга фойдаланишга бериш, тижорат ташкилотларининг низом жамғармасига улуш сифатида киритиш ва бошқа йўллар билан тарқатишни назарда тутди.

Қайта ишлов бериш ҳуқуқи қуйидаги йўллар билан амалга оширилади:

- мусиқали оранжировка (битта мусиқа инструменти ёки инструментлар гуруҳи (овозлар) учун ёзилган мусиқа асарини бошқа инструментга, ёки бошқа кенгайтирилган ёки қисқартирилган таркибга мослаб қайта ишлаш);

- саҳналаштириш (бадий асарларни театрда қўйиш учун қайта ишлаш ёки унга драматик шакл бериш);

- беллетризация (аудиовизуал асарни китоб шаклида нашр қилиш учун унга бадий шакл бериш йўли билан қайта ишлаш);

- бадий репродукция қилиш (бадий асарни расмлар, комикслар ёки картиналар асосида тасвирлаш);

- қисқа баён қилиш, қисқартириш;

- муҳарририят томонидан қўшимчалар ва аниқликлар киритиш;

- аннотация (бадний асарни танқидий баҳолаш йўли билан қисқача баён қилиш);

- меъморчилик лойиҳаси ёки бошқа объектни ўзгартириш (қуриб битказиш, қайта қуриш, қайта режалаштириш).

Импортга бўлган ҳуқуқ — импорт қилинган асар нусхаларини тарқатиш йўлини кўрсатиш;

Таржимага бўлган ҳуқуқ — қайси тилга (тиллarga) таржима қилиш ва таржиманинг нечта вариантга рухсат бериш кўрсатилади.

Омма олдида ижро этиш ҳуқуқи — асарни ижрочи томонидан ўйнаш, ифодали ўқиш, куйлаш, рақсга тушиш йўли билан бемалол томоша қилиш учун очиқ бўлган ёки оила аъзолари бўлмаган маълум миқдордаги шахслар иштирок этадиган жойда тақдим қилиш.

Асарни омма олдида кўрсатиш ҳуқуқи — моддий ифода қилувчи ускуналар ёрдамида (магнит ленталари, компакт дисклар, кинофильм, видеоёзув) омма олдида воситали равишда кўрсатишга рухсат беради. Ушбу қонуний ҳуқуқлик радио ва телекўрсатувларни, йўлдош алоқаси ёрдамида кўрсатиладиган кўрсатувларни ўз ичига олмайди.

Бунда қуйидагиларга нисбатан талаблар кўзда тутилади:

- муддатга нисбатан — ҳуқуқ эгаси асарни чекланмаган марта ёки аниқ бир сон миқдорида оммавий кўрсатиши мумкин;

- ҳуқуқ эгаси асарни оммавий кўрсатиши мумкин бўлган худудга нисбатан;

- амалга оширилган оммавий кўрсатувлар ва ушбу фаолиятдан олинган даромад сони туғрисидаги ҳисоботга нисбатан.

Ҳисобот бериш тартибини белгилаб берадиган шартлар қуйидагилардан иборат:

- ҳуқуқга эга бўлувчи томонидан муаллифга ҳисобот даврида тайёрланган нусхалар сони, муддати, тираж сони, складда мавжуд бўлган, сотув учун яроқсиз бўлган, бахтсиз ҳодиса ёки енгиб бўлмас куч туфайли йўқ қилинган нусхалар сони, шунингдек, муаллифга ҳисобланган ва туланган ҳақ миқдори ва махсулотнинг сотув нархи туғрисида ҳисобот тақдим қилиш;

- ҳуқуқга эга бўлувчининг асардан фойдаланиш билан боғлиқ бўлган молиявий ҳужалик фаолиятини текшириш.

Муаллифнинг иктисодий эҳтиёжлари (манфаатлари)ни ҳимоя қилишнинг кафолатларидан бири — қўйидаги ҳуқуқ берилганда асардан фойдаланиш миқдорининг чекланишидир:

- асарни импорт қилиш, акс эттириш ёки тарқатишда — нусхалар сонини эслатиш билан;

- таржима қилишда — аниқ чет тилларига таржима қилиш вариантларининг сонини эслатиш билан;

- оммавий намоиш қилиш ва оммавий ижро этишда намоишлар ёки ижроларнинг сонини эслатиш билан.

Ҳуқуққа эга бўлувчи муаллифлик ҳуқуқини ҳимоя қилиш масалалари билан боглиқ бўлган нусхаларни депозитга қўйиш, рўйхатдан ўтказиш, муаллифлик ҳуқуқини ҳимоя қилиш, нотариал тасдиқдаш, тушумни тулаш, ҳуқуққа эга бўлувчининг мамлакати ҳудудида асар нусхаларини тайёрлаш ёки ишлаб чиқариш каби расмийликларга амал қилишга мажбур.

У шунингдек, асарлардан фақат унга мутлақ ваколат берилгандагина, шунингдек, роялтининг амалдаги туловлари кўринишида ҳақ тўлаганда фойдаланишга мажбур.

Муаллифлик шартномаларида бошқа шартлар ҳам, жумладан реклама, ярмарка ва курсатувларда иштирок этиш, муаллифни хабардор қилиш, тижорат сирлари, сублицензиялар, муаллифлик ҳуқуқи бузилиш ҳолатида албатта ҳамкорлик қилиш, шартномада курсатилмаган ҳудудда фаолият кўрсатмаслик, божлар, солиқлар тўғрисида келишувлар курсатилиши мумкин. Муаллифлик шартномаларининг муддати ва давом этиши вақтининг белгиланган муддати тугаши натижасида асардан фойдаланиш ҳуқуқи тугатилишини кўзда тутати. Муаллифлик шартномасига амал қилиш муддати календар сана билан, йиллар, ойлар, ҳафталар, кунлар ва соатлар билан ўлчанадиган вақтнинг тугалланиши билан белгиланиши мумкин.

Муаллифлик ҳуқуқи бўйича Ўзбекистон қонунчилигида муаллифлик шартномасини бекор қилишнинг тартиби кўзда тутилган.

Муаллифлик (яъни буюртма) шартномасида асардан фойдаланиш ҳуқуқи бериш муддати курсатилмаган бўлса, ушбу шартнома муаллиф томонидан тузилганидан сўнг 5 йил ўтгандан кейин бекор қилиниши мумкин. Бунинг учун ҳуқуқдан фойдаланувчи ушбу шартнома бекор қилиниши тўғрисида 6 ой аввал ёзма равишда огоҳлантирилган бўлиши керак.

Асарлардан у ёки бу меъёрга фойдаланишга рухсат бериш тўғрисидаги лицензияли муаллифлик шартномаси у томондан белгиланган, лекин муаллифлик ҳуқуқи амал қилиш муддатидан кўп бўлмаган вақт давомида кучга эга бўлади. Лицензияли муаллифлик шартномасида муддат тўғрисидаги шартлар киритилган бўлишидан қатъий назар, муаллиф ёки унинг ворислари шартнома тузилганидан 10 йил ўтганидан сўнг уни бир томонлама бекор қилиши мумкин. Бу ҳақда бекор қилишга 6 ой қолганда муаллифнинг (вориснинг) контрагенти ёзма равишда огоҳлантирилади. Бундай ҳуқуқ муаллиф ёки унинг ворисларида ҳар 10 йилда пайдо бўлади.

Асардан фойдаланишда *ҳудудий чекланишлар* географик координаталар бўйича, маъмурий-ҳудудий чегаралар бўйича ёки аралаш шаклда белгиланиши мумкин.

Муаллифлик шартномасида асардан фойдаланиш ҳуқуқи амал қилинадиган ҳудуд тўғрисида шартлар мавжуд бўлмаса, ушбу шартнома бўйича бериладиган ҳуқуқ Ўзбекистон Республикаси ҳудуди билан чегараланади.

Муаллифнинг асосий мажбурияти — бу ўз асарини *яратиш ва буюртмачи ташкилотга беришдир*. Ушбу шартномани тегишли равишда бажариш учун муаллиф тузилган шартноманинг талабларига жавоб берадиган асар яратиши керак.

Муаллиф буюртма олган ишни *шахсан ўзи бажариши керак*. Асар устидан ишга бошқа шахсларни жалб қилиш, ҳаммуаллифлар таркибини ўзгартириш фақат буюртмачи-ташкилотнинг рухсати билан амалга оширилади. Техник характердаги ишларни бажариш учун буюртмачининг розилигини олмаган ҳолда ҳар қандай шахсни жалб қилиш мумкин.

Муаллиф *унга буюртма қилинган асарни шартномада белгиланган муддатда тақдим қилиши* лозим. Асар буюртмачи-ташкилотга фойдаланиш учун тайёр кўринишда топширилиши керак, лекин томонларнинг келишувига асосан асарни қисмларга бўлиб топшириш кўзда тутилиши мумкин. Топширилаётган асар тегишли равишда безатилган бўлиб, шартномада курсатилган миқдорда ва буюртмачи-ташкилотнинг ваколатга эга бўлган вакилига тақдим қилиниши лозим.

Асар кўриб чиқилиши натижасида, у шартноманинг шартларига тўлиқ жавоб берсаю, лекин унга маълум тўғрилашлар, ўзгаришлар, аниқликлар киритиш талаб қилинса асарни охирига

етказиб қайта ишлаш зарурлиги тўғрисидаги қарор қабул қилинади. Асарга ўзгартириш ва қўшимча киритиш, уни тўлдириш тўғрисидаги талаб фақат шартнома шартлари доирасида билдирилиши мумкин.

Муаллифнинг асарни фойдаланишга тайёрлашда иштироки. Ушбу мажбуриятнинг мазмуни асар кўринишидан ва ундан фойдаланиш усулларига боғлиқ ва одатда аниқ муаллифлик шартномаларида ёритилади.

Мутлақ ҳуқуқ бериш тўғрисидаги муаллифлик шартномасини амал қилинишининг бутун даврида ушбу усуллар билан ва шартномада кўрсатилган чегарада муаллиф шартномада кўрсатилган асарни ёки унинг бир қисmini бошқа томоннинг розилигисиз фойдаланиш учун учинчи шахсга беришга ҳақли эмас. Ушбу мажбурият муаллиф учун шартномани тузилиш даврида пайдо бўлади ва шартномага амал қилишнинг бутун даврида кучга эга бўлади.

Ўзбекистон Республикаси қонунчилигида муаллиф ҳуқуқлари ва муаллифлик ҳуқуқи объектлари ҳуқуқ эгаларини ҳимоя қилишнинг қуйидаги усуллари кўзда тутилган:

- ҳуқуқни тан олиш;
- ҳуқуқ бузилганга қадар мавжуд бўлган аҳволни тиклаш ва ҳуқуқни бузадиган ёки уни бузиш хавфини солаётган ҳолатларнинг олдини олиш;
- битимларни ҳақиқий эмас деб тан олиш ва уни бекор қилиш натижаларини қўллаш;
- ҳуқуқнинг ўзини-ўзи ҳимоя қилиши;
- зарарни, шунингдек бой берилган фойдани қоплаш;
- неустойка (жарима)ни ундириш;
- маънавий зарарни компенсация қилиш;
- ўзаро алоқаларни тўхтатиш ёки ўзгартириш;
- ҳуқуқ бузувчининг муаллифлик ва аралаш ҳуқуқларини бузганлиги натижасида олган даромадини зарарни қондириш ўрнига ундириб олиш;
- ҳимоянинг бошқа йўллари.

Шикоят ёки даъво аризаси прокуратурага, ёки тўғридан-тўғри ҳўжалик судига юборилади.

Ҳозирда илмий ва ўқув-услубий ишларга муаллифлик ҳуқуқи бозор қийматини баҳолаш ва улар нашрини инвестицион молиялаштириш Ўзбекистонда муаммоли масала ҳисобланади.

Инсоннинг ижодий меҳнати маҳсули бўлмиш китоб (бадий асар, дарслик, ўқув қўлланма ва илмий монография)лар³⁷⁷ – бозор қийматини унга эгаллик ҳуқуқини ҳимоялаган ҳолда баҳолаш, уни инвестицион молиялаштириб моддийлаштириш ва бозор нархларида жамиятнинг ижтимоий ва иқтисодий ривожланишига тадбиқ этиш барча мамлакатларда долзарб муаммо ҳисобланади. Инсоннинг бундай меҳнати маҳсули интеллектуал мулкнинг алоҳида тури сифатида инсонларнинг маънавий, маърифий, ижодий, илмий, педагогик ва амалий фаолияти, умуман олганда инсон капитали, ривожланишига катта таъсир кўрсатади.

Ушбу масаланинг молиявий ечими хорижий мамлакатларда асосан давлат бюджети, корпоратив маблағлар, жамоатчилик ташкилотлари грантлари ва банк кредитлари ёрдамида амалга оширилиб келинмоқда. Ўзбекистонда эса асосан давлат бюджети ва грантлари ҳамда илмий-педагогик муассасалар маблағлари ҳисобидан молиялаштирилади. Лекин мамлакатимизда тижорат банкларининг истеъмол кредити ёрдамида молиялаштириш механизми гаров билан таъминланиш шартини ўз ичига олганлиги сабабли, жисмоний шахс бўлмиш китоб муаллифлари бундай кредитдан фойдаланиши маълум қийинчиликларни келтириб чиқармоқда. Яъни муаллифларнинг аксарияти кредитни гаров ёки кафолат билан таъминлай олмаяпти. Шу уринда айтиш жонзки, Ўзбекистонда лизинг етарлича ривожланганлигига қарамасдан, молиялаштиришнинг ушбу механизми асосида китобларни нашр қилиш амалиёти ҳанузгача мавжуд эмас. Зеро банк кредити ва лизинг имкониятлари юқорида таъкидланган муаммонинг самарали ечимига олиб келиши мумкин.

Бизнинг фикримизча, банк кредити ва лизингнинг муаммо ечимида қўлланилмаётганига қуйидаги омиллар сабаб бўлмоқда:

- интеллектуал мулк эгаларининг ўз ҳуқуқлари ҳамда кредит ва лизинг имкониятлари ва талабларидан тўлиқ хабардор эмаслиги, кредит гаровига лойиқ мулкни йўқлиги ёки ҳар доим ҳам етарли эмаслиги;

- жамиятнинг етук инсоннинг ижодий меҳнати маҳсули бўлмиш китоблар давлатнинг инновацион иқтисодиётини муҳим жабҳаси – инсон капиталига инвестиция қилиш жараёни³⁷⁸ –

³⁷⁷ Китобнинг бадий асар, дарслик, ўқув қўлланма, илмий монография қўринишидаги турлари бир-биридан шаклан ва истеъмолчилари билан фарқланади.

³⁷⁸ Теория инновационной экономики: учебник/под ред. О.С.Белокрыловой. -Ростов н/Д.: Феникс, 2009. -376 с.

бўлишига қарамасдан, уларни инновацион инвестиция лойиҳаси сифатида молиялаштириб моддийлаштириш муаммоси ечимини молиявий рағбатлаштириш бўйича давлатнинг махсус қарори ёки мутассадди ташкилотларнинг тегишли меъёрий ҳужжати ҳанузгача йўқлиги;

- бунда кредит ва лизинг ташкилотларининг³⁷⁹ ушбу муаммонинг ечимида сустваклиги;³⁸⁰

- кредит ва лизинг билан шуғулланувчи ташкилот (банк ва лизинг компания)лар, интеллектуал мулк (китоб шаклидаги) эгаларининг интеллектуал меҳнати маҳсули (китоби)га талабгор бўлган бозор истеъмолчилари ўртасида бизнес фаолиятини юритадиган тадбиркор воситачиларнинг сустваклиги;

- ҳар қандай китобнинг мавзуси, объекти ва предмети чегараланганлиги, инновационлиги ва унга жамият ва бозор талаби даражаси тез ўзгарувчанлиги, уни молиялаштиришда венчур лойиҳаларига ҳос рискларнинг мавжудлиги;

- китоб қўлёзмаси қийматининг бозор баҳосини ҳисоблашда ва нархини бозор товари сифатидаги конъюнктураси асосида шаклланишида китобнинг муаллифи имиджи ва мазмунининг сифатий параметрлари ҳамда истеъмолчи психологияси ва талабларига, жамиятнинг маънавий, маърифий ва иқтисодий талабларига мослиги ва шу каби бошқа бир қатор бозор омилларининг боғлиқлигини чуқур ўрганилмаганлиги.

Юқорида санаб ўтилган салбий омилларни бартараф этишда давлатнинг роли муҳимдир. Авваламбор, ҳар бир омилнинг мавжуд салбий оқибатлари олдини олишга ҳаракат қилиш лозим. Бунда жамиятнинг интеллектуал салоҳияти намоёндаларининг ижодий меҳнати маҳсули бўлиши китоблар бўйича шахсий номлуқий ҳуқуқларни ҳимоялаш ва манфаатларини таъминлаш ҳамда бундай асарларни инновацион иқтисодиётнинг муҳим жабҳаси бўлган

³⁷⁹ Айтайлик, бирор бир китоб қўлинишида қўлёзма асар яратилди, китобни напир қилиш маблагга боғлиқ, шунда асар муаллифи ўз китобини напир қилиш учун банкка мурожаат қилади, банкдан кредит олиш учун гаров тариқасида бирор бир мулкни қўлиниш талаб этилади. Бу талаб доирасида бизни бир асар муаллифида шахсий мулк бўлганлиги сабабли гаров тариқасида ўзининг шахсий аътоматизацияси қўлган ҳолда банкдан кредит олиб, қўлёзма асарини моддий ҳолга келтириш учун кредит асосида молиялаштириш имкони бўлиши мумкин. Лекин бошқа бир асар муаллифида шахсий мулк бўлмаганлиги сабабли, у қўлёзма асарини кредит асосида молиялаштириш имконидан маҳрум бўлади. Ҳозирда мамлакатимиздаги лизинг компаниялари асосан моддий шаклдаги мулкни сотиб олинишига қўмақлашсаларда, лекин кафолат берувчи орган ёки ташкилот йўқлиги сабабли, улар қўлинишга рискин мавжудга келтирмаслик учун номоддий актив бўлган китоб қўлёзмасини молиялаштиришдан бош тортдилар.

³⁸⁰ Яъни ушбу муаммо давлатнинг қўлаб қувватлашидан четда қолмоқда, натижада тижорат банклари ва лизинг ташкилотлари мамлакатда тадбиркорларни микрокредитлаш ва молиялаштириш бўйича мавжуд меъёрий ҳужжатларда китоб қўлёзмаларини напир этишга доар давлатнинг махсус рағбатлаштирувчи қўмислари қўлаб қувватлаган деб ушбу муаммо ечимига бефарқ қарамоқдалар.

инсон капитали ривожланишига тўсиқсиз жорий қилиниши учун давлат кафолати, реал бозор қийматини баҳолаш ва нархини объектив шакллантириш, солиқ имтиёзлари бериш, кредит, лизинг, воситачилик, реклама ва сотиш, қизиқиш билдирган ташкилотлар томонидан сотиб олиш, саклаш, мониторинги ва ҳисобини юритиш механизмларини такомиллаштириш чоралари алоҳида назарда тутилиши керак.

Бу борада Ўзбекистонда инновацион фаолият ва инновациялар трансферини ривожлантиришга қаратилган прогрессив ишлар амалга оширилмоқда.³⁸¹ Хусусан, инновацияларни ишлаб чиқаришга жорий қилишни рағбатлантириш ва бунда интеллектуал мулкка эгалик ҳуқуқини ҳимояланиши кафолатлари инновацион фаолиятни ривожланишига ва тизимли молия инжиниринги учун мустақкам асос бўлмоқда.

5.3. Молиявий инновациялар қийматини баҳолаш масаласи

Интеллектуал мулк объектлари қийматининг баҳоси кўп ҳолатда ишлаб чиқарувчиларнинг харажатлари катталигидан эмас, балки ушбу объектларнинг фойдалилигига боғлиқ. Баъзи интеллектуал мулк ва хизматлар (жумладан, молия инжиниринги инновациялари) уларнинг ўзига ҳослигига қараб монопол баҳо ва/ёки нархга эга бўлади.

Одатда, интеллектуал мулк объекти (ИМО) қиймати унинг асл қиймати ва унга бўлган ҳуқуқдан ташкил топади, уларнинг ҳар бири бир неча турларга бўлинади.

ИМО қийматини баҳолашга доир кўп адабиётлар³⁸² мавжуд бўлиб, улардан ушбу параграф мақсадига фойдаланиш мумкин.

Бозорда шаклланган қиймат нархи — рақобат шароитида очиқ бозорда талаб ва таклифдан келиб чиқиб бирор объектга

³⁸¹ Постановление Президента Республики Узбекистан от 15 июля 2008 года №111-916 «О дополнительных мерах по стимулированию внедрения инновационных проектов и технологий в производство», от 24 мая 2011 года №111-1536 «Об организации деятельности Агентства по интеллектуальной собственности Республики Узбекистан»; Постановление Кабинета Министров Республики Узбекистан от 8 июня 2011 года №111-166 «О мерах по организации деятельности Агентства по интеллектуальной собственности Республики Узбекистан».

³⁸² Бонин А. А., Чередишкова Л. Е. Интеллектуальная собственность: экономический аспект. -М., Новосибирск: ИНФРА-М - НГАЭиУ, 2001; Интеллектуал мулкни тикоретлаштириш ва технологиялар трансфери: Ўқув қўлланма/Т.Ш.Рахмонова, улумий тахририяти остида.-Т.: Иқтисодий ва ҳуқуқ дунёси, 2002.-272 б.; Микерин Г.И., Гребенников В.Г., Нейман Е.И. Методологические основы оценки стоимости имущества. -М.: Интерреклама, 2003.-688 с.; Грязнова А.Г., Федотова М.А. Оценка бизнеса. Учебник. -М.: Финансы и статистика, 2003; Интеллектуальная собственность (исключительные права): учебное пособие/Под ред. Н.М.Коршунова. -М.: Эксмо, 2006. -576 с.; Трифилова А.А. Оценка эффективности инновационного развития предприятий. - М.: Финансы и статистика, 2005. -304 с.

объектив берилган нархдир. Унда томонлар ўз манфаати йўлида оқилона, мажбур қилинмасдан, керакли ахборотга эга бўлиб ҳаракат қиладилар. Бу тарзда аллақандай фавқулотда ҳолат (бирор томоннинг мажбуран бу битимга қўшилиши каби ҳолат) содир бўлаётган битим қийматига таъсир қилмайди.

Таъсис қиймати — янги ташкилот ташкил қилинаётганда ёки унинг қайта ташкил қилинишида устав фондини шакллантиришда таъсис шартномасида белгиланган ИМО ёки унга бўлган ҳуқуқ қиймати баҳоси.

Инвестицион қиймат — аниқ инвестицион лойиҳа доирасидаги, шунингдек инвестициялашнинг аниқ мақсадларида инвесторлар гуруҳи ёки маълум бир инвестор учун тенг бўлган ИМО қиймати.

Ўрнини босувчи қолдиқ қиймати — эскиришни чиқим қилган ҳолда йиғилиб қолган ИМОнинг шу кундаги амалдаги фойдаланиш қиймати.

Тугатиш қиймати ИМОнинг мажбурий сотувдаги қиймати.

Ҳуқуқлар чеклангандаги қиймат Ҳ ИМО ва унга бўлган ҳуқуқнинг бозор қиймати нархи ёки баҳосини тушуриб юборадиган битимнинг ўзига хос шартлари билан чекланган ўлчам.

Фаолият кўрсатаётган корхона доирасидаги қиймат — ИМОнинг фойдалилигини акс эттирадиган ва маҳсулот (хизмат)лар ишлаб чиқаришда корхонанинг яхлит фаолият кўрсатиши натижасига ҳисса қўшадиган ўлчам.

Бошланғич қиймат — ИМОни ташкиллаштиришга ёки унга бўлган ҳуқуқни олишга кетган харажат. Бунга ИМОни режалаштирилган мақсадда фойдаланиш учун яроқли ҳолга келтиришга кетган харажатлар ҳам киради.

ИМОнинг қиймати — истеъмол мақсадида баҳоланган қиймат.

Тулиқ тиклаш қиймати — ИМОнинг амалдаги қийматлар ва такроран ишлаб чиқариш шартларига асосан қайта баҳоланган қиймати.

Баланс қиймати — йиғилган амортизацияни айириб ташлагандан сўнгги номоддий активларнинг бошланғич ёки шу кундаги баҳоси, бунда актив ҳисоб ва ҳисоботда акс эттирилади.

Қолдиқ қиймати — йиғилган амортизацияни айириб ташлагандан сўнгги ИМОнинг баланс қиймати.

Ҳақиқий қиймат — ИМОни ташкил қилишга ва уни фойдаланишга тайёр ҳолатга келтиришга кетган харажатлар ёки сотиб

олиш баҳоси, шу жумладан ИМОни олишга кетган ҳуқуқий йиғимлар ва бошқа керакли харажатлар ўлчами.

Утилизацион қиймат – ИМОни ёки унинг қисмларини утиль (чиқинди) кўринишда сотишдан мўлжалланаётган тушум суммаси.

Чекланган бозор шароитидаги қиймат — объектнинг потенциал харидорлар сонини сезиларли даражада пасайтирадиган ўзига хос хусусиятлари билан белгиланадиган ИМО ёки унга бўлган ҳуқуқ қиймати.

Реализация қиймати – битим чоғида манфаатдор томонлар ўртасида ИМО айирбошлаш мумкин бўлган суммаси.

Асл қиймат – ИМОни олиш ёки ташкил қилишга кетадиган харажатларнинг йиғиндиси.

ИМО қиймати кўп омилларга боғлиқ. Булар товар айланиши ва даромад миқдорининг барча кўрсаткичлари бўлиб, улар баҳоланаётган ИМОдан фойдаланган барча даврда олинган. Бунда кўрсаткичларнинг даражаси ошадими, тушадими, ёки кўп йиллар давомида барқарор бўладими – аҳамияти йўқ.

Энг муҳим омиллар қуйидагилардан иборат:

- лицензиатни лицензия предметини (ИМО) қўллашдан олинадиган қўшимча даромад билан таъминлайдиган илмий-техникавий аҳамият ва янгиликдан тижорат йўлида фойдаланиш имконлари. Кашфиётни яратиш даражаси: фоя, техник ҳал қилиш, ярим саноат ва саноатда фойдаланиш;

- лицензия бўйича маҳсулот ишлаб чиқаришни ташкил қилиш учун зарур капитал миқдори;

- ИМОнинг ҳуқуқий ҳимояси (патентли ёки патентсиз лицензия, ноу-хау);

- шартнома ҳудуди, яъни лицензиатга ҳудудларида лицензия бўйича маҳсулотни ишлаб чиқариш ва сотиш учун технологиялардан фойдаланиш ҳуқуқи берилган давлатлар рўйхати (маъмурий-ҳудудий район);

- лицензиатга ИМОдан келишилган ҳудуд доирасида (мутлақ ёки номулутлақ) фойдаланиш учун бериладиган ҳуқуқ;

- ўзини оқлаши ва иқтисодий самарадорлиги бўйича таққосланадиган, янги технологияларни ишлаб чиқаришда бевосита илмий-тадқиқот ва инновация ишларига кетадиган харажатлар;

- инновация ёки ноу-хау ишлаб чиқариш бўйича берилаётган техник документация (ТД) ҳажми. Баҳолашда лицензия келишуви доирасида берилаётган ТД ҳажми – тулиқ ҳажмда (конструкторлик,

техник ёки эксплуатацияли) ёки қисман ҳажмда ҳисобга олинади;

– лицензиатни лицензиардан лицензия бўйича маҳсулотни ишлаб чиқаришни ташкиллаштириш учун керакли хомашё, материал, узеллар ва деталлар етказиш бўйича қарамлиги;

– патент ҳимояси билан таъминланган ва таъминланмаган техник такомиллаштиришлар билан ўзаро алмашув тўғрисида лицензия шартномаси шартлари;

– лицензиар томонидан лицензиатга у томондан харид қилинган лицензияни ўзлаштиришда бериладиган техник ёрдам ҳажми;

– иқтисодий самарадорлиги бўйича харид қилинадиган (сотиладиган) технологиялар билан таққосланадиган технологияларни сотиш бўйича аниқ таклифларнинг борлиги;

– лицензияли савдонинг давлат томонидан бошқарилиши (солиққа тортиш, роялтининг ҳажми);

– лицензия учун тўлов тури;

– учинчи шахслар томонидан уларнинг патент ҳуқуқлари бузилиши тўғрисидаги бўлиши мумкин бўлган даъвоси бўйича суд харажатларига нисбатан лицензияли шартноманинг шартлари.

Алоҳида ҳолатда шароит, ихтиро формуласи пунктларининг кенглиги ва кучи ҳам кашфиёт қийматига сезиларли даражада таъсир кўрсатади. Хусусан, маҳсулотнинг нисбатан муҳим хусусиятига ёки маҳсулотнинг алоҳида қўлланишига тегишли бўлган формула пункти патент маҳсулотининг ўзига хос бўлган ёки ундан фойдаланишнинг барча пунктларига нисбатан кам қийматли бўлади

ИМО баҳолашнинг асосий тамойиллари қуйидагилардан иборат:

фойдалилик тамойили – мулк потенциал мулк эгасига фойда келтиргандагина, яъни маълум бир вақт ичида унинг кутаётган эҳтиёжини қондиришга қодир бўлгандагина қийматга эга бўлади;

кутиш тамойили – мулкнинг максимал нархи шу кундаги фойда нархи ёки баҳоланаётган мулкга эгалик қилишдан келажакда олинishi кутилаётган бошқа фойда билан белгиланади;

талаб ва таклиф тамойили – нарх талаб ва таклифнинг ўзаро ҳамкорлиги натижасида белгиланади;

ўзгариш тамойили – мулк нархи одатда доимий бўлмайди ва вақт ўтиши билан ўзгариб боради;

кўпроқ самарали фойдаланиш тамойили – кўпроқ ҳақиқатга яқин, жисмонан мумкин бўлган, ўзини оқлайдиган, ҳуқуқий

томондан қонуний, молиявий қарашдан амалга ошириб бўладиган мулкдан фойдаланиш, бунинг натижасида мулкнинг баҳоланаётган қиймати максимал бўлади.

Ҳар бир аниқ ИМО нархнини илмий тарафдан асослаб бериш ишлаб чиқишга алоҳида ёндашишни, объект хусусиятини максимал ҳисобга оладиган ва унинг қийматини ҳаққоний акс этадиган баҳоланишнинг тамойиллари ва методологияларини ўтказишни талаб қилади. Шундан ва кўрсатиб ўтилган принциплардан келиб чиқиб баҳоловчилар тез-тез баҳолаш тамойилларини шакллантиради. Бунга улар ИМО билан иш бажараётганда ва ҳисоботлар тузиш жараёнида риоя қиладилар.

Баҳоланишнинг бундай тамойилларига қуйидагилар мисол бўла олади:

1. Баҳолаш мақсадли вазифа ҳисобланади ва қўйилган аниқ мақсад талабларига боғлиқ, бўлади.

2. Ҳисоблаш йўли билан аниқланган ИМО қийматининг баҳоланиш санаси ҳаққоний бўлади, чунки ушбу қиймат ИМО бозори конъюнктураси, ундан фойдаланиш масштаби, маънавий эскириши ва шунга ўхшашларга боғлиқ ҳолда ўзгариб туриши мумкин.

3. Баҳоланаётган объект баҳоланишнинг бошланишига ва қўйилаётган фойда тахмин қилингунига қадар ИМО тури сифатида идентификацияланган бўлиши керак.

4. Қўйидагилар ИМО қийматини баҳоланишнинг базавий мезони ҳисобланади: турмуш даври, сотув ҳажми, баҳоланаётган ИМОдан фойдаланган ҳолда ишлаб чиқилган маҳсулотни ишлаб чиқишга ва реализация қилишга кетган харажат, пул оқими, баланс ва соф фойда оқимлари ва корхонанинг баҳоланаётган объектни фойдаланиш жараёнида олинган ёки олинishi мўлжалланаётган бошқа молиявий кўрсаткичлари.

5. ИМО қиймати келажакда баҳоланаётган ИМОдан фойдаланган ҳолда ишлаб чиқилган маҳсулотни сотишдан олинадиган даромаднинг (фойданинг) қисми сифатида ҳисоб-китоб қилиниши керак.

Ушбу тамойиллар ИМО қийматини белгилашнинг барча муаммоларини кўрсатиб бермайди. Чунки ҳаётда бир хил объектлар, уларни реализация қилиш учун бир хил шароитлар мавжуд бўлмайди. Шунинг учун бир хил баҳоланиш ҳам бўлмайди. Ҳар бир алоҳида ҳолатда бу янги тадқиқот иши. Бу иш бажарувчилардан зийракликни, эрудицияни, касбий маҳоратни, юқори малакани,

билим ва моҳирликни, шунингдек тадқиқот ва амалий фаолиятнинг кўп йиллар давомида йиғиладиган ва тулланидиган ўзига бўлган ишонч ва мустаҳкам фикрлашни талаб қилади.

ИМОни баҳолаш маълум тартиб ва унинг натижалари мазмунлигига бўлган талабларга амал қилган ҳолда барчага маълум бўлган баҳолаш ёндашув (2.6-жадвал) ва усуллари ўз ичига олган (2.5-жадвал) мавжуд халқаро ёки миллий баҳолаш стандартлари асосида амалга оширилади.

2.6-жадвалда келтирилган қиёсий солиштирма ёндашувда сотувларни таққослаш усули ва янги рента мультипликатори усули, даромадларга асосланган ёндашувда қўшимча ҳисоблаш моделлари бўйича капиталлаштириш усули, харажатларга асосланган ёндашувда бўлакларга ажратиш, ҳаётийлик муддати ва сотувларни таққослаш усуллари қўлланилади. Бунда номоддий активлар (молиявий инновацияларнинг баъзи турлари улар қаторига киради) қийматини баҳолаш ўзига хос хусусиятларга эга.

Номоддий активлар (НМА) — моддий-мулкий мазмунга эга бўлмаган, ҳужалик юритувчи субъект томонидан ҳужаликни бошқаришда ёки унинг фаолиятида фойдаланиш учун назорат қилинадиган ва узоқ вақт давомида фойдаланиш учун мулккаланган (бир йилдан ортиқ) мулк объекти (мулк ҳуқуқдир). Корхонанинг НМАларида патентлар, лицензиялар, ИМ ва савдо маркалари (фирмали марка ва эълон қилинган номларни ҳисобга олган ҳолда) ўз аксини топади. Қуйидагилар амалиётда учрайдиган активларнинг оддий мисоллари бўлиши мумкин: ИМОга бўлган мутлақ ҳуқуқ, компьютер дастурлари таъминоти, муаллифлик ҳуқуқи, миждозларнинг рўйхати, лицензиялар, маркетинг ҳуқуқлар, импорт квоталари ва б.

НМА ИМ, мулк ҳуқуқи ва ажратиб қўйилган (кечиктирилган) харажатларга бўлинади.

1. *Интеллектуал мулк* — интеллектуал фаолиятнинг натижалари (5.2-параграф).

Фуқаролик муомаласи иштирокчиларининг, товарлар, ишлар ёки хизматларни хусусий аломатлари воситалари: фирма номи, товар белгиси, товар чиқарилган жой номи.

Ўзбекистон Республикаси Фуқаролик кодекси ва бошқа қонунлар билан кўзда тутилган интеллектуал фаолиятнинг ва фуқаролик муомаласи иштирокчиларининг, товарлар, ишлар ёки

хизматларни хусусий аломатлари воситаларининг бошқа натижалари.

2. *Мулк ҳуқуқи.* Табiiй ресурслардан (ер, сув, ерости бойликлари) ва мулкдан (бинолар, иншоотлар, ускуналар) фойдаланиш ҳуқуқи.

3. *Кечиктирилган харажатлар:*

—корхонани ташкил қилишга кетган харажатларни ўз ичига олган ташкилий харажатлар (шу жумладан устав фондига қўшилган улуш).

—биржадаги брокерлик уринлари;

—қонунчиликка асосан фаолиятнинг алоҳида турларини юритиш учун махсус рухсатномалар олиш бўйича харажатлар;

—таъсис ҳужжатларига асосан иштирокчиларнинг (таъсисчиларнинг) устав фондига улушлари билан тан олинган ҳуқуқий шахсларни ташкил қилиш билан боғлиқ бошқа харажатлар.

НМАнинг бухгалтерлик ҳисоботи бирлиги бўлиб алоҳида объект, яъни маҳсулот ишлаб чиқаришда, ишни бажаришда фойдаланиш, хизмат кўрсатиш, ташкилотни бошқаришда маълум функцияларни бажариш учун мўлжалланган номоддий актив ҳисобланади.

Қуйидаги характеристикага жавоб берадиган ҳар қандай ИМО бухгалтерлик ҳисоботлари мақсади учун НМА деб тан олиниши мумкин:

а) ёки уларнинг моддий-буюм шакли фойдаланиш учун аҳамиятга эга бўлмаган, ё меъёрий-ҳуқуқий чеклашлар оқибатида уларнинг моддий-буюм шакллари қўрилмайдиган моддий-буюм шаклига эга бўлмаган;

б) ёки маҳсулот ишлаб чиқаришда фойдаланиш учун, шунингдек ишни бажариш ёки хизмат кўрсатишда, ё корхонани бошқариш учун белгиланганлар;

в) узоқ муддат давомида, яъни минимум бир календар йилидан ортиқ даврда фойдаланиш мақсадида олинган;

г) нормал шароитда уларга нисбатан сотиш мўлжали мавжуд бўлмаганлар.

ИМО ҳисоб-китоб ҳисоботлари мақсадлари учун:

—ташкилот активларни ўзини борлигига ва у ёки бу йўл билан ундан фойдаланишга ўз ҳуқуқлари борлигини тасдиқловчи ҳужжатларга эга бўлиши;

—актив ташкилот мулкidan чегириб ташлангани ва бошқа

активлардан ажратилгани;

—хизмат кўрсатишнинг аниқ муддати, яъни ушбу муддат даврида ИМОдан фойдаланиш ташкилотга фойда келтириш муддати белгиланиши керак.

ИМА таркибига агарда корхона фаолиятида фойда берадиган манба сифатида ишлатиладиган бўлса қуйидаги ИМОга бўлган ҳуқуқлар киритилиши мумкин:

—корхонанинг ихтиёрига, фойдали моделларга, саноат намуналарига, селекция ютуқларига ва/ёки савдо белгилари ва хизмат кўрсатиш белгиларига берилган патентдан келиб чиқадиган ҳуқуқлар;

—корхонага тегишли бўлган муаллифлик ҳуқуқлари ва турдош ҳуқуқлар объектларига бўлган ҳуқуқлар, шунингдек ЭХМ учун дастурлар ва маълумотлар базаси;

—корхоналар томонидан таъсисчиларга Ўзбекистон Республикасининг гувоҳномалари, муҳофазаланган патентлар, дастлабки патентлари билан тегишли бўлган ихтиролар, фойдали моделлар, саноат намуналари ёки селекция ютуқларидан фойдаланишга тузилган лицензия шартномаларидан келиб чиқадиган ҳуқуқлар;

—корхоналар томонидан таъсисчиларга тегишли бўлган Ўзбекистон Республикаси гувоҳномалари билан муҳофазаланган савдо белгилари ва хизмат белгиларидан фойдаланишга тузилган лицензия шартномаларидан келиб чиқадиган ҳуқуқлар;

—корхоналар томонидан таъсисчиларга тегишли бўлган муаллифлик ҳуқуқлари ва турдош ҳуқуқлар, ЭХМ дастурлари ва маълумотлар базасидан фойдаланишга тузилган шартномалардан келиб чиқадиган ҳуқуқлар;

—корхоналар томонидан ўзининг хусусиятига кура туғридан-туғри муҳофаза ҳужжатларига эга бўлмаган, ҳақиқатда уларни ташкил қилиш билан боғлиқ ҳолда пайдо бўладиган ҳуқуқлардан (ошкор қилинмайдиган маълумотлар, ноу-хау), конструкторлик-технологик ҳужжатлар, технологик регламентлар, рецептуралар ва шунга ўхшашлардан фойдаланишга тузилган шартномалардан келиб чиқадиган ҳуқуқлар;

—корхоналарнинг Ўзбекистон Республикасининг амалдаги қонунчилиги билан ҳимояланадиган ИМОга бўлган бошқа ҳуқуқлари.

ИМ қийматини баҳолашни амалга ошириш учун баҳоланиши лозим бўлган ИМОларининг инвентаризация рўйхати тузилади. Ушбу рўйхатни қуйидаги учта категорияга бўлиш мақсадга мувофиқ бўлади:

1-категория. Умумий ҳолатда корхоналардан ва индивидиумлардан (корхона персонали) ажратиладиган ва алоҳида ҳисобланадиган НМАлар.

2-категория. Хизмат кўрсатиш муддати чекланмаганлиги, амортизация қилинмаслиги ва НМАнинг учинчи катетрияси билан биргаликда гудвил сифатида баҳоланиши билан характерланадиган, корхонадан ажратилмайдиган НМАлар.

3-категория. Индивидиумлардан ажратилмайдиган, яъни жисмоний шахслардан хизмат қилиш муддати белгиланмаганлиги билан характерланадиган (агар мутахассиснинг хизмат кўрсатиш муддати ишга ёллаш тўғрисидаги контракт билан белгиланган бўлса) ва иккинчи категория билан биргаликда гудвил сифатида баҳоланадиган НМАлар.

Корхонанинг НМА қийматига иқтисодий, ташкилий ва бошқа фойда ва имтиёзлардан фойдаланиш ҳукуқи киритилиши мумкин.

ИМОни баҳолаш баҳоланаётган активлар билан боглиқ фойдалар окимини белгилаш, активларнинг қолдиқ хизмат қилиш муддатини идентификациялаш, баҳолаш методикаларини қўллаш, шунингдек асл қийматини ҳисоботда аниқ икки маъносиз акс эттириш учун бор кўрсаткичларни чуқур ўрганишни талаб қилади.

НМАларни баҳолаш халқаро ёки миллий баҳолаш стандартлари асосида амалга оширилади. Бунда НМАнинг баланс қиймати ҳукумат грантлари ҳажмига камайтирилиши мумкин.

Таъкидлаш жоизки, ИМОга бўлган ҳуқуқнинг бузилиши натижасидаги зарарни баҳолаш (унинг мақсадлари бўйича) қонунчиликда белгиланган тартибда амалга оширилади. Бунда қуйидаги мақсадлар вужудга келиши мумкин:

1. ИМОдан ноқонуний фойдалангандан келтирилган *зарарни ҳисоблаш.*

2. ИМО эгасининг унинг мутлақ ҳуқуқлари бузилиши натижасида *бой берилган фойдасини* ҳисоблаш.

3. Патент эгасининг мутлақ ҳуқуқлари бузилиши оқибатида олинган *даромадларни* ҳисоблаш.

4. Корхона *мулки қийматини* у банкрот деб тан олинганида кредиторларнинг даъвосини қондириш мақсадида ҳисоблаш.

Шундай қилиб, баъзи интеллектуал мулк ва хизматлар (жумладан, айнан молия инжиниринги инновациялари) уларнинг ўзига хослигига қараб монопол баҳо ва нархга эга бўлиши мумкин. Бунда баҳолаш маълум тартиб ва унинг натижалари мазмунлигига бўлган талабларга амал қилган ҳолда, жаҳон амалиётида барчага маълум бўлган баҳолаш ёндашув (улар учта) ва усулларини ўз ичига олган мавжуд халқаро ва ёки миллий баҳолаш стандартлари асосида амалга оширилади.

Мавжуд ёндашувлар ва усулларнинг мазмун-моҳиятини таҳлилий тавсифлаш асосида уларнинг хусусиятлари ва қўлланилиши алгоритмик тартибини қуйидагича аниқлаш мумкин.³⁸³

1. Мулк қийматини баҳолашнинг харажатларга асосланган ёндашувини қўлланилиши бўйича. Харажатларга асосланган ёндашув мавжуд объект баҳоси билан худди шунга ўхшаш объект қўрилиши қиймати баҳосини таққослашга асосланади. Бундаги харажатлар баҳоланаётган объектнинг бозор қийматига тенг деб тахмин қилинади. Бундай тахмин оддий харидорнинг психологик нуқтаи назардан туғри (ўзини оқлайди), чунки у ўрин босиш тамойилига кўра худди шундай объект (ўхшаш аналог)ни ҳосил қилиш (яратиш)ни амалга оширишга кетиши мумкин бўлган харажатлар йиғиндисини ўз ичига олувчи баҳодан ортиқ суммани тўлашни ҳоҳламайди.

Назарий нуқтаи назардан кўпгина ҳолларда ўрин босиш қиймати баҳосини аниқлаш кўпроқ асосланган, чунки потенциал харидорга баҳоланаётган объектнинг худди шундай нусхаси унинг барча функционал камчиликлари ва орттирма (яхшиланиш)лари билан кераклиги эҳтимолдан йироқ. Лекин бунда яратилаётган объектнинг баҳоланаётган объектдан фарқ қилувчи баҳони аниқлаш rischi мавжуд, бу кўп ҳолларда баҳолаш мақсадларига зид бўлади. Шундан келиб чиқиб, амалиётнинг кўп ҳолларида, баҳоланаётган яхшиланишларни қайта яратиш харажатлари ҳисоби асосида юритиш афзалликлари кўрилади. Бироқ қайта тиклаш қиймати ва ўрин босиш қиймати орасидаги чегирма доимо тахминий, лекин ҳар бир конкрет ҳолатда у ёки бу қийматни баҳолаш турини танлаш масаласи харажатларга асосланган ёндашувни қўллаш билан боғлиқ шароитларни ҳал этиш зарур.

³⁸³ Материалларни тизмалаштириб ёзишда Б.Шоносупов, А.Абдукаюмов, С.Қорабосов, Б.Қудратовлар иштирок этишган.

Харажатларга асосланган ёндашув методологиясининг ИМОга нисбатан қўлланилганида ўта мураккаб ва муаммовий масалаларига қуйидагилар киради:

- ушбу ёндашувнинг ИМОнинг сифат ва миқдорий курсаткичлари ҳамда хосса ва хусусиятларини максимал даражада ҳисобга олган ҳолда баҳолаш;

- янги ИМО яратилиши қийматини баҳолашда адекват усулларни қидириш;

- объектлар маънавий, ташқи ва функционал эскиришнинг замонавий усулларини қидириш;

- ИМО эгаси ва тадбиркор фойдасини ҳисоблаш усуллари ва моҳиятини аниқлаш.

2. Мулк қийматини баҳолашда қиёсий солиштирма ёндашувни қўллаш бўйича. Қиёсий солиштирма ёндашув субъектларнинг бозордаги амалга оширган ўхшаш олди – сотди битимларига, яъни бир-бирига ўхшаш битимлар бўйича ахборотларга, асосланади. Ёндашув учта тамойилга асосланади – талаб ва таклиф, ўрин босиш ва жамғаришга.

Ялпи рентавий мультипликатор усули сотувларни таққослаш усулининг хусусий ҳолати сифатида қаралиши мумкин.

Ушбу усул мулкни сотиш нархи ва шунга мос равишда уни ижарага беришдан олинadиган рента (ижара) даромади орасидаги тўғридан-тўғри боғлиқлик объектив мавжудлигига асосланади. Бу боғлиқлик ялпи рентавий мультипликатор ёрдамида ўлчанади. Бунда мультипликатор қийматнинг потенциал ёки ҳақиқий ялпи даромадга нисбати сифатида ифодаланади.

Қиёсий солиштирма ёндашув методологиясининг энг мураккаб ва муаммовий масалаларига қуйидагилар киради:

- ҳисоблашларнинг ахборот таъминоти (чунки ҳақиқий тузилган битим бўйича ахборот мавжуд эмас ёки ушбу ахборот ишончли эмас, бунда мулк оферта – таклифини статистик таҳлиладан фойдаланиш таклиф этилади);

- тузатишлар миқдорини бозор шароитларидаги асосланиши ИМ бозорининг баланслашган ва ривожланган сегментларида ҳам долзарб ҳисобланади;

- ИМ бозорининг суст ёки эндигина шаклланаётган шароитларида миқдорий асосланиш муаммоси баҳолаш натижаларининг ишончлилик муаммосига айланади.

3. Мулк қийматини баҳолашда даромадларга асосланган ёндашувни қўллаш бўйича. Даромадларга асосланган ёндашувга кўра ИМО қиймати (ушбу объектга киритилган капитални ҳисобга олган ҳолда) мазкур мулк келтиришга қодир бўлган даромаднинг сифати ва миқдори жорий баҳосига мос келиши зарур. Бунда асосий тамойиллар бўлиб кутиш ва ўрин босиш тамойили ҳисобланади. Кутиш тамойили усулни шакллантирувчи асосий тамойил ҳисобланади, унга кўра ИМО қиймати уни ижарага бериш ёки унинг асосида даромадли бизнесни ташкил этишдан келажакда олинадиган барча даромадларнинг жорий қиймати сифатида баҳоланади. Баҳоланаётган объектнинг даромад келтириш салоҳияти қанчалик баланд бўлса, унинг қиймати шунча юқори бўлади. Ўрин босиш тамойилига кўра мулкнинг максимал қиймати унга ўхшаш эквивалент даромадли бошқа объектнинг энг паст харид қилиш нархидан ошиб кетмаслиги зарур.

Мазкур ёндашув доирасида тўғридан-тўғри капиталлаштириш ва капиталга қайтим меъёри бўйича капиталлаштириш усуллари қўлланилади. Бу усуллар асосида соф операцион даромадни таҳлил қилиш ва баҳолаш ҳамда капиталлаштириш ёки дисконтлаш коэффициенти ётади. Даромадларни капиталлаштириш усулидан фойдаланишда ИМО қиймати маълум бир вақт даврида олинган даромадга айлантирилади, дисконтланган пул оқимлари усулини қўллашда эса мулк қиймати уни бир неча башорат қилинаётган йиллар давомида тахминий ишлатилишидан олинishi мумкин бўлган даромадга ҳамда башорат қилинган давр охирида мулкни қайта сотиш бўйича пул тушумига айлантирилади.

Даромадларга асосланган ёндашув методологиясининг энг мураккаб ва муаммовий масалалари қаторига ИМОга инвестициялар rischi билан ҳамоҳанг бўлган дисконта ставкасини аниқлаш киради.

Юқорида берилганларнинг барчаси асосида ҳар бир ёндашувнинг афзаллик ва камчилик тарафларини (5.4-жадвал) аниқлаш мумкин.

Жаҳон амалиётида мавжуд бўлган баҳолаш ёндашувлари ва уларда қўлланиладиган усуллар (2.5-жадвал ва 2.6-жадвал) ҳамда уларнинг афзаллик ва камчилик тарафларининг юқорида келтирилган таҳлили ва тизимлаштирилиши (5.4-жадвал) асосида хулоса сифатида қуйидагиларни айтиш мумкин.

**Турли мулк қийматини баҳолаш ёндашувларининг
солиштирма тавсифи**

Афзалликлар	Камчиликлар
Харажатларга асосланган ёндашув	
1. Тулиқ фойдаланишга тайёр бўлган янги ёки яқинда янги яратилган объект (молиявий восита) қийматини баҳолашда ишончлироқ саналади. 2. Куйидаги ҳолларда қўллаш мақсадга мувофиқдир: - янги яратилаётган ёки такомиллаштирилаётган объектнинг таҳлили; - тугалланмаган объектни баҳолаш; - давлат, ижтимоий ва махсус объектлар қийматини баҳолаш, чунки бундай объектлар даромад (фойда) олишга мўлжалланмаган ва бундай ҳолда аналог объектлар бўйича сотувларни топиш мушкул; - суғ бозорлардаги объектлар қийматини баҳолаш; - солиққа тортиш ва суғурталаш мақсадларида баҳолаш; - агар бошқа баҳолаш ёндашувларини қўллаш учун етарли ахборот мавжуд бўлмаса.	1. Харажатлар ҳар доим ҳам бозор нархига эквивалент эмас. 2. Аниқроқ баҳолаш натижаларига эришиш ҳар гал меҳнат харажатларининг тез ўсилини ҳисобга олинишини талаб этади. 3. Баҳоланаётган объект (молиявий восита)ни сотиб олинишидаги меҳнат харажатларини худди унга ўхшаш янги объект яратилиши харажатларига мос келмаслиги (чунки баҳолаш жараёнида яратиш қийматидан эскириш чегириб ташланади). 4. Эски объектларни такроран ҳосил қилиш қийматини ҳисоблашнинг муаммолилиги. 5. Ўзбекистонда молиявий воситаларни баҳолашнинг муаммолилиги (чунки улар бўйича интеллектуал мулкка эгалик ҳуқуқи мавжуд эмас). 6. Эски объектларнинг эскириш даражасини аниқлаш мураккаб, чунки кўп ҳолларда эскириш даражаси тўғрисидаги мулоҳазалар баҳоловчининг эксперт фикрига асосланади (бунда натижаларнинг аниқлиги кўп жиҳатдан экспертнинг малака ва тажрибасига боғлиқ бўлади).
Қийсий солиштирма ёндашув	
1. Куйидаги ҳолларда ишончли: - фаол бозор шароитларида мураккаб бўлмаган объектларни баҳолашда (чунки бундай объектлар тез-тез трансфер бўлади ва даромад олиш учун ишлатилмайди); - амалга оширилаётган битимлар бўйича етарли ҳажмда маълумотларни таъминлайдиган ахборот инфратузилмасининг мавжудлигида.	1. Сотувларнинг фаркланиши. 2. Сотувнинг ҳақиқий нархлари тўғрисида ахборот тўплашнинг мураккаблиги (масалан, солиқ ва йиғимлар тўлашдан қочиш мақсадида баъзан ҳақиқий нархлар ошқора этилмаслиги сабабли ахборотларнинг ишончилигини текшириш бир мунча мушкул кечади). 3. Битимнинг ўзига хос махсус шартлари тўғрисидаги ахборотни тўплашнинг муаммолилиги (масалан, битим тарафлари иқтисодий рационал ҳаракат қилганим,

2. Статистик асосланганда. 3. Якуний баҳолашда анаънавий сотувчи ва харидор фикрини кўрсатиб беради. 4. Сотилиш нархларида молиявий шароитлар ва инфляциянинг ўзгариши акс этади. 5. Таққосланилаётган объектлар фаркига тузатишлар киритиш имконини беради. 6. Таҳлил учун маълумотлар миқдори етарли бўлганида содда қўлланилади ва ишончли натижалар беради.	сотувчи ва харидорнинг мотивацияси анаънавий бўлгани ва х.к.). Бундай ҳолатлар мавжуд бўлса, конкрет объектнинг сотилиш нархи бозор учун анаънавий бўлган нархдан кескин фарқ қилиб таҳлил натижасига салбий таъсир кўрсатади. 4. Баҳолаш натижалари аниқлигининг бозор фаоллиги ва бозорни ўқшаш объектлар бўйича битимлар тўғрисидаги ахборотлар билан тўйинганлиги даражасига боғлиқ бўлиши. Ёндашувни фаоллиги паст бўлган бозорларда қўллаш муаммолли ҳисобланади. 5. Бозорнинг барқарорлиги ва волатиллигига боғлиқлиги. 6. Кескин фарқланувчи сотувлар тўғрисидаги маълумотларни ўзаро келиштиришнинг мураккаблиги (бу эса баҳолаш натижалари аниқлигини пасайтиради).
--	---

Даромадларга асосланган ёндашув

1. Ушбу ёндашув асосида олинадиган натижалар даромад келтирувчи объектларни баҳолашда кўпроқ аҳамиятли ҳисобланади. Бу натижалар инвестицияни амалга оширишнинг мақсадга мувофиқлигини таҳлил қилишда ва объектни инвестицион молиялаштириш бўйича қарорлар қабул қилишда ишлатилади. 2. Даромадларга асосланган ёндашув бошқа ёндашуларга қараганда инвесторнинг даромад олиш манбаи сифатида қаралувчи объект тўғрисидаги тасаввурини кўпроқ ифодалайди (яъни объектнинг бу сифати асосий қиймат баҳосини шакллантирувчи омил сифатида ҳисобга олинади). 3. Тўғридан-тўғри капиталлаштириш усули ҳисоблашларнинг нисбатан соддалиги, тахминлар сонининг камлиги, бозорнинг ҳолатини акс эттиради ва айниқса паст рискли барқарор ишловчи кўчмас мулк объекти учун яхши натижаларни беради.	1. Даромадларнинг узоқ муддатли оқимини башоратлаш зарурлиги. 2. Башорат қилинаётган фойдага риск омилларининг таъсири. Объектнинг жорий қийматини аниқлашда мулкка эгаллик қилишдан келажакда олинадиган фойдани олиш билан боғлиқ тахминий рискни ҳисобга олиш зарур (бу эса баҳолаш натижаларининг аниқлигига таъсир кўрсатади). 3. Аналог (ўқшаш) объектларнинг даромадлилиги тўғрисидаги маълумотлар туپлашнинг муаммоллиги. Одатда даромадлилиги тўғрисидаги ахборот сир сақланади, кўпчилик ҳолларда бу ҳақдаги расмий ахборотлар ҳақиқатдан йироқ бўлади, мулк объектлари ҳақиқий даромадлилигини текшириш эса мушкулдир, мос равишда баҳолаш аниқ бўлмайди, ноаниқлик капиталлаштириш жараёнида ортади.
---	---

4. Пул оқимларини дисконтлаш усули энг яхши назарий усул ҳисобланади, бозор динамикасини ҳамда даромад ва харажатлар структурасининг бир текисда эмаслигини ҳисобга олади. Объектдан келадиган даромадлар ва бозор беқарор бўлганда ҳамда объект яратилиши ёки такомиллаштирилиши босқичида бўлганда қўлланилади.	4. Қулайликлар келтирувчи объектни баҳолаш ва ноёб объектларга эгалик қилишдан бўлган нафлар қийматини баҳолаш ҳолларида даромадни қийматий баҳолаш ишлари сезиларли равишда мушкул кечади.
--	--

Умуман олганда мулк, жумладан ИМО, қийматининг бозор баҳоси мазкур мулкнинг бозор нарҳи эмас (2.7-параграф).

Мулк – давлат, жамият ва шахс (юридик ва жисмоний шахс) фаолиятнинг натижалари (5.2-параграф) бўлиб, унинг эгаси уни бошқариш, бошқага бериш, назорат қилиш ва унга жавобгар бўлиш, ундай фойдаланишни чеклаш ва бекор қилишни белгилайдиган мутлак ҳуқуққа эга бўлади. Мулк моддий бойлик ва товар сифатида унинг эгалари манфаати ва муносабатларини белгилайди, уларни нафлик сари ундайди.

Мулкни баҳолашнинг жаҳон амалиётида асосан учта ёндашув мавжуд бўлиб, уларнинг ҳар бири ўзига мос бир нечтадан усулларни қўллайди. Бунда баҳолаш жараёнида баъзи усуллар бир вақтнинг ўзида конкрет шароитдан келиб чиққан ҳолда икки ёндашувлар доирасида ҳам қўлланилиши мумкин.

Мулк қийматини баҳолашда ёндашув ва усулларнинг хилма-хиллиги баҳолашнинг аниқлик ва ишончлилик даражасини оширади, субъективлик даражасини пасайтиради, демак адолатлилик даражаси ошади.

Мулк қийматини баҳолашда ҳар уччала ёндашувни қўллаш зарур бўлиб, улар доирасидаги усуллар маълум бир кетма-кетликда фойдаланишни тақозо этади. Бунда улар бўйича ҳисобланиб топиладиган адолатли баҳо миқдорлари маълум даражада фарқланиши мумкин. Шу муносабат билан мулкни баҳолашга талабгор шахсдан ушбу баҳо қийматлари миқдорлари ичидан мулкнинг объектив бозор нарҳини ҳисобга олган ҳолда энг мақбулини танлаб олиш тавсия этилади.

Интеллектуал мулк ва хизматлар (жумладан муаллифлик ҳуқуқи ва молия инжиниринги инновациялари) уларнинг ўзига хослигига қараб монопол баҳо ва нарҳга эга бўлиши мумкин.

Одатда, ИМО қиймати унинг асл қиймати ва унга бўлган ҳуқуқдан ташкил топади.

Инновацион молиявий инструментлар қийматини баҳолаш масаласи уларнинг эмитенти бизнеси доирасида қаралади.³⁸⁴ Бунда қимматли қоғозларнинг бозор нарҳини шакллантириш масаласи эса фонд биржаларининг листинг, котировка ва шу каби бошқа тартиб-қоидалари асосида қўрилади.³⁸⁵ Қимматли қоғозлар қиймати реал баҳоси ва нарҳининг ўзаро боғлиқлиги масаласи фонд бозорини фундаментал ва техник таҳлили асосида амалга оширилиб, бунда асосан «қўпик» вужудга келиши эҳтимоли баҳоланиши негизида уларнинг эквивалентлигига баҳо бериш мумкинлиги эътироф этилади.³⁸⁶ Демак, бу масалаларнинг комплекс ечими асосида қимматли қоғозлар қиймати бозор баҳоси ва нарҳининг ўзаро эквивалентлигини таъминлаш бўйича тадқиқот ишлари фрагментар характерга эга. Худди шундай ҳолат Ўзбекистонда ҳам мавжуд бўлганлиги³⁸⁷ ва баъзи ишларда қимматли қоғозлар баҳоси ва нарҳи эквивалентлигини таъминлашнинг концептуал асослари берилганлиги³⁸⁸, лекин бу борада — қимматли қоғозлар қийматини адолатли баҳолаш ва уларнинг объектив бозор нарҳини шакллантириш асосида улар баҳоси ва нарҳининг ўзаро эквивалентлигини талаб даражасида комплекс равишда таъминлаш масаласи доирасида — чуқурроқ илмий изланишлар зарур.

³⁸⁴ Chesley G.R. Valuing Business: Use of accounting earnings Saint Mary's University, Halifax, NS, 1999; Мюккерин Г.И., Гребенников В.Г., Нейман Е.И. Методологические основы оценки стоимости имущества. -М.: Интерскалма, 2003.-688 с.; Грязнова А.Г., Федотова М.А. Оценка бизнеса. Учебник. -М.: Финансы и статистика, 2003; Десмонд Г.М., Калли Р.Э. Руководство по оценке бизнеса. - М.: РОО, 1996; Оценка стоимости ценных бумаг, Методическое пособие ЦПО, Финансовая академия при правительстве РФ. М.: 1999; Бердникова Т.Б. Оценка ценных бумаг. - М.: Инфра-М, 2006.-144 с.

³⁸⁵ Sharpe W.F. Capital Assets Prices: a Theory of Market Equilibrium Under Condition of Risk // Journal of Finance, 1964, September; Сидни Котли, Роландер Ф. Мюррей, Франк Е. Блок. «Анализ ценных бумаг» Грэма и Додда. - М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2000. - 674 с.; Шарп У., Александер Г., Бэйли Дж. Инвестиции: Пер. с англ. - М.: ИНФРА-М, 1999. - XII, 1028 с.; Тьюлс Р., Бредли Э. Фондовый рынок. - 6-е издание: Пер. с англ. - М.: Инфра-М, 1997; Баффет У. Эссе об инвестициях, корпоративных финансах и управлении компаниями/Пер. с англ.-М.: Альпина Букс, 2005.-268 с.; Хикс Дж.Р. Стоимость и капитал. - М.: Прогресс. 1988. -365 с.; Русинев В.Н. Финансовый рынок: инструменты и методы прогнозирования.-М.: Эдиториал УРСС, 2000; Ханс Питер Бэр. Секьюритизация активов: секьюритизация финансовых активов - инновационная техника финансирования банков/Пер. с немецкого Ю.М.Алексеева, О.М. Иванова. -М.: Волтерс Клувер, 2006.-624 с.

³⁸⁶ Смирнов А. Кредитный «пузырь» и переквалификация финансового рынка//Вопросы экономики, М., №10, 2008.-с.4-31.; Шохазизов Ш.Ш. Как можно оценить «пузырь» на рынке ценных бумаг//Биржа эксперт, Т., №1, 2010.-с.35-38.

³⁸⁷ Бутиков И.Л. Рынок ценных бумаг Узбекистана: проблемы функционирования и развития.-Т.: Консалтингформ-нашр, 2008. - 224 с.

³⁸⁸ Шохазизов Ш.Ш. Биржевая деятельность. - Т.: Илим эна, 2011.- 288 с.; Качество индустрии рынков: финансового и ценных бумаг.-Т.: ТФИ, 2004.-138 с.; Основы секьюритизации.-Т.: Iqtisod-inoiyya, 2005.-376 с.; Концепция сущности рынка ценных бумаг//Молия, Т., №1, 2009.-с.82-91.; Как можно оценить «пузырь» на рынке ценных бумаг//Биржа эксперт, Т., №1, 2010.-с.35-38.

Илмий-методологик базис сифатида иқтисодий системалогия Ўзбекистон Республикаси Президенти И.А. Каримовнинг фундаментал асарлари нуқтан назаридан юқорида кўрсатилган масалаларни тизимлилик ва комплекслилик жиҳатидан ҳал этиш имкониятларини кенгайтириши мумкин (I ва II боблар).

5.4. Тизимли молия инжиниринги маҳсулотлари лойиҳаларини тузиш ва молиялаштириш масаласи

Тизимли молия инжиниринги (ТМИ) назарий-методологик базиси (I қисм) асосида молиявий инновацияларнинг келтириб ўтилган таснифи (1.3-жадвал) уларни яратиш ва трансфери жараёнлари (1.7-параграф) ҳамда фундаментал масалалари (III боб) ўз жиҳатлари ва хусусиятларига эга, ўз-ўзидан молия инжиниринг инновация фаолияти маҳсулотларини амалиётга жорий қилиниши учун тузилиши зарур бўлган лойиҳалар сони ва уларни молиялаштириш манбалари ва усуллари молиявий инновацион маҳсулотлар сонига (1.3-жадвалдаги тасниф бўйича) мос равишда қўл сонли бўлади, бир-биридан фарқ қилади деган хулоса чиқариш имконини беради.

ТМИ йўналишлари бўйича лойиҳаларни, масалан, қуйидагича таснифлаш мумкин³⁸⁹:

- бюджет-солиқ сиёсати доирасидаги давлат молия инжиниринги маҳсулотлари лойиҳалари;
- пул-кредит сиёсати доирасидаги давлат молия инжиниринги маҳсулотлари лойиҳалари;
- муниципал молия инжиниринги маҳсулотлари лойиҳалари;
- номолиявий компаниялар молия инжиниринги маҳсулотлари лойиҳалари;
- молиявий компаниялари молия инжиниринги маҳсулотлари лойиҳалари;
- кредит ташкилотлари ва банклар молия инжиниринги маҳсулотлари лойиҳалари;
- суғурта компаниялари молия инжиниринги маҳсулотлари лойиҳалари;
- нодавлат нотижорат ташкилот ва фондлар молия инжиниринги маҳсулотлари лойиҳалари;

³⁸⁹ Ушбу тасниф рўйхати турли белгилар бўйича давом эттирилиши мумкин.

- уй хўжаликлари ва индивидумлар молия инжиниринги маҳсулотлари лойиҳалари;

- халқаро молия-кредит ташкилотлари молия инжиниринги маҳсулотлари лойиҳалари;

- молия инжиниринги маҳсулоти лойиҳалари сифатида инвестициялар портфели оптимал тузилмасини шакллантириш ва бошқариш;

- молия инжиниринги маҳсулоти лойиҳалари сифатида активларни самарали секьюритизациялаштириш;

- молия, жумладан қимматли қоғозлар, бозори муносабатлари молия инжиниринги маҳсулотлари лойиҳалари ва ҳ.к.

Ушбу турдаги лойиҳаларнинг ҳар бири ўзининг алоҳида конкрет, ички ва/ёки ташқи фаолияти мақсади ва вазифалари ҳамда функциялари доирасида турли тоифаларга бўлиниши мумкин.

Назарий жиҳатдан молиявий инновацион маҳсулот лойиҳаси қанчалик жалбдор ва риск даражаси паст бўлиб тез амалга ошса, янгиликнинг муваффақият қозониш эҳтимоли шунчалик катта. Янгилик қанчалик «ноёб» ва ўз вақтида пайдо бўлса, унинг лойиҳаси жалбдор ва бозордаги истикболи шунчалик порлоқ ва унга талаб кўлами кенг бўлади. Натижада лойиҳанинг риск даражаси юқори бўлсада, бундай инновациянинг ноёблиги лойиҳанинг рискин психологик ва истикболи порлоқлиги нуктаи назардан бир мунча нейтраллаштиради. Одатда, бундай инновация лойиҳасидан аввал фақат ички бозорни тўлдиришдагина фойдаланилади. Агар молиявий инновация лойиҳаси ўсиш даврида бўлса, бундай ҳолда унга ички талаб кафолатланган, шунингдек унинг жаҳон молия бозорига чиқиши ҳақиқатга яқин.

Молиявий инновация лойиҳасини тузиш ва амалиётга жорий қилиш жараёни бир нечта фаза ва босқичдан иборат бўлиб, уларни амалга ошириш натижасида ТМИ маҳсулотлари ғоя шаклидан «етилган» маҳсулот шаклига ўтади ва молиялаштирилиб молиявий-иқтисодий фаолиятга тадбиқ этилади. Бунда молиявий инновация уни лойиҳасини амалиётга жорий қилиниши билан тугалланмайди, балки у билан боғлиқ ишлар тўхтамай давом этади. Чунки янгиликнинг иқтисодиётда тарқалиш даражаси ошган сари такомиллашади, самарадорлиги янада ортади, янги истеъмол хусусиятларига эга бўла бошлайди, бу унинг учун қўлланишнинг янги соҳаларини, янги бозорларни, демакки янги такомиллашган лойиҳалари ва истеъмолчиларни вужудга келтиради.

Молиявий инновация лойиҳасини тузишда муҳим йўналиш – ушбу лойиҳани аниқ истеъмолчи талаб ва манфаатларига мослаш. Бунда лойиҳага ҳалақит берадиган ва ёрдам берадиган барча омишларни ҳисобга олиш зарур.

Умуман олганда, ТМИ маҳсулотлари лойиҳаси молиявий инновация бўйича фундаментал тадқиқотлардан бошланади ва инновация маҳсулотидан амалиётда фойдаланиш ҳамда уни такомиллаштириб бориш ва барча учун оммавий ва анаънавий шаклда бўлиш билан тугалланади.

Инновация лойиҳасининг талаб ҳажмига келадиган бўлсак, у истеъмолчилар талаби даражаси, мослашиш қобилияти ва ташқи иқтисодий шароитларга функционал боғлиқ ҳолда ўзгаради.

Фикримизча, молия инженерининг новатор сифатидаги лойиҳавий фаолияти янги гошларни қидириш ва уларни амалга ошириш – тадбиркорлиқнинг энг қийин вазифаларидан биридир. Бу ерда нафақат ижодий фикр юритиш қобилияти ва янги ечимларни топиш, балки вужудга келган ҳолатда фаолият курсатаётган кучларни тақсимлашни тушуниш ҳам талаб қилинади. Молия инженери янги лойиҳани амалга ошириш ёки амалдагисини яхшилаш бўйича ўзига барча рискни олишга тайёрлиги, шунингдек бунда вужудга келадиган молиявий, руҳий ва ижтимоий жавобгарлиги билан боғлиқдир.

ТМИ лойиҳаларининг асосан учта моделини ажратиб кўрсатиш мумкин:

1) ички модели, бунда ташкилотнинг ички манфаати мақсадида ихтисослаштирилган молия инжиниринги лойиҳаларини тузиш, уни молиялаштириш, амалга ошириш ва унинг самарасини ташкилот томонидан мониторингини олиб бориш;

2) ташқаридан истеъмолчи (талабгор)лар буюртмаси асосида конкрет лойиҳалар ишлаб чиқиш ёки мавжуд намунавий лойиҳаларни кўпайтириш ва сотиш ҳамда жорий мониторингини ижрочи томонидан амалга ошириб бориш;

3) венчурлар ёрдамида лойиҳаларни ташқи ташкиллаштириш, бунда ташкилот молиявий инновация лойиҳаларини амалга ошириш учун четдан кўшимча маблағларни жалб қиладиган шубба венчур фирмаларини ташкил қилади.

Молиявий инновацияларни амалиётга жорий қилиш ва ўзлаштириш жараёнини лойиҳалаштириш, техник ва технологик лойиҳалардан фарқли, ўзининг табиатига кўра кўп вақт талаб

қилмайди. Бу лойиҳани ишлаб чиқиш ва молиялаштириб амалга ошириш маълум сарф-харажатларни талаб қиладики, улар нисбатан қисқа муддат ичида ўзини оқлайди (қоплаб ўзининг ижобий натижаларини беради). Молиявий инновацияни лойиҳалаштириш ва молиялаштириш механизми етарли даражада мураккаб ва қўп босқичли, унинг институционал модели ўзининг кўриниши билан Ўзбекистонда ҳозирча алоҳида кўринишда мавжуд эмас.

Ҳар қандай молиявий инновация табиатан янги ёки такомиллашган молиявий муносабатлар ва даромадлар манбаи сифатида яратилиши, лойиҳалаштирилиши ва трансфери жараёни доимо маълум молиявий, вақт, меҳнат харажатлари билан боғлиқ. Бунда молиявий инновацияга талабгор ҳар қандай шахс ўз ҳисобидан ёки четдан унинг лойиҳасини молиялаштириш учун қанча пул тўлашга тайёр эканлигини аниқ белгилаб олиши лозим.

Шунинг учун молиявий инновацияларни жорий қилиш ва ўзлаштириш бўйича лойиҳалаштириш ва инвестицион молиялаштириш масалаларини бир-бири ва истеъмолчи билан боғлиқликда кўриб чиқиш мақсадга мувофиқ.

Авваламбор, молия инжиниринги маҳсулоти лойиҳасини тайёрлаш технологиясини кўриб чиқамиз. Шунини таъкидлаймизки, лойиҳалаштириш молиявий инновация (маҳсулот)га талабгор шахс, жумладан инвестор, характери ва талабларига боғлиқ, шунингдек ўзининг хусусиятларига эга бўлиб, лойиҳалаштириш бир нечта моделли вариантларда амалга оширилиши мумкин. Ҳар қандай лойиҳа ўзи билан «лойиҳани амалга оширишнинг мақсадга мувофиқлиги ва инвестицияларнинг иқтисодий самарадорлиги» мавзусидаги эркин иншо кўринишда бўлар экан, шунини қайд қилиш керакки, методика қатъий маслаҳат берадиган характерга эга.

Шунини таъкидлаш керакки, лойиҳанинг у ёки бу шаклда кўриб чиқаётган барча қисмлари зарурдир ва ҳар қандай инвестор куйида келтирилган ҳар бир бўлимни исботлаб беришни талаб қилади.

Молия инжиниринги маҳсулотини жорий қилиш ва ўзлаштириш соҳасидаги лойиҳа уни амалга оширувчи талабгор шахсга:

- ҳозирги ва келажакдаги ҳолатини белгилайди;
- инновацион ривожланиши кўрсаткичлари ва бозор стратегиясини кўрсатиб беради;
- бошқариш тузилмаси ва унинг мақсадли фаолияти стратегиясини кўрсатиб беради;

- молиялаштириш манбалари, схема ва тартибларини батафсил ёритиб беради.

- рақобатбардошлиликда муваффақият қозониш даражасини белгилаб беради.

Лойиҳа қуйидаги ҳолларда ишлатилади:

- молиявий инновациянинг мақсадга мувофиқ эканлигини белгилашда;

- инновацион ривожланишнинг зарурлигини асослашда;

- молиявий инновацияни ишлаб чиқишда ва/ёки ўзлаштиришда, шунингдек бунинг учун маблағ олишда;

- молиявий рақобатбардошлилик ва хавфсизликни таъминлашда.

Лойиҳани тузишдан олдин ишлаб чиқилиши ёки жорий қилиниши кутилаётган молиявий инновацияга бўлган талабни баҳолаш ва ҳақиқий янгилигини белгилашни амалга ошириш лозим. Кимга ва унга нима учун кераклигини тушуниш зарур, шундан сўнг лойиҳани ишлаб чиқишга киришиш мумкин. Лойиҳалар салоҳияти одатда ижрочи ва буюртмачи ҳамкорлигининг ўзаро тўлдирадиган муносабатлари ва имкониятларига асосланади.

Лойиҳа умуман олганда унинг устида ишлаш, унга тайёр-гарлик кўриш, уни экспертиза қилиш ва ишлаб чиқиш, уни сотиш ёки жорий қилиш (трансфери) ҳамда лойиҳа якунларини баҳолаш босқичларидан иборат бўлади. Бунда лойиҳани амалга ошириш рисклари ва натижаларини объектив баҳолайдиган турли мезон (критерий)лардан фойдаланиш зарур. Мавжуд амалиётга асосан, лойиҳанинг ўтган босқичлари фаза дейилади, уларнинг ҳар бири фаза ости (босқич ости)ларга бўлиниши мумкин. Масалан, молиявий инновацияни шаклланишидан тортиб то уни реал амалга оширишгача бўлган йирик (умумлашган) фазаларни қуйидаги фазаларда кўриш мумкин:

Умумий инновацион зоя ва фикрларни шаклланиши → эътиборли фикрларни танлаб олиш → фикрни такомиллаштириш ва текшириш → бозордаги рақобат стратегиясини ишлаб чиқиш → молиявий инновацияни амалга ошириш имконияти таҳлили → молиявий инновацияни яратиш ва баҳолаш → бозор шароитида имитацион (дастлабки) синаш → синовдан кейин коррективировка киритиб сайқал бериш → молиявий инновацияни тўлиқ қўллаш.

Лойиҳани амалга оширишда қуйидаги позициялар бўйича мониторингни амалга ошириш лозим:

- инновация лойиҳасини амалга ошириш ва унинг маълум босқич (фаза)ларида эришилган ютуқлари туғрисидаги мунтазам ҳисоботлар;

- ҳафталик, ойлик, чорақлик ва йиллик суммалар асосида молиявий натижалар (жорий қилинган лойиҳа учун);

- инновацион молиявий маҳсулотнинг жорий вақтдаги қийматини ва амалга ошириш графиги (режаси)ни коррективировка қилиш учун фойдаланиладиган ресурсларнинг амалдаги рўйхати;

- инновацион молиявий маҳсулотни амалга ошириш бўйича солиқлар, божлар, бошқа харажатлар;

- лойиҳа босқичларини амалга ошириш бўйича тадбирлар ва уларнинг самарадорлиги.

ТМИ лойиҳасининг ҳаёт циклини тўртта фазага ажратиш мумкин: гоёни ва унга асосланган инновацион маҳсулотни дастлабки тарзда тадқиқ қилиш, маҳсулот лойиҳасини тузиш ва молиялаштириш манбаларини аниқлаш, лойиҳани амалга ошириш, лойиҳани мониторинги ва якунлаш.

Ҳар бир фазага мос равишда қуйидаги босқичлар киради: самарадорликни аниқлаш, смета ва бюджетни ишлаб чиқиш, амалга ошириш самарадорлигини мониторинг қилиш ва таҳлил қилиб баҳолаш. Ҳар бир босқичда рискларни бошқариш масаласи (5.1-параграф) қўрилади.

ТМИ лойиҳаларини интеллектуал мулк соҳаси (1.7-, 2.7- ва 5.3-параграфлар) амалиётида мавжуд бўлган усул ва услублар ёрдамида тузиш ва амалга ошириш мумкин. Лойиҳалар самарадорлигини баҳолашда бенчмаркинг³⁹⁰ усулини ҳам қўллаш мумкин. Бунда секьюриметрика ва финансометрикадан³⁹¹ фойдаланиш керакли самара бериши мумкин. Фикримизча, инновациялар молиялаштирилиши муаммоларини макро ва микро поғонага ажратиб қараш лозим.

ТМИ лойиҳаларини молиялаштириш қуйидаги шартларни ҳисобга олинган ҳолда амалга оширилиши лозим:

³⁹⁰ Бочаров В.В. Финансовый инжиниринг. -СПб.: Питер, 2004.-400 с.

³⁹¹ Шохъяззамий Ш.Ш. Секьюриметрика Учебник.-Т.: Узбекистон миллий энциклопедияси, 2005.-473 с.; Шохъяззамий Ш.Ш. Основы секьюриметрики.-Т.: Иқтисод-молия, 2005.-365 с.

• Молиялаштириш динамикаси вақт меъёрлари ва молиявий чекловларга мос равишда лойиҳани амалга оширилишини таъминлаши зарур;

• Лойиҳанинг молиявий харажатлари ва рискинни пасайтириш молиялаштириш тузилмаси ва манбалари ҳамда аниқ ташкилий чоралар, жумладан, солиқ имтиёзлари, кафолатлар, иштирокнинг турли шакллари, ҳисобига таъминланиши лозим.

ТМИ лойиҳаларини молиялаштириш қуйидаги босқичлардан иборат:

• Лойиҳа ҳаётийлигини дастлабки тарзда ўрганиш (лойиҳани харажатлар ва режалаштирилган фойда бўйича мақсадга мувофиқлигини аниқлаш);

• Лойиҳани амалга ошириш режасини ишлаб чиқиш (рискларни баҳолаш, ресурс билан таъминланиши ва ҳ.к.);

• Молиялаштиришни ташкил қилиш, жумладан:

- молиялаштиришнинг турли шакллари баҳолаб улар ичидан мақбул шаклини танлаш;

- молиялаштирувчи ташкилотларни аниқлаш;

- молиялаштириш манбаларининг тузилмасини аниқлаш;

- молиялаштириш шартлари ва режаси бажарилишини назорат қилиш.

ТМИ лойиҳаларини молиялаштириш учун қуйидаги усуллар қўлланилиши мумкин:

• *Ўз-ўзини молиялаштириш*, яъни ўз маблағлари ҳисобидан молиялаштириш;

• *Қимматли қозонлар чиқариб молиялаштириш*;

• *Молиявий лизинг*;

• *Қарз маблағлари ҳисобидан*;

• *Комбинацияланган (аралаш) молиялаштириш*.

ТМИ лойиҳаларини молиялаштириш тизими ўз ичига:

• *Молиялаштириш манбаларини*;

• *Ташкилий шакллари* олади.

Молиялаштириш манбалари қуйидаги белгилар бўйича таснифланади:

• Мулкчиликка бўлган муносабат бўйича;

• Мулкчилик тури бўйича;

• Мулкдорлар поғонаси бўйича.

Мулкчиликка бўлган муносабат бўйича молиялаштириш манбалари ўз маблағлари, жалб қилинувчи ва қарз маблағларига бўлинади.

Мулкчилик тури бўйича молиялаштириш манбалари қуйидагиларга бўлинади:

- Давлатнинг инвестицион ресурслари;
- Юридик шахсларнинг инвестицион маблағлари;
- Чет эл инвесторлари маблағлари.

Мулкдорлар поғонаси бўйича молиялаштириш манбалари қуйидагича таснифланади:

- Давлат ва республика субъектлари поғона (даража)сида молиялаштириш манбалари бўлиши мумкин:

- бюджет маблағлари ва нобюджет фондлар;
- давлат банклари ва суғурта компаниялари;
- халқаро-давлат қарз маблағлари (давлатнинг ички ва ташқи қарзлари).

- Корхоналар поғонасида:

- ўз маблағлари;
- жалб қилинган маблағлар;
- кредитлар;
- молиявий лизинг бўйича маблағлар.

- Лойиҳа поғонасида:

- давлат бюджети ва нобюджет фондлар маблағлари;
- хўжалик юритувчи субъектлар маблағлари;
- чет эл инвестициялари.

ТМИ лойиҳаларини молиялаштиришнинг асосий тамойиллари:

- мумкин бўлган рискларни пасайтириш мақсадида диверсификациялаш;

- берилган маблағларни рисксиз қайтувчанлиги;
- режалаштирилган даромадлилик;
- инвестицияларнинг ликвидлилиги.

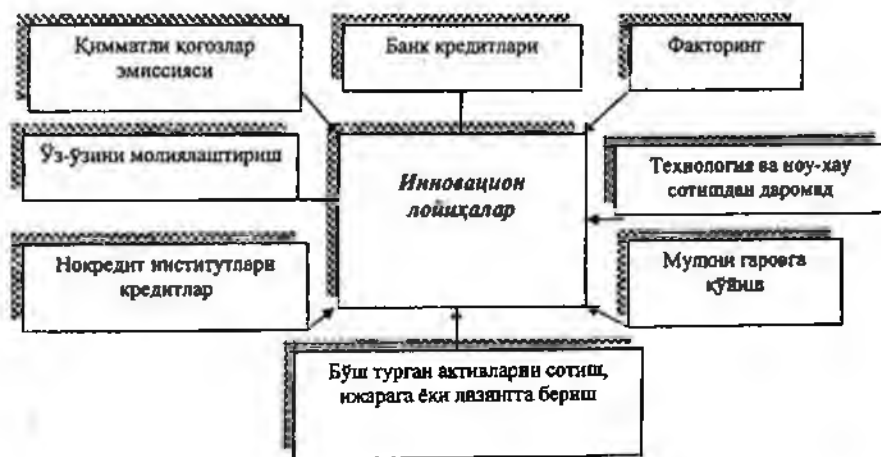
ТМИ лойиҳаларини молиялаштиришнинг умумий суммаси одатда қуйидагиларни ўз ичига олади: асосий, оборот (бир ойга ҳисобланган) ва бошқа капиталга кетган харажатлар. Бунинг асосида капиталга талаб ва инновацияни амалга ошириш жадвалига боғланган молиялаштириш инструментарийси аниқланади.

ТМИ инновацияларини молиялаштиришнинг институционал тизими маълум хусусиятларга эга.

Маълумки, ҳар бир мамлакатда унинг иқтисодий ривожланиш шароитларига мос равишда инновацияларни молиялаштириш тизими шакллانганлигига қарамасдан, дунёда инвестицион-инновацион ривожланишнинг умумий асослари вужудга келган десак бўлади.

Инновацияларни молиялаштиришнинг институционал тизимлари хусусиятларини ифодалашда юқорида берилган иқтисодиётнинг, жумладан, молия-кредит тизимининг (МКТ), инвестицион-инновацион ривожланиш муҳитини ташкил этувчи инновацияларни молиялаштиришни ташкиллаштиришнинг тамойиллари, шакллари, усуллари ва манбалари фойдалидир.

Юқорида келтирилган инновацияларни молиялаштиришнинг барча усулларини тўғридан-тўғри (бевосита) ва билвосита усулларга ажратиш мумкин (5.4-расм).



5.4-расм. Инновацияларни тўғридан-тўғри молиялаштириш манбалари

Билвосита молиялаштириш усулларига қуйидагиларни киритиш мумкин:

- насияга ёки лизингга зарурий анжомларни олиш;
- қиймати "роялти" шаклида тўланган лицензияни (лойиҳада қўлланиладиган технология учун) сотиб олиш;
- зарурий ресурслар учун қўшимча чиқарилган қimmatли қoғoзларни жойлаштириш, лизинг олиш;

- лойиҳани амалга ошириш учун меҳнат ресурсларини, билим ва ноу-хау шаклида капитални жалб қилиш.³⁹²

Ҳозирда инновацияларни молиялаштиришнинг тўртта тизими мавжуд: бозор тизими, корпоратив-давлат, кластер (тармоқланган), мезо-корпоратив тизим.³⁹³ Бу тизимлар сифат ва миқдор курсаткичлари ҳамда иқтисодиётдаги роли билан фарқланади. Ҳозирдаги Ўзбекистон шароитида инновацияларни охириги учта тизимга хос шакл ва усулларда молиялаштириш мумкин.

Хулоса сифатида қуйидагиларни айтиш мумкин:

- ТМИ инновацияларининг хусусияти улар лойиҳаларини молиялаштирилиши шакли билан белгиланади;

- инновацион фаолиятни молиялаштириш тизими ўз хусусиятларига эга бўлиб, инновацияларни иқтисодиёт ривожланишига самарали жорий қилиш учун қулай шароитлар яратувчи давлат инвестиция сиёсатининг таркибий қисми сифатида намоён бўлади;

- ТМИ инновацион фаолиятни молиялаштиришнинг хусусияти бўлиб, юқори молиявий риск, молиялаштириш усуллари, шакллари ва манбаларининг турлилиги ҳисобланади.

5.5. Тизимли молия инжиниринги маҳсулотлари трансфери ва уларни тижоратлаштириш масалалари

Дунёда умуман молия инжиниринги инновацион маҳсулотлари трансфери масаласи 5.1-5.4-параграфлар асосида муаммоли ҳисобланади десак хато бўлмайди. Чунки трансфер фаолияти молиявий инновацияларни самарали йўл билан ва ўз вақтида молия-кредит тизими (МКТ)га ўтказиш (жорий қилиш) бўйича қатор мураккаб қарорларни қабул қилишни кўзда тутди.

Молия инженерери томонидан янги ишлаб чиқилган молиявий маҳсулотни МКТда самарали реализация қилиш тизимли молия инжиниринги (ТМИ) янги ғояларини тижоратлаштиришнинг мақсади ҳисобланади. Шунинг учун трансфер ва тижоратлаштириш жараёнлари бир-бири билан ажралмас ҳолда боғланган.

ТМИ инновацион маҳсулотлари трансфери — бу молия инженерери томонидан фундаментал ва амалий тадқиқотлар

³⁹² Финансирование Инновационного Развития. Сравнительный обзор опыта стран ЕЭК ООН в области финансирования на ранних этапах развития предприятий / Объединенные Нации. Европейская Экономическая Комиссия. Перевод с английского — СПб.: РАВИ, 2008. С.28.

³⁹³ А. Пестова, О. Солдатов. Финансирование инноваций в поисках российской модели журнал «Банковское дело» №1, 2009.

утказилиши натижасида олинган молиявий инновацияларни сунгги натижага, яъни амалиёт (МКТ)да тайёр фойдаланиладиган молиявий махсулот ёки хизмат шаклига ўтишидир. Бунда (яъни трансферда) молиявий инновацияни молия инженеридан бошқа талабгор ташкилот ёки шахсга ўтиши жараёни.

Умуман трансфер — бу молия инженери ижодиёти махсуллари, билимлари ва тажрибасини татбиқ қилиш, улардан мақсадли фойдаланиш ва коммуникациянинг жуда мураккаб турларидан биридир. У тузилмавий ва ташкилий бўтинларга бўлинган икки ёки кўп функционал тармоқларнинг ўзаро мослашувини талаб қилади ва узоқ давом этадиган вақт мобайнида битта мақсадда — ТМИ натижаларини амалий татбиқ этиш мақсадида ахборотларнинг ўзаро ҳаракати ва ўзаро алмашуви жараёни сифатида қаралиши керак. ТМИ молиявий инновацияларини бизнесга иқтисодий самарали татбиқ қилиш — тижоратлаштириш — уларни ишлаб чиқариш бошқичларига нисбатан анча кўп харажатларни талаб қиладиган жараёндан иборатдир.

Бунда таъкидлаш зарурки, ТМИ инновациялари трансфери ўзининг маълум хусусиятларига кўра техник-технологик инновациялар трансферида³⁹⁴ фарқ қилади. Масалан, молиявий инновация (махсулот)лар ўз трансфери учун узоқ муддатни талаб қилмайди, қайтим самараси тез ва юқори, кўп сарф-харажатни талаб қилмайди, патентланмайди, муаллифлик ҳуқуқи танминланилишини талаб қилади ва ҳ.к.

Трансфер ва тижоратлаштириш инфратузилмаси ўз ичига молия инженерини, унинг инновацияларига талабгор тарафларни (воситачи ва махсус бўлим ҳам бўлиши мумкин) ва инновацияларни экспертиза (аудит) қилувчиларни, ахборот тизими, мутасадди давлат органларини (қўллаб-қувватловчи ва регулятор сифатида), умуман олганда молиявий инновациялар бозоридаги уларнинг ўзаро муносабатлари тизимини олади.

Бунда воситачи (ёрдамчи) сифатида МКТ институтлари таркибида молия инженери бошчилигида конфиденциал фаолият юритувчи ТМИ инновациялари трансфери бўлим очилиши назарда тутилади. Бундай бўлимлар ҳозирда чет эл МКТларининг

³⁹⁴ Модели управления научно-инновационной деятельностью вуза/ Вахобов А.В., Пузанков Д.В., Кутузов В.М., Муравьев А.В., Шестопалов М.Ю., Рыжов Н.Г., Терентьева И.С., Шохматов Ш.Ш.-Т.: Iqtisod-moliya, 2006.-242 с..

ривожланган институтлари, айниқса банклар, инвестиция ва сугурта компаниялари, таркибида самарали фаолият юритмоқда.

Молиявий инновацияларни ўзлаштириш учун кулай шароитлар яхши мувофиқлаштирилса, ушбу жараён муваффақиятли ривожланади.

ТМИ инновацияларини трансфери ва тижоратлаштириш муваффақиятини куйидаги омиллар белгилайди:

- молия инженери;

- инновацион молиявий маҳсулот (молия инженери лойиҳаси)нинг янгиллиги, етуқлиги, ўз вақтидалиги, афзаллиги, тижоратбонлиги;

- молиялаштириш манбаларининг қизиқиши ва тайёрлиги даражаси;

- инновацион молиявий маҳсулотга талабгор шахс ёки ташкилотнинг лойиҳани амалга оширувчи менежменти савияси (малака даражаси, тажрибаси ва ҳ.к.).

ТМИ маҳсулоти экспертизаси (аудити) — бу ташкилот, корхона ёки уларнинг тармоқ бўлимлари эга бўлган ва тижоратлаштирилиши мумкин бўлган молиявий инновацион маҳсулотга, молия инженерига тахлилий баҳо бериш жараёни.

Трансфер жараёнида молия инженери ва унинг маҳсулотидан фойдаланувчилар ўртасида мулкӣ-молиявий муносабатларини ҳуқуқий тартибга солишсиз мумкин эмас. Шунинг учун молия ияжиниринги маҳсулотлари трансфери учун қонуний ва меъёрий-ҳуқуқий база биринчи даражали аҳамиятга эга.

Трансфер жараёни инновацион молиявий маҳсулот лойиҳасининг иқтисодий салоҳияти ва қонунийлиги бўйича куйидаги мезонлар асосида экспертиза қилишдан бошланади³⁹⁵:

- аналоглар билан таққосланганда ҳақиқий афзалликлар;

- маҳсулотларни тайёрлаш ёки ўзлаштириш босқичларининг давомийлиги;

- уларнинг барча босқичларини давомийлиги;

³⁹⁵ Корчагин А. Д., Золотых Н. И., Зубкова Е. А. и др. Правовые аспекты передачи технологий на коммерческой основе. — М.: ИНИЦ Роспатента, 2000, 123 с.; Ефимкина В. Н. Передача технологии: правовое регулирование и правоприменительная практика в Российской Федерации. — М.: ИНИЦ Роспатента, 2001, 128 с.; Бромберг Г. В. Реализация интеллектуальной собственности — условие экономического успеха. — М.: ИНИЦ Роспатента, 1999, 102 с.; Интеллектуальная собственность в терминах и определениях. Терминологический словарь. — М.: МО МАНПО, 2001, 347с.; Калагин В. О. Интеллектуальная собственность (Исключительные права) / Учебник для вузов. — М.: НОРМА (Издательская группа НОРМА-ИНФРА-М), 2000, 480 с.; Фатыхов Л. П., Буторин А. Я., Фатыхов Л. Я. Финансово-кредитный механизм стимулирования инновационной деятельности / Учебное пособие. — М.: ИНИЦ, 1998, 61 с.; Шохазамий Ш. Ш. Основы финансового инжиниринга. — Iqtisod-moliya, 2005.-265 с.

- тижоратбоплик даражаси;
- ҳуқуқий статус ва мавжуд қонунчиликка мос келиши;
- натижаларни апробация қилиш (синаш);
- ривожланиш истикболи;
- маҳсулотнинг истеъмол хусусияти;
- маҳсулотнинг бозор сегменти ҳажми;
- маҳсулотга талаб даражаси;
- рақобат шароити ва рисклар.

Айтиш мумкинки, тижоратлаштиришнинг амалдаги тизими трансфернинг самарали шаклларида бири — замонавий тушунчадаги интеллектуал мулк бўлган молиявий инновацияларга эгалик ҳуқуқи шартномаси асосида савдосини фаоллашувига ёрдам беради.

Ҳозирда молия инжиниринги маҳсулотлари трансфери жараёнлари ва бунда ТМИ инновациялари трансфери бўлимлари барча мамлакатларнинг МКТ қонуний-меъёрий ҳужжатлари такомиллашувини ва молиявий муносабатлар такомиллашувини белгиламоқда, рақобатнинг кучайишига сабаб бўлмоқда. Бундай бўлимларнинг мақсади – молия инженери томонидан яратилган инновацион молиявий маҳсулотларини амалиётга жорий қилишдан кутиладиган самарани таъминлаш. Ушбу мақсадга эришиш учун қуйидаги вазифаларни курсатиш мумкин:

- молиявий инновациялар трансфери ва тижоратлашуви учун қулай ва зарурий шарт-шароитлар яратиш;
- трансфер ва тижоратлаштириш жараёнини тезлаштириш ва молиялаштириш стратегиясини амалга ошириш;
- молия инженери интеллектуал мулкни қонун доирасида самарали бошқариш;
- молиявий инновациялар маркетингини амалга ошириш;
- молиявий инновацияни амалиётга жорий этилиши самарасини мониторинг қилиб бориш, бунинг асосида молия инженери учун тегишли хулоса ва таклифлар бериш;
- трансфер ва тижоратлаштириш жараёнларини самарали бошқариш.

Бунда бўлим қуйидаги функцияларни бажариши лозим:

- молиявий инновациялар ва рақобатчиларнинг инновацион маҳсулотлари бўйича зарурий ахборотларни йигиш ва сақлаш, умумий информацион базани шакллантириб ривожлантириб бориш;

- молиявий инновацияларни таҳлилий экспертизасини амалга ошириш, зарурий хулосалар тайёрлаш;

- молиявий инновациялар ва уларнинг трансфери қийматини баҳолаш;

- молия инженерн интеллектуал мулки бўйича эгаллик ҳуқуқини ҳимоялаш;

- молиявий инновация трансфери ва тижоратлашуви бўйича маркетинг ва менежмент ишларини амалга ошириш ҳамда ҳисоботлар тайёрлаш;

- трансфер жараёнида бошқарув қарорларини қабул қилиш учун информაციон-аналитик ва ресурс таъминотини таъминлаш;

- молиявий инновацияларни тижоратлаштириш бўйича презентация, реклама ва промоушэн ишларини амалга ошириш;

- молия инженерига унинг ижодий ишларига ёрдам бериб бориш, тайёр молиявий инновацияга талабгор шахслар билан ишлаш;

- молия инжиниринги, трансфер ва тижоратлаштириш жараёнлари учун кадрларни тайёрлаш ва танлаш.

ТМИ инновациялари трансфери куп босқичли ва фазали жараён бўлиб, уни 4.2-расмдагидек схематик ифодалаш мумкин.

ТМИ инновациялари трансфери бўлими молиявий ижод ва унинг маҳсулотларини амалиётга жорий қилиш (қўллаш) фаолиятини бошқариш тизимининг муҳим элементи (унсури) ҳисобланади.

Бундай бўлим фаолиятини баҳолаш учун қуйидаги кўрсаткичларни қўллаш мумкин:

- молиявий инновацияларни амалиётда қўллашдан олинган даромад (фойда, активлар ва рақобатбардошликнинг ўсиши);

- қўшимча жалб қилинган молиявий ресурслар;

- бизнеснинг кенгайиш даражаси;

- рақобатбардош мутахассис-кадрлар салоҳиятининг ортиши ва ҳ.к.

Ушбу бўлим фаолиятини мониторинг қилиш молиявий инновациялар самарадорлигини аниқлаш имконини беради.

Республикамизда Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2008 йил 15 июндаги «Инновацион лойиҳалар ва технологияларни ишлаб чиқаришга татбиқ этишни рағбатлантириш борасидаги қўшимча чора-тадбирлар тўғрисида»ги №ПҚ-916-сонли Қарори талаблари Ўзбекистон шароитида ТМИни қўллаш ва унинг

инновацион маҳсулотлари трансфери масаласи ечимини тақозо этади. Бунда трансфер фаолияти молиявий инновацияларни самарали йўл билан ва ўз вақтида МКТга ўтказиш (жорий қилиш) бўйича қатор мураккаб қарорларни қабул қилишни кўзда тутаяди.

Молия инженери томонидан янги ишлаб чиқилган молиявий маҳсулотни МКТда самарали трансферлаб тижоратлаштириш уларнинг рақобатбардошлигини оширади. Шунинг учун ТМИда трансфер ва тижоратлаштириш жараёнлари бир-бири билан ажралмас ҳолда боғланган.

5.6. Тизимли молия инжиниринги сифати масаласи

Тизимли молия инжиниринги (ТМИ) инновацион молиявий маҳсулотлари ва лойиҳалари (ИММЛ) сифатини таъминлаш муҳим масала ҳисобланганлиги сабабли авваламбор «сифат» тушунчасини ёритиш зарур.

Азалдан сифат тушунчаси турли объектларга нисбатан шаклан ихтисосий таърифлансада, уларнинг умумий мазмуни бир-бирига ўхшаш. Умумий фикр сифатида айтиш мумкинки, сифат – техник-технологик тараққиёт, ижтимоий-иқтисодий ва сиёсий ривожланиш кўзгуси бўлиб, уни ўзлуксиз яхшилаш зарур. Шу муносабат билан, мураккаб, лекин муҳим, савол вужудга келади: буни қандай амалга ошириш ва уни қандай баҳолаш зарур? Шунинг учун ҳам сифат ТМИ ривожланишини белгиловчи шарт ва унинг ИММЛнинг муваффақияти гарови.

Сифат турли умумлашган (интеграл) кўрсаткичлар ёрдамида ифодаланиши ва улар миқдорий ва сифатий ўлчаниши мумкин. Демак, ТМИ сифати деганда унинг ИММЛни турли омиллар таъсирида ўзгариб турадиган молия-кредит тизими (МКТ) муайян вақтдаги талаблари даражасига мослигини ифодаловчи хоссалар (индикаторлар йиғиндиси)ни тушуниш мумкин. Ушбу индикаторлар ёрдамида сифатнинг яхши ёки ёмонлиги махсус мезонлар асосида баҳоланади ва ўлчанадиган мезонлар индикаторлар йиғиндисини. Бундай хоссаларни ТМИ сифатининг комплекс ташкил этувчиси (СКТЭ) деб номласак бўлади.

Юқорида айтилганлар ТМИ сифатини таъминлаш жараёнини математик формаллаштириш мумкин деган хулосани беради. Ушбу жараённинг ҳар бир конкрет масаласи мазмун-моҳиятига кўра СКТЭга маълум бир сифат кўрсаткичлари мос келади.

Умуман олганда ТМИ ва унинг ИММЛ сифати унга МКТ доирасида буюртмачилар (талабгор бўлганлар) талаблари билан белгиланиб, СКТЭнинг зарурий миқдори молия инженери ва книнг ИММЛга талабгорнинг ўзаро манфаатли ҳамкорлиги асосида таъминланади. ТМИ сифатининг асосида молия инженери ва унинг ИММЛга талабгорларнинг МКТдаги фаолияти тажрибалари ётади. Бунда сифат даражаси ИММЛни талабгор талабларига (улар бўйича индикаторларнинг талаб қилинган миқдорлари эталон деб қаралади) нисбатан ўлчанади. Бунинг учун эталонларга нисбатан баҳолаш усули³⁹⁶ қўлланилиши мумкин.

ТМИ сифатининг хусусияти – ИММЛнинг тез суръатлар билан кучли рақобат ила узлуксиз яхшиланиб боришидир. Бунда, компромиссга эришиш нуқтаи назаридан, алоҳида сифат индикаторлари миқдори камайиши, ортиши ёки аввалгидагидек қолиши мумкин, лекин қуйидаги шарт бажарилиши лозим:

$$(СКТЭ)_1 \leq (СКТЭ)_2 \leq \dots \leq (СКТЭ)_n$$

Шундай қилиб, СКТЭ бўйича ТМИ ИММЛлари вариантлари сифат кўрсаткичларининг тартиблашган қатори ҳосил бўлади.

Агарда МКТга қандай такомиллаштиришлар киритиш зарур деган саволга жавоб топиш лозим бўлса, у ҳолда СКТЭнинг ўзгариш миқдори ва бу ўзгариш учун кетадиган харажатлар миқдорини ўлчаш кифоя. Яъни, СКТЭни баҳолаш мезон (критерий)ларини аниқлаш ва зарурий такомиллаштиришлар (янгилаш ёки яхшиллантиришлар)ни ТМИ асосида киритиш чораларини ишлаб чиқиш керак.

ТМИ ва унинг ИММЛ сифати олдиндан аниқ дастурлаштирилиши (программалаштирилиши) зарур. Бундай талаб сифатни таъминлаш масаласини купқиррали муаммо сифатида қаралишини тақозо этади.

ТМИ сифатига қўйиладиган талаблар ва унинг кўрсаткичлари ўзгарувчан бўлади.

ТМИ сифатини миқдорий таҳлили математик моделлар ёрдамида амалга оширилади. Ушбу моделлар бир ёки бир нечта критерийни қўллаши мумкин. Амалиётда турли математик усулларни қўллаш мумкин.

³⁹⁶ Шохазамий Ш.Ш. Метод эталонных моделей для исследования эффективности, выбора параметров и структур РАВС./Автореферат кандидатской диссертации, Киев, ИПМЭ АН Украины, 1982.-21 с.

Умуман олганда ТМИ сифатига 1.4-параграфда келтирилган омиллар ва 5.1-параграфда келтирилган рисклар комплекс таъсир кўрсатади.

Иқтисодий нуқтан назардан ТМИ сифатини таъминлаш ва бошқариш учун 1.1-параграф ва 2.1-2.10-параграфларда берилган моделлар ўринли.

Техник нуқтан назардан, ТМИ сифатини таъминлаш ўз характериға кура ташкилий бошқариш тизимига ўхшаш амалға оширилади.³⁹⁷

Мамлакат иқтисодий шароитининг бугунги кунда компаниялар инвестицион жалбдорлиги ҳолати ҳақида ишончли маълумотлар танқислиги, яъни улар транспарентлиги даражаси пастлиги, уларни инвестор томонидан инвестициялаш бўйича тўғри қарор қабул қилишда бир мунча қийинчиликларни вужудға келтирмоқда.

Эквивалентлилик тамойили ва сифат категорияси нуқтан назаридан қайд этиш лозимки, компаниянинг қимматли қоғозларининг қиймати унинг бизнес-базисига³⁹⁸, яъни эмитент-компаниянинг бизнес қийматига³⁹⁹ эквивалент бўлиши лозим. Бунда қимматли қоғознинг қиймати ушбу қоғознинг бозор нархи эмас. Чунки қимматли қоғозларнинг қиймати ҳолис баҳоловчи фирмалар томонидан белгиланади, бозор нархи эса фонд бозоридаги конъюнктура асосида шаклланади. Идеал ҳолатда эса қимматли қоғозларнинг қиймати ва нархи ўзаро боғлиқликда ва эквивалент бўлиши лозим. Мазкур таъкид қимматли қоғозлар ва улар жалбдорлигининг ҳамда сифатининг бошқариш тизимини яратиш кераклигини талаб қилади. Бунда қимматли қоғозлар ва уларни эмиссия қилган компания сифатини комплекс бошқариш тизимининг асосий мақсади бизнес-базис (эмитент-компания) қиймати, унинг қимматли қоғози қиймати ва бозор нархини максимал даражада муқобиллиги (эквивалентлиги)га эришишдир

³⁹⁷ Шохзодовий Ш.Ш. Качество индустриальных рынков: финансового и ценных бумаг. -Т.: ТФИ, 2004.-138 с.; Основы финансового менеджмента. -Iqtisod-moliya, 2005.-264 с.

³⁹⁸ Бизнес-базис – бу эмитент-компаниянинг бизнесини шакллантирувчи ва белгилувчи активлар жамланмасидир. Активлар жамланмаси реал молиявий базис (бухгалтер молиявий ҳисобда ҳисобга олинмаган базис) ва виртуал активлар (бозорда қимматли қоғозлар нархи, рейтинг, бренд, тенденциялари асосида шаклланидиган активлар. Улар бухгалтер балансида бевосита ҳисобга олинмайди). Жамланма қўринишда активларнинг мазкур тури шуайин эмитент-компанияга оид қимматли қоғозларнинг ҳолсиза бозор нархини белгилайди. Бу шунга бир вақтнинг ўзида мазкур эмитент-компания ҳисобини ҳисобдан аҳо этиришти мулкка(рисклар, алданлар ва фирибгарлик маъжудлиги туфайли).

³⁹⁹ Шохзодовий Ш.Ш. Финансовый рынок и ценные бумаги. Книга 1.-Т.: «IQTISOD-MOLIYA», 2005.-747 с.; Шохзодовий Ш.Ш. Основы секьюритизации. -Т.: Узбекистон миллий энциклопедияси, 2005.-476 с.

деб хулоса қилиш мумкин. Бу ерда қимматли қоғозларнинг жалбдорлиги асосий шарт сифатида иштирок этиши лозим.

Аслини олганда фонд бозори, шунингдек реал активлар ва товарлар бозорида компания сифатини комплекс бошқариш ҳақида гап бормоқда.

Фикримизча, юқорида қайд этилган масалани 5.5-расмда кўрсатилган сифатини комплекс бошқариш тизими (СКБТ) моделини эмитент-компанияларда жорий этиш асосида самарали ечиш мумкин.



5.5-расм. Эмитент-компания доирасидаги СКБТ модели⁴⁰⁰

Ушбу схематик модел қуйидагича ҳаракатга келади.

Корпоратив бошқарув тизими компаниянинг жалбдорлиги индикаторлари бўйича фонд бозорига ва қимматли қоғозлар жалбдорлиги индикаторлари бўйича қимматли қоғозлар сифатига боғлиқ бўлган ҳаракатлари билан бизнес-базис сифатига (бошқарув қарор қабул қилиш ва ҳаракатлар орқали) таъсир қилади. Бу ерда реал активлар бозорида ўз аксини топган бизнес-базис сифати фонд бозорида ўз аксини топган қимматли қоғозлар сифатининг ўзгаришига бевосита таъсир этади. Бу ҳолат қимматли қоғозлар жалбдорлиги ва бизнес-базиснинг жалбдорлиги индикаторлари асосида корпоратив бошқарув тизими томонидан қайд этилиб борилади.

Корпоратив бошқарув тизими таъсирида бизнес-базис сифати ва қимматли қоғозлар сифати муқобиллик даражасининг маълум қиймати шаклланади. Унга боғлиқ ҳолда корпоратив бошқарув тизими қимматли қоғозлар жалбдорлиги ва компаниянинг

⁴⁰⁰ Бунда: ББС – бизнес-базис сифати; КҚС – қимматли қоғозлар сифати; БКСТ – бошқаруving корпоратив сифати тизими; ББЖ – реал активлар (мулк) ва товар (хизмат) бозорида компаниянинг жалбдорлиги; КҚЖ – фонд бозорида қимматли қоғозлар жалбдорлиги.

жалбдорлилиги индикаторларидан келиб чиқиб, бизнес-базис сифати ва қимматли қоғозлар сифати муқобиллигининг максимал даражасини таъминлаш бўйича навбатдаги ҳаракатларни амалга ошира бошлайди.

Турли омилларнинг бизнес-базис сифати ва қимматли қоғозлар сифатига узлуксиз таъсир кўрсатиши натижасида сифатни комплекс бошқариш жараёни давом этади.

Компанияда сифатини комплекс бошқариш тизимини жорий этишни ташкиллаштириш икки паралел босқични камраб олади. Биринчи босқичда бизнес-базис сифати ва қимматли қоғозлар сифатини яхшилашга қаратилган асосий тадбирлар белгиланади, тегишли қарорлар қабул қилинади, фирма ичида, шунингдек шериклар, савдо тизимлари, истеъмолчилар, потенциал инвесторлар, тегишли давлат ва маҳаллий органлар билан ҳамкорлик алоқалари ўрнатилади.

Иккинчи босқич бизнес-базис сифати ва қимматли қоғозлар сифатини бошқаришга қаратилган. Уларнинг бошқариш функцияларини амалга ошириш бўйича амалий ҳаракатларни ишлаб чиқиш билан тавсифланади. Шунингдек, бу ерда бизнес-базис сифати ва қимматли қоғозлар сифатининг максимал даражада муқобиллиги бир вақтнинг ўзида таъминланади.

Умумий бошқариш назарияси нуқтаи назаридан, компания сифатини комплекс бошқариш тизимини нафақат ривожланишга киритилган капитал дастурларидан қам булмаган муҳим иш, балки компания фаолияти самарасининг асосий шarti сифатида куриб чиқиштириш лозим.

Сифатини комплекс бошқариш тизимини бошқариш фирма бошлиқлари томонидан амалга оширилиши керак. Фирма ишчилари сифат муаммосини ижобий ечишда раҳбарият бевосита манфаатдор эканлигини тушуниши ва билиши лозим. Умуман олганда, эмитент-компания раҳбарлари компаниянинг ишлаб чиқариш фаолиятини белгиловчи зарарларни назорат қилиш тизими, бюджетлаштириш, молиявий назорат тизими ва бошқа тизимларни ишлаб чиқишдаги архитекторлардек сифатини комплекс бошқариш тизимини яратишда иштирок этиши лозим.

Ҳозирда миллий фонд бозори иштирокчиси бўлиш эмитент-компаниялар сифатини комплекс бошқариш тизимининг яратилишига эътибор берилмапти. Бу эса маҳсулот ва қимматли қоғозлар сифатига истеъмолчилар томонидан қўйилаётган талабларни

қониктирмаяпти. Уларнинг сифатига кетган харажатлар улар фаолиятида режалаштирилмаган ва аниқ шаклланмаган вазифаларнинг, шу жумладан, курсатилган сиёсат буйинча бутун компания доирасида олиб борилган баланслашмаган тадбирларнинг натижасидир. Фонд бозори ва реал активлар бозори орқали ҳал қилинаётган сифатини комплекс бошқариш тизимининг аниқ масалалари компания-эмитент томонидан таъминланади ва ҳар бир компаниянинг имконияти ва ресурсларини ҳисобга олиб, белгиланади.

Қайд этиш керакки, ҳар бир хорижий фирма фаолият хусусиятидан келиб чиқиб, сифатини комплекс бошқариш тизимига эга. Бир фирмада ишлаб чиқариладиган товар сифатини комплекс бошқариш тизими ҳақидаги қоида ўз тузилиши ва мазмуни билан бошқа компанияда ишлаб чиқарилаётган қоидадан фарқланади. Бироқ ҳар қандай қоида ягона мақсадни кузда тутиши лозим, яъни сифатини комплекс бошқариш тизимининг аниқ молиявий-ҳўжалик масалаларини бажаришга қаратилган бўлиб, асосий ишлаб чиқариш функция ва мажбуриятларини белгиловчи барча керакли маълумотни тулиқ ҳажмда камраб олиши лозим.

Шундай қилиб, сифатини комплекс бошқариш тизими ҳақидаги қоида компания сифатини комплекс бошқариш тизими ва унинг фаолияти ҳақидаги батафсил баёндир. Бу фирманинг ҳар бир ходими томонидан бизнес-базис сифати ва қимматли қоғозлар сифати таъминланишида қўлланиладиган рационал ва ишончли воситадир.

Компания сифатини комплекс бошқариш тизимининг доирасида доимий асосда қуйидаги ишлар бажарилиши назарда тутилиши керак:

- сифатини комплекс бошқариш тизими доирасида барча фаолият бошқарувини таъминлаш;
- сифатни рағбатлантириш дастурини ишлаб чиқиш, мувофиқлаштириш ва тақсимлаш;
- ишнинг сифат стандартлари ва сифат соҳасида умумий таъсир баҳосини белгилаш;
- тузатиш тадбирларини олиб боришни белгиловчи дастурлар самарадорлигини таҳлил қилиш;
- ходимлар томонидан номувофиқликларни бартараф этиш;
- сифатини комплекс бошқариш тизими ишнинг текшириш ва мониторинг қилиш дастурининг самарадорлигини ошириш, бунда маҳсулот сифати ҳақида нотўғри маълумот олишни йўқ қилиш;

- фирманинг умумий муаммоларини ҳал қилиш натижалари бўйича сифатини комплекс бошқариш тизими доирасида раҳбарият манфаатдорлигини таъминлаш;

- сифатини комплекс бошқариш тизими доирасида ишларни бажарилиши учун маблағлар ажратишда устуворликни таъминлаш;

- фонд бозорида ва реал активлар бозорида фирманинг барча фаолияти билан сифатини комплекс бошқариш тизими фаолиятини ўзаро боғланишини таъминлаш;

- сифатини комплекс бошқариш тизимининг такомиллашувини таъминлаш;

- сифат билан боғлиқ харажатлар дастурининг самарадорлигини таъминлаш;

- фирма томонидан амалга оширилаётган тадбирлар доирасида сифатни самарали бошқариш тизимини таъминлаш;

- истеъмолчилар ва бошқа манфаатдор томонлар учун компания сифатини комплекс бошқариш тизими самарадорлиги очиқ намоишини таъминлаш.

Сифатини комплекс бошқариш тизимини яратиш, жорий этиш ва бошқариш масъулияти одатда, шу мақсад учун барпо этилган хизматга юклатилади. Бироқ бутун фирмани ташкилий, иқтисодий, меъёрий ва техник вазифаларини бажаришга жалб қилувчи сифатини комплекс бошқариш тизимини бошқариш сиёсати *фирманинг олий раҳбарияти* томонидан белгиланиши керак. Фақат шундай ёндашувгина сифатини комплекс бошқариш тизимининг самарали фаолият кечиришига кафолат бўла олади.

Сифатини комплекс бошқариш тизимига жиддий эътибор берувчи компаниялар ўз истеъмолчиларига юқори сифатли маҳсулот етиштириб беради ва молиявий-хўжалик фаолиятининг юқори курсаткичларига эришади.

Ишончли назорат олиб бориш, сифатни таъминлашга қаратилган режалаштирилган маҳсулот ишлаб чиқаришда вазифаларни аниқ тақсимлашга ва керак бўлганда тузатиш тадбирларини тезкорлик билан ўтказишга асосланган битим, эмиссион мажбуриятларга риоя қилиш, шунингдек, юқори сифатли маҳсулот ишлаб чиқариш билан тасдиқланган таъминотчи билан истеъмолчи ўртасидаги ишонч сифатнинг қўшимча кафолати бўла олади. Сифат назоратининг функцияси самарали, тежамли равишда ташкиллаштирилган бўлиб, фирма фаолиятининг пастдан юқоригача бўлган фаолиятини қамраб олиши керак. Бундай сифат назорат тизимини

ишлаб чиқиш ва ишлатишнинг учта асосий жиҳатлари билан тавсифланади.

Биринчидан, бу иш ҳар бир етакчи мутахассис ва барча ишчилар томонидан бажариладиган ва фирманинг бизнес-базис сифати ва қимматли қоғозлар сифатини таъминлашга қаратилган ва асосий масалани ечишни таъминлаш бўйича унинг барча фаолиятини, шу жумладан, уларнинг ваколатини, мажбуриятларини, масъулият ва ўзаро муносабатларини таъминлашга қаратилган ишларнинг муайян турларини белгилаш ва тасдиқлашдир.

Иккинчидан, бу қўйилган масалаларни ечишда фирма раҳбариятига ёрдам беришга қаратилган сифат назоратининг асосий тамойилларини аниқлаш ва тасдиқлашдир.

Учинчидан, сифат назорати хизматини яратиш ва ишончли ишлатишда фирма раҳбариятининг етакчи ролини таъминлашдир.

Фирмага хос бўлган сифат мезонларининг тизими бундай хизмат доирасида иш олиб бориш ва ўзаро алоқаларни ўрнатиш учун асосий негиз бўлиб ҳисобланади. Сифат мезонларининг ишончли тизимсиз самарали ишлайдиган сифатни назорат қилиш хизмати бўлиши мумкин эмас.

Умуман олганда, сифатни комплекс бошқариш тизими ҳақидаги барча ҳолатлар 5.5-расмда кўрсатилган моделда амалга оширилиши мумкин. Бунда корпоратив бошқарув тизимининг барча ҳаракатлари сифат масалаларини ечишга қаратилган бўлиши лозим. Мазкур тузилмавий модел компанияда олиб борилаётган молиявий, эмиссион, дивиденд, ишлаб чиқариш, инновацион, инвестицион, ҳуқуқий, ижтимоий, тижорат, ахборот ва шу каби бошқа сиёсат турларини таъминлаши керак.

Компанияни сифат нуқтаи назаридан бошқариш процедуралари доирасида бошқа компаниялар, айниқса, рақобатчи (бенчмаркинг)⁴⁰¹ лар параметрларга нисбатан ўзи эришган кўрсаткичлар даражасини баҳолаш методини қўллаши мумкин (5.7-параграф). Рақобатчи-компаниялар фаолиятининг самадорлигини баҳолаш учун молиявий барқарорлик, даромадлилик, тўловга лаёқатлилиқ ва ишбилармон фаолияти кўрсаткичларини қўллаш мумкин.

⁴⁰¹ Бенчмаркинг – бу ўз фаолиятида бошқа компанияларнинг эришилган ижобий тажрибасини қўллаш мақсадида уларнинг фаолиятини ўрганиш. АҚШ фирмалари бошқа етакчи хорижий компанияларнинг ҳаракат ва товар сифатига нисбатан ўз ҳаракатлари ва товарларининг сифатини тахлил қилиш учун бенчмаркингни қўллайди.

Умумий бенчмаркинг ўз компанияларининг кўрсаткичларини шунга ўхшаш шароитда ишлаётган ўхшаш компаниялар параметрлари билан қиёслашни билдиради.

Функционал бенчмаркинг компаниянинг алоҳида олинган функцияларига оид параметрларини бир хилдаги шароитда тижорат фаолиятини олиб бораётган устувор компанияларнинг ўхшаш кўрсаткичлари билан қиёслашдан иборатдир.

Бу ерда ўзбек компанияларнинг ишини хорижий компаниялар фаолияти билан қиёслаш жуда мураккаб ишдир. Чунки хорижий компанияларнинг иш шароити нисбатан ажралиб туриши яққол кўзга ташланади. Хорижий компаниялар фаолияти эволюцион бозор шароитида амалга оширилган.

Бенчмаркинг махсус таҳлил гуруҳи ёки компания буюртмаси билан консалтинг фирма томонидан олиб борилиши керак. Бунда қиёслаш учун танланган мезонлар ва баҳолаш кўрсаткичлари, шунингдек, жорий этилган тавсиялар натижалари компания томонидан белгилаб қўйилган мақсадларга эришиш учун йўриқнома сифатида қабул қилиниши керак ва компания қийматини бошқаришнинг умумий тизими билан боғланиши лозим.

Юқорида берилган тавсия ва таклифларни амалиётга жорий қилиш ўрта муддатли истикболда фонд бозори индустрияси сифатини оширишга олиб келиши мумкин.

5.7. Компания ва унинг корпоратив молия инжиниринг самарадорлигини баҳолаш масаласи ва унда қўлланиладиган кўрсаткичлар⁴⁰²

Компанияда молия инжиниринг хизмати (МИХ)ни жорий қилиш компания рақобатбардошлилигини ва молиявий натижаларини ошириш мақсадида инновацион ривожланишни ифодалайди (2.8-параграф). Ушбу хизмат ўз фаолият доирасида қуйидагиларни белгилайди: компанияни бошқаришнинг рационал тузилмасини шакллантириш, бир бутун ахборот майдонини таъминлаш, самарали режалаштириш, инвестициялар самарадорлигини таъминлаш, ҳисоб ва ҳисоботни юритиш ҳамда назорат қилиш, молиявий барқарорлик ва ўсишга эришиш, компаниянинг бозордаги рискин пасайтириш ва улушини ошириш ва ҳ.к. Умуман олганда, ушбу хизмат компанияни бошқаришнинг самарадорлиги

⁴⁰² Ж.Каримов ва С.Қарабасов материаллари ёрдамида тайёрланган.

ва инновационлик даражасини белгилайди. Бунда шуни эсда тутиш керакки, МИХ иштирокида бошқаришнинг умумий рационал тизимини шакллантириш муолажаси компаниянинг бозор қийматини ошишга ёки унинг хўжалик операциялари даромад-лилигининг кўпайишига ижобий таъсир этиш ғоясига чамбарчас боғлиқдир. Бу борада ўз ичига ташкилий тузилмани, молиявий тузилмани, логистикани ва бюджетлаштиришни олган компаниянинг молиявий бошқариш сиёсати муҳим рол уйнайди. Бунда молиявий бошқаришнинг оқилона ва рационал тизимига қўйилган асосий талаблар қуйидагилардан иборат:

- молиявий бошқариш компаниянинг иқтисодий стратегиясини амалга ошириш билан боғлиқ бўлган ресурс таъминотининг асосий шаклини ифода этади, бу эса унинг бозор қийматининг ўсишига олиб келади;

- молиявий бошқариш компаниянинг умумий бошқарилишини ажралмас қисмидир. У компаниянинг барча таркибий қисмларига бир вақт доирасида тааллуқлидир;

- бошқариш билан боғлиқ бўлган муолажалар барқарор хусусиятга эга, яъни доимий равишда амалга оширилиб борилади;

- молиявий бошқаришнинг шакли ва тўлиқ камровдалиги кўп ҳолатда тармоқ хусусиятлари, компаниянинг ташкилий-ҳуқуқий статуси ва унинг фаолиятига ташқи муҳитнинг таъсири билан белгиланади;

- молиявий бошқариш компания томонидан молиялаштириладиган пул оқимларининг ўзига хос бўлган хусусиятлари билан белгиланади;

- молиявий бошқариш бевосита пул бозори (кредит тизими) ва капитал бозори билан боғлиқ ҳолда амалга оширилади;

- корхонанинг молиявий бошқариш билан боғлиқ муолажалар «молиявий риск» тушунчаси камраб оладиган барча ўзига хос рискларни юзага келтиради;

- молиявий бошқариш корхонанинг барқарор иқтисодий ривожланишини таъминлайди;

- молиявий бошқариш ривожланишнинг ҳар бир муайян босқичидаги корхонанинг хўжалик юритиш натижаларини белгилаб, унинг тижорат фаолияти самарадорлигининг муҳим индикатори сифатида намоён бўлади.

Молиявий бошқаришга қўйилган талабларга уч тизим, яъни бухгалтерия ҳисоботини юритиш, солиққа тортиш ва бошқарув

тизимларининг яхлитлиги мос келиши керак (2.8-параграф). Чунки бошқариш тизими тезкор маълумотларга асосланган, улар асосида қарорлар қабул қилинади ва молиявий назорат учун имкониятлар яратади. Молиявий назорат амалда юзага келган ҳолат билан режада белгиланган кўрсаткичларни солиштириш ва бу борада юзага келган вазият натижаларига асосланади.

Ҳозирги шароитда мавжуд муаммоларга жавобан тезкор муносабатларнинг кўриниши шаклидаги молиявий жараёни бошқариш аксарият компанияларга хосдир. Бошқаришнинг бундай шакли компаниянинг манфаатлари ва унинг шериклари ўртасида зиддиятлар келтириб чиқаради. Шунинг учун молиявий-иқтисодий ҳолатни башоратли таҳлили, бозор шароитига мос компания фаолиятининг стратегик мақсадларини белгилаш ва қабул қилинган молиявий сиёсат доирасида уларга эришиш асосида пул оқимларини бошқаришга ўтиш зарур. Узоқ ва қисқа муддатли вазифаларни ечиш учун инновацион молиявий моделларни, илғор технологияларни, «инвестиция-даромад» ёндашувларни талаби бўлган, маҳсулот ва муолажаларни мақсадли равишда ишлатиш молиявий сиёсатининг моҳиятини белгилаб беради. Замонавий корхоналарга стратегик мақсадларни тезкор вазифалар асосида, мавжуд бизнес-жараёнлар ва ходимлар манфаатлари билан бирлаштириш имконини берувчи бошқариш усулларини қўллаш зарур бўлади. Компания бошқаруви томонидан қўйилган вазифа ва мақсадларга эришиш учун зарурий механизмлар ишлаб чиқилиши лозим бўлади. Бу механизм самарадорлиқнинг аниқ асосий кўрсаткичи – *KPI (key performance indicators)*дан, компания самарадорлигини аниқлаш индикаторигача деталлаштирилади.

Компания ва унинг МИХ самарадорлигини рақобатчи компаниялар билан солиштирма баҳолашда бенчмаркнинг⁴⁰³ усулини қўллаш асосида рақобатчи компаниялар натижаларига нисбатан ўзи эришган кўрсаткичлар даражасини баҳолаш мақсадга мувофиқ бўлади. Рақобатчи-компаниялар фаолиятининг самарадорлигини баҳолаш учун молиявий барқарорлик, даромадлилиқ, тўловга лаёқатлилиқ ва ташаббускор тадбиркорлик фаолияти кўрсаткичларини қўллаш (5.5-жадвал), бизнинг фикримизча, мақсадга мувофиқ бўлади.

⁴⁰³ Бенчмаркинг – бу ўз фаолиятида бошқа компанияларнинг эришилган иккобий тажрибасини қўллаш мақсадида уларнинг фаолиятини ўрганиш. АҚШ фирмалари бошқа етакчи хорижий компанияларнинг харажат ва товар сифатига нисбатан ўз харажатлари ва товарларининг сифатини таҳлил қилиш учун бенчмаркингни қўллайди.

Умумий бенчмаркинг ўз компанияларининг кўрсаткичларини деярли бир хил шароитда ишлаётган ухшаш компаниялар кўрсаткичлари билан қиёслашни билдиради.

Функционал бенчмаркинг компаниянинг алоҳида олинган функцияларига оид кўрсаткичлар тизимини бир хилдаги шароитда тижорат фаолиятини олиб бораётган устувор компанияларнинг ухшаш кўрсаткичлари билан қиёслашдан иборатдир.

5.5-жадвал

**Бенчмаркинг тизимида қўлланиладиган молиявий
коэффициентлар**

Коэффициент	Вазифа	Ҳисоблаш формуласи	Тавсия қилинадиган қиймат
1. Молиявий барқарорлик кўрсаткичлар тизими			
Молиявий мустақиллик коэффициенти (K_M)	Валюта балансида хусусий капитал улуши	$K_M = CK/ВБ$, бу ерда CK -хусусий капитал; $ВБ$ -баланс валютаси	0,5 дан юқори (0,50). ошиш кўрсаткичи компаниянинг ташқи манбалардан молиявий мустақиллиги мустаҳкам бўлганлигини кўрсатади
Қарздорлик коэффициенти (K_K)	Заём ва хусусий маблағлар ўртасидаги нисбат	$K_K = 3K/CK$, бу ерда $3K$ – заём капитали	0,67(40%/60%)
Молиялаштириш коэффициенти (K_{mol})	Хусусий маблағлар ва заём ўртасидаги нисбат	$K_{mol} = CK/3K$	1.5(60%/40%)
Ҳаракат қилиш коэффициенти (K_X)	Хусусий капиталда хусусий айланма маблағлар улуши	$K_X = СОС/CK$, бу ерда $СОС$ – хусусий айланма воситалари	0,2-0,3. Кўрсаткич қиймати юқори чегарага канча яқин бўлса, шу даражада молиявий операцияларни амалга ошириш билан боғлиқ имконият кўп бўлади
Молиявий кескинлик коэффициенти ($K_{м.к.}$)	Қарз олувчининг валюта балансидаги заём маблағлари улуши	$K_{м.к.} = 3K/ВБ$	0,5 кўп эмас. Юқори чегарадан ўтиб кетishi компания молиялаштиришининг заём манбаларига боғлиқ эканлигини кўрсатади

Ишлаб чиқаришга қаратилган мулк коэффициенти ($K_{ичм}$)	Компания акти- видаги ишлаб чиқаришга қар- атилган мулк улуши	$K_{ичм} = BOA + 3/A$, бу ерда BOA – айланмадан ташқари актив- лар; 3 – захиралар; A – актив (мулк)ларнинг умумий ҳажми	$K_{ичм}$ қиймати 0,5 тенг ёки ошиқ бўлиши керак. Юқори чега- радан ўтиб кетиш компанияни молиялаштиришнинг заём манбаларга боғ- лиқ эканлигини кўр- сатади
2. Даромадлилик (самарадорлик) кўрсаткичлари тизими			
Активларнинг самарадорлик коэффициенти ($K_{ас}$)	Ҳисоб даврида активларнинг хар бир сўмига қанча фойда тўғри келади	$K_{ас} = БП/A_c$, бу ерда БП – бухгалтер фой- даси; A_c – ҳисоб даврида активларнинг ўртача қиймати	Кўрсаткич ҳар бир компания учун инди- видуалдир
Сотув самарадор- лиги коэффициенти ($K_{сс}$)	Сўмдаги сотув ҳажмига қанча фойда тўғри ке- лади	$K_{сс} = БП/ОП$, бу ерда ОП – товарларнинг сотилиш ҳажми (НДС сиз бозор нархида)	Кўрсаткич ҳар бир компания учун ин- дивидуалдир
Шахсий капиталнинг соф самарадорлик коэффициенти ($K_{шкс}$)	Ҳар бир сўм хусусий капи- талга қанча соф фойда тўғри ке- лади	$K_{шкс} = ЧП/СК_c$, бу ерда Чп – соф фойда; $СК_c$ – ҳисобот даври- даги хусусий капиталнинг ўртача қиймати	Кўрсаткич ҳар бир компания учун ин- дивидуалдир
Соф активларнинг самарадорлик коэффициенти ($K_{сас}$)	Ҳар бир сўм соф активларга қанча соф фойда тўғри келади	$K_{сас} = ЧП/ЧAc$, бу ерда $ЧAc$ – ҳисобот даври- даги соф актив- ларнинг ўртача қиймати	Кўрсаткич ҳар бир компания учун инди- видуалдир
3. Тўловга лаёқатлилиги (ликвидлиги) кўрсаткичлари тизими			
Мутлақ (тез) лик- видлик коэффи- циенти ($K_{мл}$)	Қисқа муддатли қарзларнинг қайси қисмини компания яқин вақт ичида қоп- лаши мумкин (баланс тузиш	$K_{мл} = ДС + КФВ/$ КО, бу ерда ДС – пул маблағ- лари, КФВ – қисқа муддатли молиявий киритмалар; КО	Тавсия этилаётган қиймат 0,15-0,2. Паст қиймат тўловга лаёқатлилиги камай- ганлигини кўрсатади

	санасига)	– қисқа муддатли мажбуриятлар	
Жорий (аникланган) ликвидлик коэффициенти ($K_{жл}$)	Дебиторлар билан ўз вақтида ҳисоб-китоб қилиш шариоитида компаниянинг башорат қилинадиган пул имкониятлари	$K_{жл} = ДС + КФБ + ДЗ/КО$, бу ерда ДЗ – охириги ҳисобот санага тўғри келган дебиторлик қарзи	Тавсия этилаётган қиймат 0,5 - 0,8. Янада юқори бўлган қиймат, уни пулга айланишини таъминлаш учун дебиторлар билан тизимли равишда ишлаш кераклигини кўрсатади
Умумий ликвидлик коэффициенти ($K_{ул}$)	Қисқа муддатли мажбуриятларни қоплаш учун айланма активларнинг етарлилиги. Шунингдек, компаниянинг молиявий мустаҳкамлигини тавсифлайди	$K_{ул} = ДС + КФБ + ДЗ + З / КО$, бу ерда З – охириги ҳисобот санага бўлган товар-моддий захира	Тавсия этилаётган кўрсаткич қиймати 1 – 2. Пастки чегара (1–2) қисқа муддатли мажбуриятларни қоплаш учун айланма активлар етарлича бўлиши кераклигини кўрсатади
4. Ташаббускор тадбиркорлик фаолияти кўрсаткичлари тизими			
Активларнинг айланиш коэффициенти ($K_{аа}$)		$K_{аа} = ВП/А_с$, бу ерда ВП – сотувдан тушум (нетто)	Кўрсаткич ҳар бир компания учун индивидуалдир
Шахсий капиталнинг айланиш ($K_{ша}$) коэффициенти		$K_{ша} = ВП/СК_с$	Кўрсаткич ҳар бир компания учун индивидуалдир
Соф активларнинг айланиш коэффициенти ($K_{са}$)		$K_{са} = ВП/ЧА_с$	Кўрсаткич ҳар бир компания учун индивидуалдир

Таъкидлаш ўринлики, бенчмаркинг асосида ўзбек компанияларининг фаолиятини хорижий компаниялар фаолияти билан қиёслаш жуда мураккаб масалалар туркумига киради. Чунки хорижий компанияларнинг фаолият шариоти нисбатан ажралиб туриши яққол кўзга ташланади. Хорижий компаниялар фаолияти эволюцион бозор шариотида амалга оширилган.

Бенчмаркинг МИХнинг махсус таҳлил гуруҳи ёки компания буюртмаси билан консалтинг компанияси томонидан олиб борилиши керак. Функционал бенчмаркинг ўтказиш усули бўйича қуйидаги босқичларни қамраб олади:

1) қиёслашнинг мезонлари ва кўрсаткичларни танлаш: масалан, зарарлар назорати, маҳсулотлар сифати, пул оқимларини бошқариш, ишлаб чиқариш ва молиявий цикллари давомийлиги, захиралар ва дебитор қарзларни бошқариш;

2) бизнес-процессорларни ўзгартириш лойиҳасини тузиш;

3) керак бўлган маълумотларни йиғиш;

4) йиғилган маълумотларни таҳлили ва ишларни яхшилаш бўйича компаниянинг олий бошқарувига тавсияномалар тайёрлаш;

5) тавсияларни ишга жорий этиш ва улар ижросини назорат қилиш;

6) жорий этилган тавсияларни кейинчалик баҳолаш кабиларни қамраб олади.

Натижада, қиёслаш учун танланган мезонлар ва баҳолаш кўрсаткичлари, шунингдек, жорий этилган тавсиялар натижалари компания томонидан белгилаб қўйилган мақсадларга эришиш учун йўриқнома сифатида қабул қилиниши керак ва компания бозор қийматини бошқаришнинг умумий тизими билан боғланиши лозим.

Компанияни бошқариш ва МИХ муолажалари доирасида бошқа компаниялар, айниқса, рақобатчилар кўрсаткичларига нисбатан ўзи эришган кўрсаткичлар даражасини баҳолаш усулини қўллаш мақсадга мувофиқ бўлади. Рақобатчи-компаниялар фаолиятининг самадорлигини баҳолаш учун молиявий барқарорлик, даромадлилик, туловга лаёқатлили ва ишбилармон фаолияти кўрсаткичларини (5.5-жадвалга қаранг) қўллаш, бизнингча мақсадга мувофиқ бўлади.

Юқорида айтилганлар доирасида ҳозирги шароитда молиявий воситалар, жумладан акция, бозор қийматини баҳолаш, унинг бозор нархини объектив шакллантириш (2.7-параграф) ва бошқариш билан боғлиқ муаммони, Ўзбекистонда ривожланиб бораётган акциялар бозорининг ўзига хос хусусиятларини ҳисобга олган ҳолда ечимини топиш муҳим масала ҳисобланади.

Ўзбекистон шароитидаги тажрибамиз асосида компанияларнинг паст ликвидли ва ликвидсиз акцияларининг бозор қийматини (бозор қийматига энг яқин қийматини) баҳолаш ва бошқаришнинг қуйидаги услубияти мақсадга мувофиқ.

Чекланишлар ва фаразлар:

- услубият компанияларнинг паст ликвидли ва ликвидсиз акциялари учун ишлаб чиқилган. Мазкур компаниялар акциялари фонд бозорида айланмайди ёки чекланган ҳажмда айланади;

- акцияларнинг бозор қийматини аниқлаш жараёни эмитент-компаниянинг молиявий-ҳўжалик фаолияти ҳақидаги шаффоф ва ишончли маълумотни максимал ишлатиш ёрдамида амалга оширилади;

- акцияларнинг бозор қийматини аниқлаш учун услубиятда даромадли ва харажатли ёндашув усуллари ишлатилади. Бозор ёндашув усуллари ишлатилмайди, чунки ликвидсиз ва паст ликвидли акциялар учун ўхшаш компанияни танлаш имкони йўқ.

Шу билан бирга акцияларнинг бозор қийматини аниқлаш алгоритминини қуйидаги босқичларга туркумлаш мумкин (5.6-расм):

Юқорида кўрсатиб ўтилганидек, акцияларнинг бозор қийматини аниқлаш жараёнида босқичларнинг кетма-кетлигини тўғри таъминланиши ва унга риоя этилиши натижасида умумлаштирилган ягона бир кўрсаткичга эришиш мумкин бўлади. Таъкидлаб ўтиш жоизки, ушбу жараёнда турли мутахассисларнинг фикрларини жамланишини назарда тутиб, унинг натижалари акцияларнинг харидорга таклиф этилаётган бозор қийматини оптимал нуқтасини белгилашга қўмаклашади.

Агар ликвидсиз ва паст ликвидли акциялар учун ўхшаш компанияни аниқлаш имконияти бўлса, унда бозор қийматини аниқлаш жараёни қуйидагиларни:

- ўхшаш компанияни танлаш; мамлакат, тармоқ ва бошқа омияларга боғлиқ бўлган коэффициентларни аниқлаш;

- таъсир этувчи омиллар коэффициентларини ҳисобга олган ҳолда акцияларнинг бозор қийматини аниқлаш;

- акцияларнинг бозор қийматини олинган натижаларнинг интеграл баҳолашга киритиш каби усулларни камраб олади.

Компанияларнинг акцияларини баҳолаш жараёнида, юқоридаги босқичлардан келиб чиққан ҳолда, интеграл қийматини ҳисоблаб чиқиш учун ҳар бир усул бўйича олинган натижаларни ўлчаш мақсадга мувофиқ. Бунда ўлчаш коэффициенти кўрсаткичлари олинган натижаларнинг барча йиғиндисига бўлинган сон сифатида аниқланади.



5.6-расм. Акциялар бозор қийматини баҳолаш алгоритми ва унинг босқичлари

Бу усулнинг устуворлиги шундан иборатки, уни қўллаш жараёнида доимо битта натижа ҳосил бўлади. Акс ҳолда қийматни аниқлашнинг ҳар бир усули учун коэффицент танлашнинг эксперт баҳоланишини қўллаш тавсия этилади.

Акциялар бозор қийматига таъсир этувчи тузатиш-омиллар (чегирмали нарх «-»/қўшимча нарх«+» ни аниқлаш тартиби қўлланилаётган усулга боғлиқ бўлади. Баъзи бир тузатишлар 100 фоиз акциялар қийматини аниқлаш пайтида, бошқалари эса кейин чиқарилган акциялар пакетининг асосий нархига чегирма/қўшимча сифатида ҳисобга олинади.

Бунда тузатишларнинг асосий гуруҳлари қуйидагилардан иборат:

- мамлакатларнинг аҳволига кўра тузатишлар киритиш;
- тармоқларнинг ҳолатига қараб тузатишлар киритиш;
- компаниянинг молиявий-иқтисодий ҳолати ва бизнеснинг ривожланиш истиқболига қараб тузатишлар киритиш.

Музкур ёндашувларни қўллаш қуйидаги ҳолатларда тавсия этилади:

- қийматни аниқлашда учтадан кўп усул қўлланилганда, ҳар бир усул бўйича олинган қийматлар ўртасидаги фарқ 30 фоиздан ошмаслиги керак;

- қўлланилган ҳар бир усул бўйича қиймат мусбат бўлиб, нолдан юқори бўлиши лозим;

- бошқа акциялар пакетига нисбатан баҳоланадиган услубдан акциялар ликвидлигига тузатишлар киритишда фойдаланиш мақсадга мувофиқдир.

Юқорида қайд этилган хусусиятларни инобатга олиб, шундай ҳулоса қилиш мумкинки, миллий қимматли қоғозлар бозори муомалада бўлган ликвидсиз ва паст ликвидлик акциялар бозор қийматини бошқариш услубияти жиҳатдан анъанавий жаҳон қимматли қоғозлари бозорларидаги усуллардан фарқ қилади.

Шундай қилиб, миллий иқтисодиётимизда олиб борилган амалий ишлар тажрибаси шундан далолат берадики, чет эл илмий ишларида амалга оширилиши тавсия этиладиган усуллардан фарқ қилади. Бундай ҳолатни ўтиш иқтисодиётидаги хусусиятлар билан тушунтириш мумкин. Жаҳон тажрибаси тасдиқлашча, мулк тузилмасида нақадар жалб қилинган маблағлар ҳиссаси ошиб борса муайян давр ичида самарадорлик шунчалик кўтарилиб бориш эҳтимолига эгадир. Шу билан бирга компания бизнесини бошқариш бу борада асосий ўринни эгаллайди. Акциядорлик жамиятларида корпоратив бошқарув манфаатларини кўзлаб фаоллият юритиш хусусий мулк тузилмасини такомиллаштиришга имкон беради ва самарадорликни кўтаришга қаратилади. Ҳулоса қилиб айтганда, МИХ ва бошқарувнинг асосий вазифаси компания бизнеси қийматини оширишга қаратилиши лозим.

Стратегик муҳим бўлган хусусийлаштирилган корхоналарни бир қатор бошқа тадбирлар билан бирга меъёрий-ҳуқуқий, институционал ва ташкилий-техник томондан қўллаб-қувватлаш, шунингдек қўллай оладиган инвестицион иқлимни яратиш

натижасида давлат акция пакетларини самарали бошқаришни ташкил этиш тажрибаси миллий иқтисодиётнинг реал секторини мустаҳкамлашга ёрдам беради.

Хулоса қилиб, шунини таъкидлаш жоизки, ҳозирги шароитда қимматли қоғозлар бозорининг ҳолати ва ривожланиш тенденциялари компания бозор қийматини бошқариш омили сифатида деярли сезиларли таъсирини кўрсата олмаган. Қимматли қоғозлар бозорининг ҳозирги иқтисодиёт мулкчилиги шаклида юқори ўринга эга бўлмаган акциядорлик жамиятларига ўз таъсирини бевосита бўлмаса ҳам билвосита кўрсатиб турибди. Аммо лекин, бизнес қийматини ёки компания қийматини бошқариш омили сифатида деярли таъсир кўрсата олмаяпти.

Миллий иқтисодиётнинг бугунги шароитида компаниялар ҳолати ҳақида ишончли маълумотлар танқислигини эътиборга олган ҳолда, инвестициялаш бўйича туғри қарор қабул қилиш инвесторлардан қимматли қоғозлар бозорида муомалада бўлган компаниялар акцияларининг бозор нархини туғри белгилаш малакасини талаб қилади.

Эмитент-компаниянинг қимматли қоғозларини баҳолашда тавсия этиладиган таклифларнинг бош вазифаси стандартни излаш ва уни аниқлашга қаратилган. Уни илмий асослаш ва унга риоя қилиш инвестор учун молиявий активлар даромадлилиги миқдори ва киритилган маблағларнинг хавфсизлиги жиҳатидан маъқул бўлиши зарур. Шун билан бирга, турли инвестицион портфелларнинг қиёсий таҳлили натижасида инвестиция даромадлилигининг эталон кўрсаткичидан ошиб кетиши ёки унга етмаслиги аниқланади. Эмитентларнинг қимматли қоғозларига жалб этилган молиявий киритмалар самарадорлигининг миқдорий ва сифатли таърифлари билан бирга молиявий қиёсий таҳлил яъни инвестор сотиб олмоқчи бўлган қимматли қоғозлар товар бозорида эмитентларнинг рақобатбардошлиги даражаси ҳақида керак бўлган маълумотларни олишига ёрдам беради.

Инвестицион портфелни шакллантириш жараёнида фундаментал-аналитик ва ташкилий-иқтисодий чора-тадбирларга эътибор қаратишнинг аҳамияти каттадир. Улар қуйидагиларга қаратилгандир:

- турли эмитентларнинг қимматли қоғозларига инвестициялаш самарадорлигининг аниқ стандартини ўрнатиш;

- инвестор томонидан амалда эришилган стандартли инвестицион портфелга, яъни қимматли қоғозларга маблағларни жалб қилиш rischi ва даромадлиликнинг қиёсий таҳлилини амалга ошириш;

- қимматли қоғозлар бозорида даромадлилик ва riskнинг мавжуд бўлган эталон даражасини сақлашга ёки жорий ва яқин даврларда унга етишга қаратилган молиявий-иктисодий ва ташкилий чораларни амалга ошириш мақсадга мувофиқдир.

Инвестицион портфелни таҳлил қилиш жараёнида қуйидаги тадбирлар тартибни қўллаш мумкин:

- қимматли қоғозларнинг тармоқ эмитентларининг аниқ доирасини аниқлаш. Уларнинг инвестицион сифати, портфел инвестициялашнинг самарадорлигини қиёсий таҳлили, унинг эталон даромадлиликка тенглиги ёки ошганлигини таҳлил қилиш;

- капитал қўйиш учун қулайликларини аниқлаш мақсадида бозор конъюнктураси, қимматли қоғозлар даромадлиги ва riskини баҳолаш;

- фонд бозори нархи (фонд индекслари) динамикасига ташқи омиллар таъсирини, муайян ҳудуд ва умуман, мамлакат доирасида молиявий инвестициялаш соҳасидаги тегишли бўлган ўзгаришларни белгилаш. Шунинг учун инвестициялар портфелида шакллантирилган маблағлар хавфсизлиги ва юқори даромадлилигини таъминловчи инвесторга маъқул бўлган қимматли қоғозлар эталон портфелини аниқлашда унга ёрдам бериш керак бўлади.

Шу билан бирга, ушбу жараёни шакллантиришда тадбирларни амалга ошириш ва фонд портфелини бошқариш инвесторда қиймат, даромадлилик ва молиявий дастакларнинг riskи ҳақида хусусий маълумот базаси борлигини назарда тутати. Фонд бозоридаги инвестицион аҳволни фундаментал ва техник таҳлил қилиш учун яқка тартибдаги иштирокчида хусусий маълумотлар базаси йўқлигини мазкур бозорнинг профессионал иштирокчиси томонидан амалга оширилган таҳлилий иш ва тадбирлар билан қоплаш мумкин. Бундай маълумот молиявий компаниялар, рейтинг агентликлари, компьютер тармоғи ва фонд бозоридаги тадбиркорлик шароитини шарҳлаб берувчи даврий нашрларда доимо мавжуд бўлади. Қайд этиш керакки, муолажалар ўз якунида муайян объект ёки воқелик билан эталон ўртасидаги қиёсий таҳлил жараёнидир. Фонд бозори иштирокчилари томонидан ўрнатилган

унинг миқдорий ва сифат кўрсаткичлари оқилона ва маъқул бўлган меъёрларга мос келади.

Инвестицион жалбдорлик тасаввур этилганда минимал риск шароитида қимматли қозғаларга киритилган маблағлардан келажакда кутиладиган ва олинадиган иқтисодий самарадорлик тушунилади. Шунинг учун мазкур модел омиллар тахлилига асосланади ва самарали кўрсаткичларни ҳисоблашни, уларни иқтисодий мазмунига қараб гуруҳлашни, олинган қийматларнинг асосланишини, эмитент-компаниянинг жорий молиявий ҳолати ва истикболдаги ривожланишини назарда тутати. Акциядор компаниянинг инвестицион жалбдорлик даражаси ҳақидаги хулоса тахлил якуни бўлиб ҳисобланади. Эмитентнинг инвестицион жалбдорлик кўрсаткичларини, бизнинг назаримизда, икки гуруҳга бўлиб, тавсифлаш мақсадга мувофиқдир:

- акциялар биринчи бор таклиф этиладиган - бирламчи эмиссия;
- акциялар узок вақт давомида фонд бозорида муомалада бўлиши.

Биринчи ҳолатда компаниянинг инвестицион жалбдорлигини баҳолашда (инвесторлар, кредиторлар, рейтинг фирмалари томонидан) қуйидаги анъанавий кўрсаткичлар қўлланилади:

- рақобатбардошлик кўрсаткичи;
- ассортимент ва маҳсулот сотилишини баҳоланиши;
- активлар ва хусусий капитал даромадлилиги;
- активлар ва хусусий капиталнинг айланиб келиш даври кўрсаткичи;
- молиявий барқарорлик,
- активларнинг туловга лаёқатлилиги ва ликвидлиги;
- кредит беришга лаёқатлилиги;
- капитал тузилмаси кўрсаткичи (заём ва хусусий маблағлар ўртасидаги нисбат).

Иккинчи ҳолатда бу баҳолаш бир қатор янги кўрсаткичлар билан тўлдирилади. Уларнинг таркибида 5.6-жадвалда келтириб ўтилган кўрсаткичлар муҳим рол ўйнайди.

Кўриб чиқилган кўрсаткичлар компаниянинг олдин чиқарилган акцияларининг самарадорлигини тавсифлайди.

**Акцияларнинг бирламчи эмиссия самарадорлигини
тавсифловчи кўрсаткичлар***

Кўрсаткичлар	Ҳисоблаш тартиби	Изоҳ
Акциядор капиталининг самарадорлик коэффиценти (Кас)	$K_{ас} = K_{сф} / AK$	Ксф – соф фойда АК – акциядор капитали
Битта акцияга түгри келган баланс қиймати (Г)	$\Gamma = BK / \sum A$	БК – баланс қиймати А – жами акциялар қиймати
Дивиденд түловлари коэффиценти (Кдт)	$K_{дт} = \sum ДТ / СФ$	Дт – Дивиденд түловлар суммаси СФ – Соф фойда
Компаниянинг соф активлари билан имтиёзли акцияларнинг таъминланганлик коэффиценти (Кнат)	$K_{нат} = \sum CA / \sum ИА$	СА- компаниянинг соф активлари суммаси ИА – имтиёзлик акцияларнинг умумий қиймати
Имтиёзли акциялар бўйича дивидендлар коплаш коэффиценти (Кдк)	$K_{дк} = \sum ИА / \sum Дт$	ИА – имтиёзли акцияларнинг умумий қиймати Дт – дивиденд түловлар суммаси

Иккиламчи бозорда акцияларнинг айланиш хусусиятини баҳолаш, биринчи навбатда, уларнинг бозор қиймати, даромадлиги ва ликвидлиги билан боғлиқдир. Уларнинг таркибида муҳим аҳамиятга эга бўлган кўрсаткичлар 5.7-жадвалда келтирилган.

Акциялар ва корпоратив облигациялар эмиссияси шартини баҳолаш уларнинг инвестицион сифатларини таҳлилини ўтказишни яқуний босқичидир.

Бундай тадқиқотнинг предмети қуйидагилар ҳисобланади:

- эмиссиянинг баҳоси;
- дивидендлар түловининг шартлари ва даврийлиги;
- алоҳида олинган мулкдорларнинг компанияни бошқаришдаги иштироки;
- соликларнинг оқибатлари ва инвесторлар учун муҳим бўлган эмиссия эълон қилинишидаги бошқа мавжуд маълумотлар.

5.7-жадвал

**Қимматли қоғозлар иккиламчи бозорида акциялар муомаласи
хусусиятларини тавсифловчи коэффициентлар***

Кўрсаткичлар	Ҳисоблаш формуласи	Изоҳ
Дивидендлар туловлар коэффициенти (Кдт)	$K_{дт} = \sum Д / \sum АБ$	Д – дивидендлар суммаси АБ – жами акциялар баҳоси
Акциянинг даромадлилиқ коэффициенти (Кад)	$K_{ад} = \sum АД / \sum АН$	АД – акцияларни сотиш- дан олинган даромад АН – жами акцияларнинг баҳоси
Акцияга бўлган таклиф ва талаб котировкали баҳоларнинг коэффициенти (Кттб)	$K_{ттб} = \sum АТКН / \sum АТБН$	АТКН – акцияга бўлган таклиф баҳоси суммаси АТБН – акцияга бўлган талаб баҳоси суммаси
Акциялар айланмаси коэффициенти (Каа)	$K_{аа} = \sum СА / \sum А$	СА – сотилган акциялар- нинг умумий қиймати А – компания акцияла- рининг умумий қиймати

Қайд этиш керакки, акциялар бўйича эмитент томонидан тез-тез таклиф қилинадиган дивидендлар миқдори нафақат юридик, балки контракт мажбурият кучига ҳам эга эмас. Шунинг учун бизнинг назаримизда, фақат мазкур кўрсаткичга асосланиш мақсадга мувофиқ бўлмайди. Кўп нарсалар қимматли қоғозлар бозоридаги конъюнктура, эмитентларнинг молиявий аҳволи ва бир қатор бошқа омилларга боғлиқдир. Эмитентнинг жорий молиявий аҳволи ва истиқболдаги ривожланишини тавсифловчи юқорида санаб ўтилган коэффициентларга асосланиб унинг инвестицион жалбдорлиги ҳақида хулоса чиқариш мақсадга мувофиқ бўлади. Молиявий аҳволи барқарор бўлган, сотувлар ҳажми ўсиб бораётган, кейинги 3-5 йилда киритилган капиталнинг соф фойда меъёри ошиб бораётган компания инвестицияларнинг ишончли ва истиқболли объекти ҳисобланади. «Нарх-даромад» муносабатига келганда, қайд этиш керакки, бу кўрсаткич акцияларнинг бозор конъюнктурасига боғлиқдир. Шунинг учун қимматли қоғозлар курсини келажакдаги тебранишини ҳисобга олиб, бу кўрсаткичларга эҳтиёткорлик билан ёндашиш лозим бўлади. Эмитент компаниялар қимматли қоғозларининг инвестицион жозибадор-

лигини баҳолашда қимматли қоғозлар бозорида ҳар қандай операцияни йўлдоши бўлган риск билан боғлиқ омилларни ҳисобга олиш керак бўлади.

Шундай қилиб, юқорида келтирилган илмий-амалий натижалар асосида қуйидаги хулосаларни чиқариш, бизнингча, мақсадга мувофиқдир:

Миллий иқтисодийётнинг бутунги шароитида, компаниялар ҳолати ҳақидаги ишончли маълумотлар танқислигида инвестициялаш бўйича тўғри қарор қабул қилиш инвестордан қимматли қоғозлар бозорида муомалада бўлган компаниялар акциялари қийматининг бозор баҳоси ва нарҳини тўғри белгилашда ва улар эквивалентлилигини таъминлашда юқори билим ва малакага эга бўлишни талаб этади.

Эмитент-компаниянинг қимматли қоғозларини баҳолашда таклиф этиладиган тавсияларнинг бош вазифаси стандартни излаш ва уни топишдан иборатдир. Уни илмий ва амалий жиҳатдан тўғри ҳисоблаш ва унга риоя қилиш инвестор учун молиявий активлар даромадлилиги миқдори ва киритилган маблағларнинг хавфсизлиги жиҳатидан маъқул бўлиши муҳим рол ўйнайди. Шу билан бирга, турли инвестицион портфелларнинг қиёсий таҳлили натижасида инвестициялар даромадлилигининг эталон кўрсаткичидан ошиб кетиши ёки унга етмаслигини аниқлаш асосли эканлиги ҳеч қандай шубҳасиздир. Эмитентларнинг қимматли қоғозларига жалб этилган молиявий киритмалар самарадорлигининг миқдорий ва сифат таърифлари билан бирга, молиявий қиёсий таҳлил, инвестор сотиб олмақчи бўлган қимматли қоғозлар бозорида эмитентларнинг рақобатбардошлиги даражаси ҳақида керак бўлган маълумот олишга кўмаклашади. Қайд этиш керакки, муолажалар ўз якунида муайян объект ёки воқелик билан эталон ўртасидаги қиёсий таҳлил жараёнидир. Фонд бозори иштирокчилари томонидан ўрнатилган унинг миқдорий ва сифат кўрсаткичлари оқилона ва маъқул бўлган метёрларга мос келади.

Инвестицион жалбдорлилик минимал риск шароитида қимматли қоғозларга йўналтирилган маблағлардан олинадиган иқтисодий самарадорлик бўлганлиги сабабли, баҳолаш модели омиллар таҳлилига асосланади ва самарали кўрсаткич – коэффициентларни ҳисоблашни, уларни иқтисодий мазмунига қараб гуруҳлашни, олинган қийматларнинг асосланишини, эмитент-компаниянинг жорий молиявий ҳолати ва истиқболдаги ривож-

ланишини назарда тутати. Акциядор компаниянинг инвестицион жалбдорлилик даражаси ҳақидаги ҳулоса таҳлил якуни бўлиб ҳисобланади. Эмитентнинг инвестицион жалбдорлилик курсаткичларини икки гуруҳга бўлинган ҳолда тавсифланади, яъни:

1) акциялар биринчи бор тақдим этилиши (бирламчи эмиссия);

2) акциялар узоқ вақт давомида фонд бозорида муомалада бўлиши.

Шундай қилиб, юқорида айтилган фикр-мулоҳазалар ва таклифлар амалга оширилишида МИХ катта рол ўйнайди.

5.8. Компания молия инжиниринги доирасида бюджетлаштириш масаласи ва технологияси

Компания, яъни корпоратив, молия инжиниринги (КМИ) хизматида ва унинг ёрдамида компанияни рационал бошқариш ва инновацион ривожлантириш тизимида капитал, даромадлар ва харажатларни тижоратий бюджетлаштириш муҳим ўринга эга. Чунки айнан бюджетлаштириш молия инжиниринги хизмати маҳсулотларидан бири бўлиб, у ўзида компанияни реструктуризация қилиш, молиявий соғломлаштириш, инновацион ривожлантириш ва рақобатбардошлигини ошириш бўйича инструмент (восита)ларнинг зарурий тўпламини мужассамлаштиради.

Бюджетлаштириш – бу, бир томондан, молиявий сметаларни тузиш жараёни, иккинчи томондан эса, компанияни инновацион ривожлантириш ва рационал бошқариш билан боғлиқ қарорлар ишлаб чиқиш ва қабул қилишга йўналтирилган КМИ технологияси (маҳсулоти)дир.

Ҳар қандай компанияда бюджетлаштириш босқичли даврлар (5.7-расм)⁴⁰⁴ ва бюджетлаштириш тизими иккита қисмдан иборат⁴⁰⁵:

- компаниянинг тузилмавий бўлинмалари бюджетлари;
- компаниянинг жамланган (консолидацияланган) бюджети.

⁴⁰⁴ Бочаров В.В. Финансовый инжиниринг. –СПб.: Питер, 2004. –400 с.

⁴⁰⁵ Ушбу масалалар В.В. Бочаровнинг «Коммерческое бюджетирование: Учебник для вузов. СПб.: Питер, 2003» номли китобида келтирилган.



5.7-расм. Компанияда бюджет даврининг схемаси

Бунда навбатдаги даврга режалаштириш ҳисобот давридаги бюджетни бажаришнинг режа-факт таҳлилига асосланган ҳолда амалга оширилади.

В.В. Бочаровнинг фикрича, бюджетлар тизими операцион ва молиявий бюджетларга ажратилади.

Операцион бюджет ўз таркибига даромадлар ва харажатлар бюджетини (ДХБ) олади. Унинг тузилишига асос бўлиб қуйидаги хусусий бюджетлар ҳисобланади: маҳсулот сотиш, бошқа даромадлар, материал ва энергия сарф-харажатлари, иш (меҳнат) ҳақи, амортизация чегирмалари, умумишлаб чиқариш ва умум-хўжалик харажатлар, солиқ ва бошқа бюджетлар.

Молиявий бюджет пул маблағларининг ҳаракати бюджети (ПМХБ) ҳамда активлар ва пассивлар прогноз баланси (баланс варағи бўйича бюджет - БВБ)дан иборат бўлади.

Умуман олганда, молия инжинирингига асосланган молиявий бошқариш учта асосий ҳисоботлар - ДХБ, ПМХБ, БВБ - шаклида ифодаланади. Ушбу шакллар компания фаолиятининг молиявий натижаларини баҳолаш учун координаталар системасини белгилайди.⁴⁰⁶

Даромадлар ва харажатлар бюджетини (ДХБ) бир бутун жадвал кўринишида тузиш ҳар қандай компанияда умумий бюджетни тузишнинг бошланғич нуктаси (иши) ҳисобланади. Ушбу бюджетнинг даромад қисми учта қисмга бўлинади: маҳсулот сотишдан тушадиган даромадлар, бошқа жорий фаолиятдан тушадиган даромадлар, молиявий фаолиятдан тушадиган даромадлар. Харажатлар қисми эса қуйидагилардан иборат: маҳсулотни ишлаб

⁴⁰⁶ «7 нот менеджмент»/Под ред. В. Красновой и Л. Привалова.-М.: ЗАО «Журнал Эксперт» ООО «Издательство "ЭКСМО"», 2004.

чиқариш ва сотиш харажатлари, солиқлар тўлаш харажатлари, молиявий фаолият бўйича харажатлар.

Айтиш жоизки, даромадлар ва харажатлар бюджетини қайта кўриб чиқиш қуйидаги ҳолларда мумкин: 1) бюджетнинг дефицит бўлганида; 2) агарда компаниянинг маҳсулот сотиши ва ўз капитали режавий рентабеллиги, бошқарувнинг фикрича, етарлича даражада бўлмаса (бюджет профицитининг маҳсулот сотиш ва ўз капитали ҳажмига нисбати), яъни бу ҳолат молиявий ригач эффектини амалга ошириш имкониятини бермайди.

Операцион бюджетларни харажатлар сметаси ёки пул маблағлари тушумлари ва сарф-харажатлари режаси шаклида тузиш мумкин.

Режалаштирилаётган барча турдаги пул оқимлари махсус молиявий ҳужжат бўлиши пул маблағларининг ҳаракати бюджет (ПМХБ)да мужассамланади. ПМХБ тузишдан асосий мақсад – компания пул оқимларини алоҳида фаолият турлари ва тузилмавий бўлинмалар (филиаллар) кесимида ҳамда жами режалаштирилган давр ичида тўлов қобилиятини керакли даражада таъминлашни (кассовий узилишларга йўл қўймасдан) вақт динамикасида баъоратлаш (прогнослаш). Ушбу бюджет бир қатор босқичларда тузиладиган бюджетларни – 1) маҳсулот сотишдан келадиган пул тушумлари бюджет (ушбу бюджет ДХБ тузишда ҳам зарур); 2) бошқа тушумлар бюджет; 3) материаллар сотиб олиш (харида) бюджет; 4) меҳнатга ҳақ тўлаш харажатлари бюджет; 5) умумишлаб чиқариш харажатлари бўйича тўловлар бюджет; 6) умумхўжалик харажатлар бўйича тўловлар бюджет; 7) барча турдаги солиқлар бўйича тўловлар бюджет; 8) инвестиция фаолияти бўйича тўловлар бюджет; 9) молиявий фаолият бўйича тўловлар бюджет; 10) пул маблағлари ҳаракатининг йиғма (жамланма) бюджет (қисқача – жамланма ПМХБ) – ўз ичига олган ҳолда тузилади.

Жамланма ПМХБ одатда молиявий ҳисоб таркиби бўйича деталлаштирилиб, унда пул маблағлари кириши ва чиқими ҳажмлари генерация қилинади. Пул маблағлари кириши ва чиқимининг режалаштирилган давр (ой, чорак) охирида кутиладиган сальдоси компания пул маблағларининг минимал даражадаги зарурий миқдори билан солиштирилади. Агарда кутиладиган сальдо пул маблағларининг минимал даражадаги зарурий миқдоридан кам бўлса, у ҳолда пул маблағлари камомоди

(дефицити) банк ёки тижорат кредитлари ҳисобидан қопланади. Пул оқимларинининг оптимал нисбатига пул тушумларининг асосий манбаи бўлиб фақат операцион (жорий) фаолият бўлганда эришилади. Ушбу операцион фаолиятдан олинган пул маблағлари реал инвестициялар (капитал қўйилмалар) учун йўналтирилади. Молиявий фаолият компаниянинг пул ресурсларини оширишига ҳамда жорий ва инвестицион фаолиятларни молиялаштиришнинг қўшимча манбаларини яратиш учун қаратилади.

Мисол тариқасида жамланма ПМХБ 5.8-расмда келтирилган шаклда ифодаланиши мумкин.

Пул оқими турлари шаклланишининг синхронлигини баҳолаш мақсадида унинг ликвидлилик коэффиценти динамикаси қаралаётган (ўрганилаётган) даврнинг (одатда ҳар чорак бўйича) алоҳида интерваллари учун қуйидаги формуладан фойдаланиб ҳисоблаб топилади: $ЛК_n = ПМК/ПМЧ$, бунда: $ЛК_n$ – пул оқимининг қаралаётган даврнинг n интервалидаги ликвидлилик коэффиценти; $ПМК$ – пул маблағларининг қаралаётган даврнинг n интервалидаги кирими (тушуми); $ПМЧ$ – қаралаётган даврнинг n интервалидаги пул маблағлари чиқими.

Ушбу коэффицентнинг миқдори бирдан кам бўлмаслиги лозим. Ваҳоланки, унинг миқдори бирдан катта бўлишигина қаралаётган давр охирида пул маблағлари қолдиғи ўсишини генерация қилади, яъни компаниянинг абсолют тўлов қобилияти даражасини ортишига қўмаклашади. Шу коэффицент билан бир қаторда, муҳим параметр сифатида пул оқими самарадорлиги коэффиценти $СК_n$ қўлланилади: $СК_n = СПО/ПМЧ$ (бунда: $СПО$ – қаралаётган даврдаги соф пул оқими, яъни $СПО = ПМК - ПМЧ$).

Молия инжинирингига асосланган молиявий бошқарувда башорат (прогноз) қилинувчи давр охирига (чорак, бир йил) актив ва пассивларнинг режавий балансини, яъни баланс варағи бўйича бюджет (БВБ)ни ишлаб чиқиш зарур. Мазкур балансни тузиш компаниянинг молиявий стратегияси ва тактикасини қайта кўриб чиқишига сезиларли таъсир кўрсатади.⁴⁰⁷

⁴⁰⁷ Агарда дастлабки ҳисоб-китоблар компанияда зарурий молиявий барқарорлик ва тўлов қобилияти даражасига эришилмагачлигини кўрсатса, у ҳолда соф фойданинг турли мақсадларда (дивиденд тўловлари, компанияни ривожлантириш, айланма активларини ошириш, юзсиз муддатли мажбурият (қарз)ларини қоплаш мақсадларига) тақсимланиши миқдорлари сезиларли равишда ўзгартирилади.

Компаниянинг жамланма ПМХБ тузилмаси ва таркиби (келажакдаги ой ёки чорак учун)

Пул маблағлари кирими
I. Жорий фаолият. 1. Маҳсулот сотишдан тушум, шу жумладан: • улгуржи савдодан; • чакана савдодан. 2. Жорий фаолият доирасидаги бошқа тушумлар.
Жами тушумлар
II. Инвестицион фаолият. Асосий воситаларни сотиш
Жами тушумлар
III. Молиявий фаолият. Молиявий фаолиятдан (турлари бўйича) тушумлар
Барча фаолият турларидан жами тушум

Пул маблағлари чиқими
I. Жорий фаолият, шу жумладан: • хом ашё ва материаллар хариди, энергияга тўлов; • меҳнатга ҳақ тўлаш харажатлари; • умумиқлаб чиқариш харажатлари; • тижоратий ва административ (бошқарув) харажатлари.
Жами тўловлар
II. Инвестицион фаолият. Асосий воситаларни харид қилиш
Жами тўловлар
III. Молиявий фаолият. Молиявий фаолият турлари бўйича тўловлар
Жами тўловлар
Барча фаолият турлари бўйича жами тўловлар
Маълумот сифатида: Ой бошига пул маблағлари қолдиғи
Жами тушумлар (кирим)
Жами тўловлар (чиқим)
Режалаштирилган ойнинг охирига пул маблағлари қолдиғи

5.8-рам. Компания бўйича ПМХБ (тўғридан-тўғри усул)

Актив ва пасивларнинг режавий (прогноз) баланси (БВБ)нинг қисқартирилган кўрсаткичлар номенклатураси бўйича шакли мисол тариқасида 5.9-расмда келтирилган.

БВБ тузилмаси

Активлар	Прогноз даври охири	Пассивлар	Прогноз даври охири
I. Оборотдан ташкари активлар		III. Капитал ва резервлар	
1. Номоддий активлар	415 минг сўм	1. Устав капитали	2500 минг сўм
2. Асосий воситалар	30850 минг сўм	2. Қўшимча капитал	31500 минг сўм
3. Оборотдан ташкари активларга қўйилмалар	5800 минг сўм	3. Резерв капитал	450 минг сўм
Жами I қисм бўйича	37065 минг сўм	4. Таксимланмаган соф фойда	5900 минг сўм
II. Оборотдаги активлар		Жами III қисм бўйича	40350 минг сўм
1. Захиралар	5200 минг сўм	IV. Узоқ муддатли мажбуриятлар	
2. Ҳарид қилинган бойликлар бўйича ҚҚС	1000 минг сўм	Узоқ муддатли кредит ва қарзлар	500 минг сўм
3. Дебиторлик қарзлар	23150 минг сўм	Жами IV қисм бўйича	500 минг сўм
4. Пул маблағлари	1500 минг сўм	V. Қисқа муддатли мажбуриятлар	
5. Молиявий қўйилмалар	4000 минг сўм	1. Қисқа муддатли банк кредитлари	2500 минг сўм
Жами II қисм бўйича	34850 минг сўм	2. Кредиторлар	27865 минг сўм
Баланс	71915 минг сўм	3. Бошқа турдаги қисқа муддатли мажбуриятлар	700 минг сўм
		Жами V қисм бўйича	31065 минг сўм
		Баланс	71915 минг сўм

5.9-расм. Прогноз даври (чорак) охирига компания БВБ формати

Бюджетлар консолидацияси (йиғмаси) вариантлари компания ва бирлашмаларнинг ташкилий-ҳуқуқий шаклига боғлиқ бўлади. Хусусан, холдинг ва молия-саноат гуруҳларида бюджетлар консолидацияси локал операцион бюджетлар жамламаси бўйича эмас, балки даромдалар йиғма бюджети ва БВБ бўйича амалга оширилади. Вертикал схема бўйича интеграллашган компанияларда ПМХБ ҳам консолидациялантирилади. Консолидацияланган бюджетнинг иерархик тузилмаси (поғоналар бўйича) ва

бюджетларни операцион ва молиявий бюджетларга бўлиниши 5.10-расмда келтирилган.



5.10-расм. Консолидацияланган бюджетнинг иерархик тузилмаси

Юқорида келтирилган бюджетлар тизими молия инжиниринги хизмати (МИХ)нинг муҳим воситаларидан бўлиши компанияларнинг «Бюджетлаштириш тартиби ва регламенти» номли махсус ҳужжати сифатида ифода топади.

Бунда МИХ сценарийси бўйича компаниянинг бюджет бошқармаси (булими) молия инжиниринги йўл-йўриқларига асосланган қуйидаги йўсинларни амалга оширади:

1) операцион ва молиявий бюджетларнинг узаро боғланган кўрсаткичларини прогнозлаштириш;

2) даромад ва харажатларнинг танлаб олинган позициялари бўйича жамланган молиявий режа сифатида бюджетни тузиш;

3) ҳақиқий натижаларни режавий (прогноз қилинган ёки норматив) кўрсаткичлар билан солиштириш имконини берувчи ҳисоб юритиш усулларини қўллаш асосида таҳлилни амалга ошириш;

4) бюджетлаштириш йўли билан олинган (режалаштирилган) ва ҳақиқий параметрлар орасидаги ўзгариш (фарқ)ларни таҳлил қилиб бориш ва бартараф этиш;

5) барча бюджетларни бажариш натижаси сифатида ички бошқарув ҳисоботини тузиш;

6) турли бошқарув қарорларини бир бутун бюджет бошқаруви ва назорати контурига бирлаштиришга йўналтирилган тезкор (оператив) ҳаракатларни амалга ошириш;

7) режаларни келиштириш ва тузатиш қиритишнинг ташкилий йўсинларини ва шу каби бошқаларни амалга ошириш.

Компанияни инновацион ривожлантириш билан боғлиқ МИХ сценарийси доирасида компания бюджетлаштиришини бошқариш учун бюджет қўмитаси тузилиши мумкин. Ушбу қўмита МИХ кўрсатмаларидан иборат сценарийга асосан доимий равишда фаолият юритувчи раҳбар-менежерлар гуруҳи бўлиб, компаниянинг барча тузилмавий бўлинмаларининг операцион ва молиявий бюджетлар тузиш ва уларни амалга ошириш билан боғлиқ фаолиятини мувофиқлаштиради.

Бюджет қўмитасининг функцияларига тахминан қуйидагилар қиради:

- бюджетлаштиришнинг ички стандартларини, жумладан ҳужжатлар ва ахборотлар алмашилиш регламенти ва жадвалини, ишлаб чиқиш;

- тузилмавий бўлинмалар томонидан тавсия этилган бюджет параметрлари бўйича таклифларни таҳлил қилиш ва тасдиқлаш;

- тавсия этилган бюджетларни ўрганиш ва юқори раҳбариятга тегишли таклифлар бериш;

- бюджетларни ишлаб чиқиш жараёнини таъминлаш;

- бюджетларнинг бажарилишини назорат қилиб бориш;
- МИХ билан келишилган ҳолда бюджетларга тузатишлар киритиш.

Бунда айтиш жонски, бюджетлаштиришни ташкиллаштиришнинг натижавий маҳсули бўлиб ҳужжатлар алмашинуви жадвали ҳисобланади. Ушбу жадвал ёрдамида бюджетлаштиришнинг процедура (йўсин) ва регламентлари⁴⁰⁸ компаниянинг бир бутун бюджет бошқаруви ва назорати контурига бирлаштирилади.

Бюджет регламентида қуйидагилар кўрсатилиши мумкин:

- молиявий ҳисоб юритиш (жавобгарлик) марказлари;
- хом ашё ва материаллар харажатлари норматив (меъёр)лари;
- меҳнатга ҳақ тўлаш харажатлари меъёрлари;
- устама харажатлар ва уларни маҳсулот (иш) турлари бўйича тақсимлаш;
- бюджетларни тузишга доир ахборот объект (манба)лари рўйхати, информацияларни тақдим этиш муддатлари, тартиби ва жавобгар шахслари;
- бюджет қўмитасининг таркиби;
- ҳар бир ижрочининг бюджетлаштириш жараёнидаги ўрни
- ҳужжат ва ахборотлар алмашинуви тартиби;
- молиявий ва бошқарув ҳисоби регистрлари асосида ахборот базасини шакллантириб ривожлантириш;
- бюджетлаштириш ва унга доир режа ва ҳисобот маълумотлари шакллари ва ички стандартлари;
- бошқа меъёрий ҳужжатлар.

Шундай қилиб айтиш мумкинки, молия инжиниринги доирасида жорий режалаштириш ва бюджетлаштиришнинг сифатан янги даражасига ўтиш асосидагина компания ўзининг молиявий барқарорлигини, тўлов қобилияти ва ривожланиш дастурларини молиялаштиришни мустаҳкамлаш ва жалбдорлигини ошириш учун ички имкониятларини ошира олади. Бунда молия инжиниринги доирасидаги янги молиявий бошқариш, режалаштириш ва бюджетлаштириш қўйидагиларга йўналтирилган бўлиши лозим:

- 1) компаниянинг бошқарувчанлигини ҳамда товар ва молия бозорларининг ўзгарувчанлигига мослашувчанлигини ошириш;

⁴⁰⁸ Бюджет регламенти – бу компаниянинг бюджет бошқаруви масалалари билан боғлиқ ташкилий тузилмаси, сиёсати, ижрочиларнинг ҳуқуқлари, мажбуриятлари ва жавобгарликлари тақсимотида муҳассамлаштирувчи йўриқ (инструкция)лар йиғиндиси.

2) компанияни бошқариш тактикаси ва стратегиясига тузатишлар киритиш зарурлиги туғрисидаги ахборотни тезкор олишни таъминлаш;

3) компания фаолиятига қизиқиш билдирган кредиторлар, инвесторлар, шериклар ва бошқа фирмаларнинг ишончини ошириш ҳамда товар ва молия бозорларидаги ўрнини кенгайтириш учун имконият ва шароитлар яратиш.

Умуман олганда, бюджет, кредит, инвестиция ва маркетинг сиёсатлар муаммоларининг ечимига йўналтирилган бюджетлаштиришни ва молияни корпоратив молия инжиниринги асосида бошқаришнинг қулай ва эгилувчан тизимини шакллантириш мамлакатдаги компаниялар фаолиятини инновацион ривожлантириш имконини беради.

5.9. Акциядорлик компанияси бюджетлаштириш сиёсати доирасида эмиссия, инвестиция ва дивиденд стратегияларининг оптимал баланси масаласи

Акциядорлик компаниясининг корпоратив молия инжиниринги (КМИ) хизмати (4.3-расм) томонидан шакллантириладиган бюджетлаштириш сиёсати (5.8-параграф) доирасида компания акциялари эмиссияси, инвестиция ва дивиденд стратегияларини рационал бошқариш ҳамда бунинг асосида компанияни инновацион ривожлантириш муҳим ўринга эга. Чунки, фикримизча, айнан бюджетлаштириш масаласи доирасида ҳал қилиниши зарур бўлган акциядорлик компанияси эмиссия, инвестиция ва дивиденд стратегияларининг оптимал муносаббати масаласи КМИнинг молия инжиниринги хизмати (МИХ) маҳсулотларидан бири бўлиб, унинг ечими компанияни узоқ муддатли арзон молиявий ресурслар билан таъминлаш ва жалб қилинган маблағларни стратегик инвестиция лойиҳаларига йўналтириш ҳамда олинган фойдани рационал тақсимлашда рационал дивиденд туловларини назарда тутиш каби муҳим стратегиялар оптимал балансини таъминлайди.

Таъкидлаш зарурки, ҳозиргача юқорида кўрсатилган стратегияларнинг ҳар бири мутахассислар томонидан алоҳида масала сифатида кўрилиб келинган, аммо бу масалалар яхлит масалага бирлаштирилмаган бўлиб, ушбу стратегияларнинг ўзаро оптималлаштирилган комплекс ечими берилмаган.

Фикримизча, яхлит масала шаклан уч тартибли (номаълумли) тенгламалар системаси кўринишида ифоланилиши ва оптимизация усуллари ёрдамида ечилиши мумкин. Бунда жумладан дастурлаштириш усуллари қўлланилиши мумкин. Бундай ёндашув асосида компания эмиссия, инвестиция ва дивиденд стратегиялари оптимал балаясига эришишнинг комплекс (яъни яхлит) масаласи ечимини олиш ва бунинг асосида бюджетлаштиришнинг таркибий қисмлари (даромадлар ва харажатлар бюджетини - ДХБ, молиявий бюджет пул маблағларининг ҳаракати бюджети - ПМХБ ҳамда активлар ва пасивлар прогноз баланси, яъни баланс варағи бўйича бюджет - БВБ) аниқлиги даражасини ошириш мумкин.

Умуман олганда, бюджетлаштириш билан уйғунлаштирилган яхлит масала ечими компания фаолияти самарали бошқариш ва бунда молиявий натижаларини баҳолаш учун координаталар системасини белгилайди. Бу эса бюджет, эмиссия, кредит, инвестиция ва маркетинг сиёсатлар муаммоларининг комплекс ечимига йўналтирилган бюджетлаштиришни ва молияни КМИ асосида бошқаришнинг қулай ва эгилувчан тизимини шакллантириш, мос равишда мамлакатдаги компаниялар фаолиятини инновацион ривожлантириш, имконини беради.

5.10. Фонд бозоридаги «қўрик» миқдорини баҳолаш масаласи ва унинг ечими

Мазкур китобнинг 2.7-параграфидаги натижалар асосида Ўзбекистон учун муҳим масалалар сифатида фонд бозоридаги реал активлар бўйича «қўрик» (*The Real Estate Bubble*) олдини олишга қаратилган акцияларнинг бозор қийматини адолатли баҳолаш ва объектив биржа нархини шакллантириш, акция қиймати (баҳоси) ва нархининг эквивалентлигини таъминлашни ҳамда бунинг асосида компания қийматини самарали бошқариш кабилар кўрсатилган бўлиб, улар ҳанузгача ўз ечимини топмаганлиги таъкидланган. Фикримизча, ушбу масалалар қаторига акциялар бозор қиймати ва фонд биржасидаги нархини ўзаро ўзвий боглиқликда регулятив шаклланиши мақсадида баҳолаш тизимини кенгаштиришни ҳам киритиш зарур. Ушбу зарурат қуйидагилар билан белгиланади:

- акциялар қиймати уларнинг бозор нархи эмаслиги, лекин уларнинг ўзаро эквивалентлиги таъминланиши зарурлиги (2.7-параграф). Одатда акцияларнинг бозор нархи ўз ичига психологик

омилларга кўпроқ боғлиқ бўлиб, эмитентнинг тез узгарувчан ва кўзга кўринмас виртуал актив қийматини олади. Виртуал актив асосан спекулятив мақсадларда шаклланиши сабабли, акцияларнинг бозор қиймати ва нархининг ўзаро эквивалентлиги тамойили бузилади ва натижада акциялар бозорида «кўпик» ҳосил бўладики, унинг салбий таъсирини бартараф этиш зарур;

- иқтисодий системалогия нуктаи назаридан 2.13- ва 2.14-расмларда кўрсатилган схематик моделларнинг самарали фаолияти мақсадида омиллар таъсирини тизимли бошқаришни ташкиллаштириш зарурлиги. Бунда акциялар бозори ва улар қийматини баҳолаш хизматлари бозори тенденциялари синхрон ва эквивалент бўлиши таъминланилиши, натижада ушбу бозорларга ҳос реал активлар бўйича «кўпиклар» ҳосил бўлишининг олди олинishi лозим;

- эмитентнинг бизнеси қийматини адолатли баҳолаш асосида самарали бошқариш сиёсати унинг ташкиллашган фонд бозорларидаги акцияси объектив нархни шаклланиши сиёсати бир-бирини ўзаро мувофиқлаштириб ва назорат қилиб бориши зарурлиги.

Юқорида кўрсатилган заруратлар контекстида ифодаланган масалалар ечими мақсадида компания ва унинг акциялари (жумладан, улар пакети) қийматини баҳолаш тизими қуйидаги йўналишларда кенгайтирилиши мақсадга мувофиқ:

1. Фонд биржаси эксперт комиссияси ва аналитик бўлими фаолиятида ҳолис баҳоловчи хизматидан мажбурий фойдаланиш асосида қимматли қоғозлар қийматини баҳолаш хизматлари бозори билан боғлиқликда бўлиш;

2. Акциядорлик жамиятлари корпоратив бошқаруви тузилмасида ички баҳоловчи ва молия инжиниринги хизматларини киритиш (4.3-расм) асосида акциялар бозори ва улар қийматини баҳолаш хизматлари бозоридаги тенденцияларнинг узвий боғлиқлигини таъминлаш;

3. Акциялар бозоридаги нархлар ва улар қийматини баҳолаш хизматлари бозоридаги баҳоланган қийматларнинг бир-бирига эквивалентлигини таъминловчи бозорлараро регулятив меъёрлар киритиш.

Ушбу йўналишларнинг умумий мақсадига кўра (улар юқорида келтирилган заруратлар билан белгиланади), уларда методологик

восита сифатида секьюриметрик таҳлил усулини⁴⁰⁹ қўллаш тавсия этилади. Чунки, ушбу усул қимматли қоғозларнинг фундаментал⁴¹⁰, техник⁴¹¹ ва портфел таҳлили ҳамда 2.7-параграфда берилган усуллар ва ёндашувларга таянган ҳолда уларнинг имкониятларидан комплекс фойдаланади. Бунда секьюриметрик усулнинг бошқалардан фарқли устунлиги шундан иборатки, акцияларнинг қиймати (баҳоси) ва нархи боғлиқлиги қуйидаги комплекс сонлар кўринишидаги функциялар билан ифодаланади:

$$C_6 = r_6 + jm_6,$$

бунда: C_6 – қимматли қоғознинг қиймати ва нархи бўйича комплекс кўрсаткичи; r_6 – қиймат баҳоси; jm_6 , jm_6 – бозор нархи; комплекс сонлар назариясига кўра формулалардаги + белгиси қўшиш амалини англатмайди.

Ушбу формула икки қисмдан иборат, яъни реал ва мавҳум сонлардан таркиб топган бўлиб, реал сон қийматни ифодалайди, мавҳум сон эса – нархни билдиради. Умуман олганда, бу функцияларни қимматли қоғознинг комплекс сифат кўрсаткичи деб қабул қилиш мумкин. Бунда комплекс соннинг реал ва мавҳум қисмлари мос равишда қимматли қоғознинг реал ва бозор кўрсаткичларини ифодалайди. Мазкур формула ёрдамида r ва m ўзгарувчиларнинг маълум қийматларида C_6 кўрсаткичини ҳисоблаш асосида қимматли қоғоз (акция)нинг ўз базисига (ёки базисни қимматли қоғозга) нисбатан қиймати ва нархининг кам ёки ортиқча баҳоланганлиги даражасини (яъни «кўпикларни») аниқлаш мумкин. Шу тариқа, юқоридаги формула ёрдамида r ва m қийматлари асосида C параметрларнинг ўзгариш динамикасини график кўринишда таҳлил қилиш имконияти мавжуд. Буни геометрик интерпретацияда қуйидагича ифодалаш мумкин.

Бунинг учун 5.11-расмда кўрсатилганидек текисликдаги тўғри бурчакли координата системасида юқоридаги функцияларни ифодалаймиз.

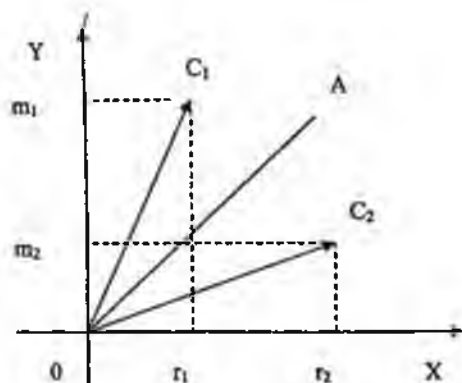
Қуйидаги шартларни қабул қиламиз: C параметрни вектор деб олиб, унинг текисликдаги йўналиши (r, m) қийматларининг кесишув нуқтасига бориб тақалади (яъни $0, C_1$); Y – мавҳум сонлар ўқи, X – реал сонлар ўқи.

⁴⁰⁹ Шохазизов Ш.Ш. Основы секьюриметрики. -Т.: Iqisod-moliya, 2005.-376 с.; Как можно оценить «дуэльту» на рынке ценных бумаг.//Биржа эксперт, Т., №1, 2010.-с.35-38.

⁴¹⁰ Сидни Коттл, Роджер Ф.Мюррей, Франк Е.Блок. Анализ ценных бумаг Грома и Додда.-М., Олимп-Бизнес, 2000.-674 с.;

⁴¹¹ Берзон Н.И. и др. Фондовый рынок: Учеб.пособие.-2-е изд.-М.: Витэ-Пресс, 1999.-400 с.

Фараз қилайлик, 5.10-расмдаги текисликда r_1, m_1 ва r_2, m_2 координатали икки натижавий C_1 ва C_2 векторлар мавжуд бўлиб, улар OA чизиғининг (бурчаги 45 градус бўлган) икки тарафида жойлашган. Бу чизиқни қимматли қоғознинг векторларда ифода-ланган текисликдаги эквивалентлилик потенциалини ажратувчи шартли чегара деб қабул қилиш мумкин. Яъни текисликда бу чизиқнинг устига тўғри келган (устма-уст тушган) вектор қимматли қоғознинг ўз базисига мос эканлигидан (вектор бўйича базис ва унинг қимматли қоғози потенциаллари айнан эквивалентлигидан) далолат беради.



5.11-расм. Натижавий C векторининг геометрик талқини модели

Агар вектор ушбу текисликда тўғри чизиқдан пастда жойлашган бўлса, базиснинг реал баҳоси (даромадлилиги) потенциали бозор баҳоси потенциалидан юқори ҳисобланади, акс ҳолда эса қимматли қоғознинг бозор баҳоси потенциали базиснинг реал баҳоси потенциалидан юқорилигини англатади. Векторнинг чизиққа нисбатан бурчак ўзгаришларига қараб эквивалентлилик потенциали кўрсаткичини (шу билан бирга рисклилик даражасини ҳам) миқдорий ўлчаш мумкинлиги яққол кўриниб турибди.

Базиснинг эквивалентлилик потенциали эмитентнинг ҳатти-ҳаракатига, қимматли қоғознинг эквивалентлилик потенциали эса инвесторнинг бозордаги ҳатти-ҳаракати, имконияти ва ҳоҳишига боғлиқ. Кўпинча эмитент ва инвесторнинг вақтинчалик хоҳиш-имкониятлари туфайли ҳатти-ҳаракатлари бир-бирига мос келмаслиги сабабли қимматли қоғознинг бозор курси, натижада эквивалентлилик потенциали ҳам, шартли чегаравий чизиқ атрофида тебраниб туришини англаш мумкин. Маълумки, бундай тебраниш-

ларнинг энг юқори амплитудасини бозор срд асосида ёки мувозанатловчи механизм ёрдамида (2.7-параграф) чегаралаб туради.

Геометрик моделдан (5.11-расм) қуйидаги ҳолатларни куриш мумкин.

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

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

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

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

Айтиш жоизки, шартли чегаравий чизиққа нисбатан бурчакнинг у ёки бу тарафга ўзгариш миқдорига қараб қимматли қоғознинг рисклилик даражаси 2-3 октантлар ичида энг юқори ҳисобланади, 4-чи октантда эса бу даража 2-3 октантлардагидек қўп бўлмайди, лекин 1-чи октантдагидан юқори.

Бир эмитентнинг қимматли қоғози эквивалентлилик потенциали даражасини динамикада тенденциясини таҳлил қилиш учун текисликдаги (асосан 1-чи октантда) векторлар устида комплекс сонлар назариясига биноан маълум арифметик амаллар бажариш ва ҳосил бўладиган натижавий векторга қараб қимматли

қоғоз ва унинг базисига уларнинг эквивалентлилик потенциалли нуктаи назардан баҳо бериш тақозо этилади.

Идеал ҳолатда натижавий векторнинг эквивалентлилик потенциалли даражаси (Y, X) текислигида мукамал ҳисобланади қачонки қимматли қоғознинг r ва m қийматлари ўзаро мутаносибликда ошиб борса, яъни $r \leq m$ шартли шартли чегаравий чизиққа яқин спрэд оралигида бажарилса. Спрэддан ташқарида қимматли қоғозлар асосан биржадан ташқари бозорда муомалада бўлиши мумкин, унинг ичидаги қоғозлар эса одатда «заигори фишкалар» каторидан ўрин олади деб айтиш мумкин.

Секьюриметрик таҳлилнинг график усули куйида келтирилган масалаларни ечишга ёрдам беради: қимматли қоғозлар бозорида нархлар даражасини таҳлил қилиб прогнозини амалга оширишга; қимматли қоғозни сотиш ёки сотиб олишнинг оптимал вақтини аниқлашга; фундаментал таҳлил натижаларининг тўғрилиги ва тўлиқлигини текширишга ва аксинча техник таҳлил натижаларининг тўлиқлиги ва тўғрилигини текширишга; қимматли қоғоз ва унинг базисини эквивалентлилик потенциалли даражасини баҳолашга; умуман олганда қимматли қоғозлар бозори ва реал иқтисодиётнинг ўзаро эквивалентлилик даражасини баҳолашга; қимматли қоғозлар портфелларини эквивалентлилик потенциалли нуктаи назаридан асосий кўрсаткичларини (даромадлигини, баҳосини, рисклилик, ишончлилик ва ликвидлилик даражасиларини) баҳолаб асосли тарзда шакллантириш ва бошқаришга (бунда оптималлаштириш масалалари Г.Марковиц⁴¹², У.Шарпа⁴¹³ и бошқалар моделлари асосида ечилади).

Таъкидлаш жоизки, кредит⁴¹⁴, фонд ва суғурта бозорларидаги «купиклар» бир-бири билан боғлиқликда синхрон содир бўлади.

Секьюриметрик таҳлил ёрдамида бозордаги қимматли қоғозларнинг эквивалентлилик потенциалли даражалари асосида фонд бозорининг потенциаллини баҳолаш мумкин. Бунда эквивалентлилик потенциаллини натижавий векторнинг микдорига (натижавий йўналтирилган куч сифатида) кўпайтмаси қимматли қоғознинг қуввати кучини, бу қувватларнинг йигиндиси эса

⁴¹² Markowitz H.M. Mean Variance Analysis in Portfolio Choise and Capital Markets, Basil, Blackwell, 1990.

⁴¹³ Шарп У., Александер Г., Бойли Дж. Инвестиции: Пер.с англ.-М.: ИНФРА-М, 1999.-ХП, 1028 с.

⁴¹⁴ Сырцов А. Кредитный «дуэль» и перколатия финансового рынка.//Вопросы экономики, М., №10, 2008.- сс.4-31

кимматли қоғозлар бозори муҳитининг қуввати кучини билди-
ради.⁴¹⁵

Шу билан бирга айтиш зарурки, реал активлар бўйича «кўпик» (*The Real Estate Bubble*) миқдорини баҳолашда қуйидаги *Andrea Bubula* формулаларига асосланган (бунда: P_t – фундаментал қиймат; B_t – «кўпик») бошқа усулни⁴¹⁶ ҳам қўллаш мумкин:

$$P_t = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{E(Re nt_{t+i})}{(1+r)^i} + B_t, \quad B_t = \frac{E(B_{t+1})}{1+r}$$

Интертемпорал (вақт даврлараро) модел асосида келтириб чиқарилган ушбу формулалар ёрдамида қуйидаги хулосага келиш мумкин: «кўпик» ўсади ва унинг «портлаши» эҳтимолини компенсация қилиш учун қуйидаги формулаларни қўллаш мумкин:

$$B_{t+1} = \begin{cases} \frac{(1+r)}{\pi} + \varepsilon_{t+1} & \text{с вероятностью } \pi \\ \varepsilon_{t+1} & \text{с вероятностью } (1-\pi) \end{cases}$$

Бунда рискнинг паст даражасидан манфаатдорлик инвесторларни таваккалчиликка мажбурлайди ва рисксиз активлар нархи ортиши сабабли уларга талаб ҳам ўзгаради. Ушбу қонуният қуйидаги формула билан ифодаланади:

$$(r_{risky} - r_{risk-free}) = risk\ premium$$

Мазкур формуладан кўриниб турибдики, «кўпик» рискни ҳисобга ҳолда баҳоланади. Лекин бунда рискни баҳолаш ушбу усулнинг кенг қўлланилиши учун қийинчилик туғдиради.

5.11. Онланинг молиявий фаровонлигини ошириш ва бюджетлаштириш масаласи

Ҳозирда уй ҳужалигининг асоси бўлган онланинг 4.4-параграфда берилган нано молия инжиниринги (НМИ) ёрдамида

⁴¹⁵ Шоҳаззамий Ш.Ш. Финансовый рынок и ценные бумаги. Книга 1. -Т.: Iqtisod-moliya, 2005.-728 с.; Концепция сущности рынка ценных бумаг //Молия, Т. №1, 2009.-с.82-91.

⁴¹⁶ Andrea Bubula (www.columbia.com), Markus Brunnermeier www.princeton.edu/markus/.

шакллантириладиган оила фаровонлигининг зарурий молиявий курсаткичлари таъминланилишига қаратилган бюджетлаштириш масаласи муҳим аҳамиятга эга. Ушбу масала уй ҳужаликлари молиясини ҳавф-хатарсиз ва барқарор ривожланиши жараёнлари ўзгарувчан турли риск ва омиллар (5.1-параграф ва 1.4-параграф) комплекс таъсири остида Давлатнинг ижтимоий-иқтисодий, жумладан инвестиция, сиёсати доирасида тизимли молия инжиниринги (ТМИ) концепциясига (1.1-параграф) асосланган давлат молия инжиниринги (4.1-параграф) ва муниципал молия инжиниринги (4.2-параграф) билан боғлиқ равишда уйгушлашган индивидумлар ва уларнинг уй ҳужалиги, яъни НМИ ва унинг шахсий (аҳоли) инновацияларига (маҳсулотларига) бўлган талабни оширилиш зарурати билан белгиланади. Чунки НМИ индивидумлар ва улар уй ҳужалиги фаолиятини юритувчи шахс (ИУХ)ларнинг ҳавф-хатарсиз ва барқарор истеъмол, жамғарма, инвестиция ва инновация соҳаларидаги ривожланиши катализатори (1.2-параграф) ва умуман олганда аҳоли фаровонлиги омилларидан биридир.

Ҳозиргача мазкур масала – оиланинг молиявий фаровонлигини бюджетлаштириш – дунё тажрибасида қўрилмаган бўлиб, фикримизча, унинг ечими куйидагича бўлиши мумкин.

Агарда, НМИ асосида аҳоли фаровонлиги нуқтаи назаридан тизимли ёндашилса, ИУХлар фаолиятида доимий равишда унинг фаровонлигини бюджетлаштириш масаласи бевосита намоён бўлади. Бунда шахсий капитал, истеъмол, даромад ва ҳаражатларни бюджетлаштириш ва ҳисобини юритиш ёрдамида молиявий бошқариш тизими ҳам қўрилади.

Агарда 4.17-жадвалда берилган йўналишларни ҳисобга олсак, оиланинг молиявий фаровонлиги бюджетини икки турга ажратиш мумкин:

- чекланган бюджет (ўз ичига уй ҳужалиги аъзолари ойлик маошига тенглаштирилган ва алоҳида даромадлар ва ҳаражатларини ҳамда уй ҳужалиги аъзолари нафақа ва ёрдамларга тенглаштирилган ҳамда алоҳида даромадлар ва ҳаражатларини олади);

- бизнес-бюджет (ўз ичига: якка тартибдаги тадбиркорлик; оилавий касаначилик; ҳунармандчилик; деҳқон ва томорқа ҳужалиги; мулк ижараси, патентга лицензия сотиш ва бошқа турдаги индивидуал бизнес даромад ва ҳаражатларини олади).

Мазкур бюджет турларини ҳар бири унинг таркибига кирган даромад ва харажатлар турига қараб ўзига хос хусусиятларга эга бўлади ҳамда НМИнинг уччала турида (ИУХнинг жорий НМИ; ИУХнинг стратегик ривожланиш НМИ; ИУХнинг инкирозли НМИ) қўлланилади.

Юқорида келтирилган бюджетлар шаклан ўзаро баланс-лаштирилган актив ва пассив, даромад ва харажат қисмлардан иборат бўлади. Бундай шакл оила даромадлари ва харажатлари ҳисобини юритиш учун қулай бўлиб, оила бюджетини ва бунда шахсий капитал, истеъмол, даромад ва харажатларни баланс-лаштирилган шаклда самарали бошқариш ҳамда бюджетни маълум даврга прогнозлаштириш имконини беради.

Агарда 4.17-жадвалда берилган йўналишлар доирасидаги оиланинг молиявий фаровонлиги бюджетини икки турини (чекланган бюджет ва бизнес-бюджетни) ҳисобга олсак, фикримизча, оила бюджетлари тизимини операцион ва молиявий бюджетларга ажратиш мумкин.

Оиланинг операцион бюджети ўз таркибига оила даромадлари ва харажатлари бюджетини (ОДХБ) олади. Унинг тузилишида асос бўлиб қуйидаги бюджетлар ҳисобланади: маҳсулот (хизмат) сотиш, бошқа даромадлар, материал ва энергия сарф-харажатлари, тикланиш чегирмалари, истеъмол, умумишлаб чиқариш ва умумхўжалик харажатлар, солиқ ва бошқа бюджетлар.

Оиланинг молиявий бюджети пул маблағларининг ҳаракати бюджети (ОПМХБ) ҳамда оила активлари ва пассивлари прогноз баланси (баланс варағи бўйича бюджет - ОБВБ)дан иборат бўлади.

Умуман олганда, НМИга асосланган оиланинг молиявий бюджетини бошқариш учта асосий ҳисоботлар - ОДХБ, ОПМХБ, ОБВБ - шаклида ифодаланади. Ушбу шакллар уй хўжалиги (оила) фаолиятининг молиявий натижаларини баҳолаш учун координаталар системасини белгилайди.

Шундай қилиб айтиш мумкинки, НМИ доирасида жорий режалаштириш ва бюджетлаштиришнинг сифатан янги даражасига ўтиш асосидагина оила ўзининг молиявий барқарорлигини, тўлов қobiliяти ва ривожланиш дастурларини молиялаштиришни мустаҳкамлаш ва фаровонлигини ошириш учун ички имкониятларини ошира олади. Бунда НМИ доирасидаги янги молиявий бошқариш, режалаштириш ва бюджетлаштириш қўйидагиларга йўналтирилган бўлиши лозим:

1) оиланинг бошқарувчанлигини ҳамда товар ва молия бозорларининг ўзгарувчанлигига мослашувчанлигини ошириш;

2) оилани молияси ва бюджетини бошқариш тактикаси ва стратегиясига тузатишлар киритиш зарурлиги туғрисидаги ахборотни тезкор олишни таъминлаш;

3) оила фаолиятига қизиқиш билдирган кредиторлар, инвесторлар, шериклар ва бошқа фирмаларнинг ишончини ошириш ҳамда жамиятдаги, товар ва молия бозорларидаги ўрнини кенгайтириш учун имконият ва шароитлар яратиш.

5.12. Молия инженерларини тайёрлаш ва уларнинг малакасини ошириб бориш масаласи

Умуман олганда мазкур китобнинг I-IV бобларида ва 5.1-5.11-параграфларида айтилган фикр-мулоҳазалардан ҳамда бунда молия инжиниринги инновацион иқтисодиёт ривожининг бош омилларидан бири эканлигидан келиб чикиб айтиш мумкинки, миллий МКТ рақобатбардошлиги ва барқарорлиги асосан тизимли молия инжиниринги ва унинг инновацияларига (маҳсулотларига) боғлиқ бўлиб, бунда молия инженерларининг роли бекиёсдир. Бунда молиявий инновациялар бир томондан МКТ таркибида маълум даражада тизимли риск⁴¹⁷ шаклланишига сабаб бўлади, иккинчи томондан МКТ инновацион ривожланишини таъминлайди, учинчи томондан эса молиявий инновацияларнинг назоратсиз кўпайиши ва тизимли рискнинг содир бўлиб ривож топиши МКТ инқирозини келтириб чиқаради ва бунда унинг кучли институтлари рақобатбардошлилигини навбатдаги янги поғонага кўтариб, ҳар қандай самарасиз институт ва молиявий инструментлардан ҳолис қилиб (тозалаб) боради. Шунинг учун ҳам айнан олий маълумотли, молиявий ижод методологиясини мукамал эгаллаган ҳамда унинг асосида самарали молиявий инновациялар яратишга ва уларни МКТ инновацион ривожланишига трансферини сифатли амалга оширишга қодир бўлган ҳамда бир вақтнинг ўзида тизимли рискни назорат қилиб уни олдиндан аниқ баҳолайдиган, молиявий инновациялар ва тизимли рискнинг МКТ инқирозига олиб келиши

⁴¹⁷ Risk Management and Control Guidance for the Securities Firms and Their Supervisors, IOSCO, 1998; Миркин Я.М., Миркин В.Я. Англо-русский толковый словарь по банковскому делу, инвестициям и финансовым рынкам. -М.: Альпина Бизнес Букс, 2006; Миркин Я.М. Риски финансового кризиса в России: факторы, стратегии и политика противодействия//Финансовая академия при Правительстве РФ, 2008.-148 с. (www.mirkin.ru).

ҳавфини бартараф эта оладиган ёки бундай инкирозий ҳолат натижаларидан ўз манфаати йўлида фойдалана оладиган, молия инженерларини тайёрлаш ва уларнинг малакасини мунтазам равишда ошириб бориш зарурий масалалардан ҳисобланади. Шу билан бирга, муҳим масалалардан бири сифатида молия инженерларининг ижодий инновацион фаолиятини мувофиқлаштириш ҳамда уларнинг яратган инновацияларига бўлган муаллифлик ҳуқуқларини давлат рўйхатидан ўтказиш ва ҳимоялашни кўрсатиш мумкин.

Мазкур масалалар айниқса жаҳон молиявий-иқтисодий инкирози оқибатлари ила нафақат Ўзбекистонда, балки барча ривожланган ва прогрессив ривожланаётган мамлакатлар МКТ инновацион, рақобатбардош ва молиявий ҳавфсиз ривожланишида долзарбдир. Чунки бу масалаларнинг фақат самарали ечими асосидагина молиявий инкирозларга қарши таъсир кўрсатиш, керак бўлса, уларни ўз фойдасига йўналтириш, умуман рисклар ва рақобатбардошлиликни ҳамда инкирозий ва инновацион ривожланиш жараёнларини онгли ва малакали бошқариш мумкин. Зеро Ўзбекистонда либераллашув ва глобаллашув шароитларида Ўзбекистон Республикаси Президенти И.А. Каримов томонидан яратилган, босқичма-босқич ва изчил амалга оширилаётган тараққиётнинг «Ўзбек модели» асосида давлат томонидан муваффақиятли амалга оширилаётган прогрессив макроиқтисодий ва фаол инвестиция сиёсати доирасида миллий МКТ ва саноатни инвестицион-инновацион ривожлантириш дастурлари ҳамда МКТ кадрлари потенциали кўрсатиб ўтилган масалаларнинг самарали ечимига эришишнинг бош омилларидир. Чунки инновацион бўлган тараққиётнинг «Ўзбек модели»га асосланган давлатнинг бундай сиёсати мамлакатда барқарор иқтисодий ўсиш ва фаол инвестицион ривожланишини таъминламоқда. Бунда маълум даражада давлат томонидан яратилиб миллий МКТда жорий қилинган бир қатор самарали молиявий инновациялар муҳим аҳамиятга эга бўлдики, бундай инновациялар сони ва кўламини кенгайтирувчи ҳамда уларни яратиб МКТ ва реал иқтисодиёт инновацион ривожланишига жорий қилишга қодир бўлган етук молия инженерларини етказиш зарурати борган сари кўпроқ сезилмоқда. Ваҳоланки, тизимли молия инжиниринги МКТга ҳос молиявий ресурсларни тақсимлаш, назорат қилиш ва қайта тақсимлаш функциялари самарасини оширишга қаратилган инновацион молиявий

маҳсулотлар билан боғлиқ турли муносабатлар тизими бўлганлиги учун ҳам молия инженерлари бу муносабатлар катализатори ва уларнинг инновационлилик даражасини ошириш омилидир.

Умуман олганда давлатимиз томонидан босқичма-босқич олиб борилаётган кенг куламли ислохотлар ўз хусусиятига кура инновациондир, демак, уларни амалга ошириш ҳам мутахассислардан инновацион ёндашувни талаб қилади. Лекин ҳозирда бундай инновацион фаолият билан шуғулланувчи бакалавр ва магистр академик даражасига эга молия инженерларини алоҳида тайёрланиши мамлакатимиз таянч олий таълим юртида, афсуски, 2011-2012 ўқув йилидан бошлаб тўхтатилди. Ваҳоланки, молия инжиниринги бўйича ривожланган давлатлар (АҚШ, Европа мамлакатлари, Япония) тажрибаси ва уларнинг молия инженерларини тайёрлашдаги охирги 25 йилда эришган катта ютуқлари Ўзбекистон учун муҳим аҳамиятга эга бўлганлиги ҳамда Ўзбекистон МКТ ва реал иқтисодиётининг ўрта ва узоқ муддатларга мўлжалланган истиқболдаги инновацион ривожланишини таъминлаб беришда олий маълумотли молия инженерларини алоҳида тайёрлаш зарурати табиийлигича қолмоқда (5.8-жадвал). Бу эса Ўзбекистондаги иқтисодиёт субъектларида молия инжиниринги хизматини жорий этиш масаласининг муҳимлик даражасини борган сари ортиб боришини ва мос равишда 2011-2012 ўқув йилидан республикамизда жорий этилган янги Классификаторга «Молия инжиниринги» бакалавриат таълим йўналишини ва унинг негизидаги магистратура мутахассисликларни қайтадан киритилишини ёки ҳеч бўлмаса мазкур Классификатордаги «Молия» йўналиши негизида алоҳида магистратура мутахассислигини очишни тақозо этади. Бунинг учун Тошкент молия институтида етарли илмий-педагогик кадрлар, тажриба ва моддий база мавжуд. Ваҳоланки, бунинг тасдиғи сифатида мазкур институтда 2005-2006 ўқув йилидан бошлаб, то ҳозиргача давлатнинг замонавий инновацион макроиқтисодий сиёсати контекстида халқаро андозаларга мос равишда тайёрланган олий маълумотли молия инженерларини мисол келтириш мумкин.

Молия инженерларига бўлган талаб⁴¹⁸

2012 йил	2013 йил	2014 йил	2015 йил	2016 йил
<i>5341500 - «Молия инжиниринги» бакалавриат таълим йўналиши бўйича</i>				
52	54	65	68	75
<i>5341501 - «Давлат молия инжиниринги» магистратура мутахассислиги бўйича</i>				
6	8	8	8	8
<i>5341502 - «Корпоратив молия инжиниринги» магистратура мутахассислиги бўйича</i>				
12	12	12	12	12
<i>534150 - «Банк молия инжиниринги» магистратура мутахассислиги бўйича</i>				
6	6	6	6	6
<i>5341504 - «Сугурта молия инжиниринги» магистратура мутахассислиги бўйича</i>				
5	6	6	6	6

Шу сабабли ҳам Ўзбекистонда «Молия инжиниринги» йўналиши ва мутахассисликларини очиш ҳамда молия инженерларининг малакасини мунтазам ошириб бориш бугунги кун учун ўта долзарб. Қолаверса, республика саноати ва МКТ инновацион ривожланиши даражаси ва бозор иқтисодиёти муносабатларининг босқичма-босқич ривожланиши, ундаги муаммоларни англай олувчи, олдиндан кура билувчи ҳамда уларни ҳал қилиш борасида аниқ, ишончли ва қатъий инновацион молиявий махсулотлар яратувчи ва улар бўйича самарали қарорлар қабул қилувчи кучли олий маълумотли мутахассисларга бўлган талабларнинг юқорилиги бу йўналишда ҳам кадрлар тайёрлаш масаласи ечимини талаб қилмоқда.

⁴¹⁸ Мазкур талаб Тошкент молия институти томонидан ўтказилган маркетинг тадқиқоти асосида аниқланган. Бунда талабгор ташкилотлар: Давлат мулкнинг бошқариш давлат қўмитаси, тижорат банклари, сугурта компаниялари, қимматли қозғалар бозори профессионал институтлари, фонд биржаси ва ҳ.к.

VI БОБ. ТИЗИМЛИ МОЛИЯ ИНЖИНИРИНГИ ДОИРАСИДА ТАВСИЯ ЭТИЛАДИГАН БАЪЗИ ИННОВАЦИЯЛАР

6.1. Онланинг молиявий фаровонлигига қаратилган бюджет модели

Китобимизнинг 5.11-параграфида курсатилганидек, агарда 4.17-жадвалда берилган йўналишлар доирасидаги онланинг молиявий фаровонлиги бюджетини икки турини (чекланган бюджет ва бизнес-бюджетни) ҳисобга олсак, онланинг молиявий фаровонлигига қаратилган бюджетлари тизимини операцион ва молиявий бюджетларга ажратиш мумкин.

Онланинг операцион бюджети ўз таркибига онла даромадлари ва харажатлари бюджетини (ОДХБ) олади. ОДХБ бир бутун жадвал кўринишида тузиш ҳар қандай оилада умумий бюджетни тузишнинг бошлангич нуктаси (иши) ҳисобланади. Ушбу бюджетнинг даромад қисми учта қисмга бўлинади: маҳсулот (хизмат) сотишдан тушадиган даромадлар (бизнес-бюджет тури бўйича турли хил тадбиркорликдан даромад, чекланган бюджет турида эса шахсий томорқа ва ижара даромади), бошқа жорий фаолиятдан тушадиган даромадлар (ойлик маош ва мукофотлар), инвестиция ва инновация фаолиятдан тушадиган даромадлар. Харажатлар қисми эса қуйидагилардан иборат: маҳсулот (хизмат)ни ишлаб чиқариш ва сотиш харажатлари, солиқлар тўлаш харажатлари, истеъмол ва жисмоний тикланиш харажатлари, инвестиция ва инновация фаолияти бўйича харажатлар.

Айтиш жоизки, онланинг даромадлари ва харажатлари бюджетини қайта кўриб чиқиш қуйидаги ҳолларда мумкин:

1) бюджетнинг дефицит бўлганида;

2) агарда онла фаолиятида зарар ҳавфи мавжуд бўлса ва ўз капитали режавий рентабеллиги етарлича даражада бўлмаса (бюджет профицитининг маҳсулот сотиш ва ўз капитали ҳажмига нисбати), яъни бу ҳолат молиявий рычаг эффектини амалга ошириш имкониятини бермайди.

Оиланинг операцион бюджетларини харажатлар сметаси ёки пул маблағлари тушумлари ва сарф-харажатлари режаси шаклида тузиш мумкин.

Оиланинг молиявий бюджети пул маблағларининг ҳаракати бюджети (ОПМХБ) ҳамда оила активлари ва пасивлари прогноз баланси (баланс варағи бўйича бюджет - ОБВБ)дан иборат бўлади.

Режалаштирилаётган барча турдаги пул оқимлари махсус молиявий хужжат бўлмиш ОПМХБда мужассамланади. ОПМХБ тузишдан асосий мақсад – оила пул оқимларини алоҳида оила фаолияти турлари кесимида ҳамда жами режалаштирилган давр ичида тўлов қобилиятини керакли даражада таъминлашни (узилишларга йўл қўймасдан) вақт динамикасида башоратлаш (прогнозлаш). Ушбу бюджет бир қатор босқичларда оиланинг барча харажат турлари бўйича тузиладиган бюджетларини – масалан: 1) маҳсулот сотишдан келадиган пул тушумлари бюджети (ушбу бюджет ОДХБ тузишда ҳам зарур); 2) бошқа тушумлар бюджети; 3) оила хариди бюджети; 4) инновация фаолияти харажатлари бюджети; 5) умумишлаб чиқариш харажатлари бўйича тўловлар бюджети; 6) умумхўжалик харажатлар бўйича тўловлар бюджети; 7) барча турдаги солиқлар бўйича тўловлар бюджети; 8) инвестиция фаолияти бўйича тўловлар бюджети; 9) пул маблағлари ҳаракатининг йигма (жамланма) бюджети (қисқача – жамланма ОПМХБ) – уз ичига олган ҳолда тузилади.

Жамланма ОПМХБ оила молиявий ҳисоби таркиби бўйича деталлаштирилиб, унда пул маблағлари кирими ва чиқими ҳажмлари генерация қилинади. Пул маблағлари кирими ва чиқимининг режалаштирилган давр (ой, чорак) охирида кутиладиган сальдоси компания пул маблағларининг минимал даражадаги зарурий миқдори билан солиштирилади. Агарда кутиладиган сальдо пул маблағларининг минимал даражадаги зарурий миқдоридан кам бўлса, у ҳолда пул маблағлари камомоди (дефицити) банк ёки тижорат кредитлари ҳисобидан қопланади. Пул оқимларинининг оптимал нисбатига пул тушумларининг асосий манбаи бўлиб фақат операцион (жорий) фаолият бўлганда эришилади. Ушбу операцион фаолиятдан олинган пул маблағлари реал инвестициялар (капитал қўйилмалар) учун йўналтирилади. Молиявий фаолият оиланинг пул ресурсларини оширишига ҳамда жорий истеъмол, инновацион ва инвестицион фаолиятларни

молиялаштиришнинг қўшимча манбаларини яратиш учун қаратилади.

Мисол тариқасида жамланма ОПМХБ 6.1-жадвалда келтирилган шаклдаги моделда ифодаланиши мумкин.

6.1-жадвал

Оила бўйича ОПМХБ (тўғридан-тўғри усул) модели

Жамланма ОПМХБ тузилмаси ва таркиби (келажакдаги ой ёки чорак учун)	
Пул маблағлари кирими	Пул маблағлари чиқими
I. Чекланган бюджет доирасидаги оила фаолияти турлари бўйича	I. Чекланган бюджет доирасидаги оила фаолияти турлари бўйича
Жами тушумлар	Жами тўловлар
II. Бизнес-бюджет доирасидаги оила фаолияти турлари бўйича	II. Бизнес-бюджет доирасидаги оила фаолияти турлари бўйича
Жами тушумлар	Жами тўловлар
	Маълумот сифатида:
	Ой бошига пул маблағлари қолдиғи
	Жами тушумлар (кирим)
	Жами тўловлар (чиқим)
	Режалаштирилган ойнинг охирига пул маблағлари қолдиғи

Пул оқими турлари шаклланишининг синхронлигини баҳолаш мақсадида унинг ликвидлилик коэффиценти динамикаси қаралаётган (ўрганилаётган) даврнинг (одатда ҳар чорак бўйича) алоҳида интерваллари учун қуйидаги формуладан фойдаланиб ҳисоблаб топилади:

$$ЛК_n = ПМК/ПМЧ,$$

бунда: $ЛК_n$ – пул оқимининг қаралаётган даврнинг n интервалидаги ликвидлилик коэффиценти; $ПМК$ – пул маблағларининг қаралаётган даврнинг n интервалидаги кирими (тушуми); $ПМЧ$ – қаралаётган даврнинг n интервалидаги пул маблағлари чиқими.

Ушбу коэффицентнинг миқдори бирдан кам бўлмаслиги лозим. Ваҳоланки, унинг миқдори бирдан катта бўлишигина қаралаётган давр охирида пул маблағлари қолдиғи ўсишини генерация қилади, яъни оиланинг абсолют тўлов қобилияти даражасини ортишига кўмаклашади.

Мазкур коэффицент билан бир қаторда, пул оқими самарадорлиги коэффиценти $СК_n$ қўлланилади: $СК_n = СПО/ПМЧ$ (бунда: $СПО$ – қаралаётган даврдаги соф пул оқими, яъни $СПО = ПМК - ПМЧ$).

Нано молия инжиниринги (НМИ)га асосланган молиявий бошқарувда башорат (прогноз) қилинувчи давр охирига (чорак, бир йил) актив ва пассивларнинг режавий балансини, яъни баланс вараги бўйича бюджет (ОБВБ)ни, ишлаб чиқиш зарур.

Мазкур балансни тузиш оиланинг молиявий стратегияси ва тактикасини қайта қуриб чиқилишига сезиларли таъсир кўрсатади. Агарда дастлабки ҳисоб-китоблар оилада зарурий молиявий барқарорлик ва тулов қобилияти даражасига эришилмаганлигини кўрсатса, у ҳолда фойданинг турли мақсадларда тақсимланиши миқдорлари сезиларли равишда ўзгартирилади.

Актив ва пассивлар режавий (прогноз) баланси (ОБВБ)нинг қисқартирилган кўрсаткичлар номенклатураси бўйича шакли 5.8-расмда келтирилган модел асосида фақат оиланинг бизнес-бюджети турига ихтисослаштирилган тарзда қурилиши мумкин.

Оилавий бюджетлар консолидацияси, яъни оиланинг консолидацияланган бюджетининг иерархик тузилмаси (поғоналар бўйича) ва бюджетларни операцион ва молиявий бюджетларга бўлиниши 5.9-расмда келтирилганидек бўлиши мумкин.

Юқорида келтирилган бюджетлар тизими НМИнинг муҳим воситаларидан бўлиши оиланинг «Бюджетлаштириш тартиби ва регламенти» номли махсус методик қўлланмаси сифатида ифода топиши мумкин. Бунда оила қуйидаги йўсинларни амалга оширади:

1) операцион ва молиявий бюджетларнинг ўзаро боғланган кўрсаткичларини прогнозлаштириш;

2) даромад ва харажатларнинг танлаб олинган позициялари бўйича жамланган молиявий режа сифатида бюджетни тузиш;

3) ҳақиқий натижаларни режавий (прогноз қилинган ёки норматив) кўрсаткичлар билан солиштириш имконини берувчи ҳисоб юритиш усулларини қўллаш асосида таҳлилни амалга ошириш;

4) бюджетлаштириш йўли билан олинган (режалаштирилган) ва ҳақиқий параметрлар орасидаги ўзгариш (фарқ)ларни таҳлил қилиб бориш ва бартараф этиш;

5) барча бюджетларни бажариш натижаси сифатида ички оилавий бошқарув ҳисоботини тузиш;

6) турли бошқарув қарорларини яхлит бюджет бошқаруви ва назорати контурига бирлаштиришга йўналтирилган тезкор (оператив) ҳаракатларни амалга ошириш;

7) режаларни келиштириш ва тузатиш киритишнинг ташкилий йўсинларини ва шу каби бошқаларни амалга ошириш.

Шундай қилиб айтиш мумкинки, НМЙ доирасида жорий режалаштириш ва бюджетлаштиришнинг сифатан янги даражасига ўтиш асосидагина онла ўзининг молиявий барқарорлигини, тулов қобилияти ва ривожланиш дастурларини молиялаштиришни мустаҳкамлаш ва фаровонлигини ошириш учун ички имкониятларини ошира олади.

6.2. Банкларни тизимли молия инжиниринги асосида инновацион ривожлантириш йўллари ва маҳсулотлари⁴¹⁹

6.2.1. Тижорат банклари молия инжинирингида рискларни бошқариш

Ривожланган мамлакатлар банк амалиётида иқтисодий рискларни бошқариш 5.1-параграфда айtilганидек, Халқаро Базель қўмитасининг рискларни бошқариш стандартларига асосланади.

Умуман олганда, Базель тартибга солувчи формати банклардан капиталнинг талабга мувофиқлиги контекстида ўз рисклари ҳақида кўпроқ ахборот эълон қилишни талаб этади. Банклар капиталига қўйиладиган талабларни кучайтириш тавсия этилади.

Ҳар бир янги битим, банклар ўзида эҳтимол тутилган қарз олувчининг сифати, қарз бериш шартлари ва гаровлар баҳосидан келиб чиқиб бериладиган кредитлар ички рейтинг тизимларини яратилишини назарда тутди. Бундай риск рейтингларига мувофиқ ҳар бир риск учун тегишли захиралар ҳисобланади: энг катта рейтингли қарзлар капитални резервлаштиришнинг энг паст ставкаларини талаб қилади ва аксинча. Бундай тизим тартибга солишнинг энг оқилона тузилмасини белгилаш ва банкларнинг янада сифатлироқ қарзлар беришга ва янги инструментларни муомалага чиқаришда интилишини рағбатлантириш орқали банкларни кучайтирилиши назарда тутилади. Рисклар назарияси атамалари билан айтганда, банк капиталининг талабга мувофиқлигига баҳо бериш тизими рисклардан ҳимояни таъминлаш ва риск-менежмент имкониятларидан оқилона фойдаланиш имконини бериши лозим.

⁴¹⁹ Муаллиф тоғси асосида Ш. Давронов материаллари ордамида ва иштирокида ёзилган.

Базель-II форматининг умумий мақсадлари банкларни лозим даражада капиталлаштиришни таъминлаш ва банк риск-менеджментини умуман банк тизимининг барқарорлигини кучайтирадиган йўсинда такомиллаштиришни рағбатлантиришдан иборат.

Биринчидан, Базель-II формати rischiлик даражаси юқори баҳоланган қарз олувчилар учун капитални резервлаштиришнинг юқориқ даражаларини белгилаб, кредит зарарларининг асосий rischiга усулнинг таъсирчанлигини кучайтиради. Банклар «ички рейтинг тизимлари» («internal ratings-based» («IRB»))дан фойдаланишлари мумкин бўлиб, бунда банк ҳар бир қарз олувчининг кредит rischiга берган ўз баҳосига таянади.

Иккинчидан, янги формат тизимлар, жараён ва инсон омилдаги носозликлар билан боғлиқ бўлган зарарлар rischi экспозицияси учун капитални захиралаштиришнинг муайян ставкаларини белгилайди. Бунда банклар операцион rischi янги ўлчашга нисбатан ёндашувнинг уч опциясидан ўзлари ва назорат этувчилар ўртасидаги келишувга биноан банк имкониятлари ва эҳтиёжларига, шунингдек мазкур риск соҳасининг хоссаларига мувофиқ деб эътироф этилган биттасини танлашлари мумкин. Базель Қўмитаси назоратчилари банкларни ўзларининг rischi ва rischi янги бошқариш жараёнларига баҳо бериш усуллари хусусида мулоқотга жалб қилиб, ташкилотларга назоратнинг оқилона тузилмасини ташкил этиш ва назорат жараёнларини яхшилашга ёрдам берадилар деб ҳисоблайди.

2004 йилнинг июн ойида банк назорати бўйича Базель Қўмитаси халқаро миқёсда фаол банклар учун ҳозирда Базель-II деган ном билан кенг машҳур бўлган янги норматив ҳужжатни тасдиқлади. Ўзбекистон ҳам бу ҳужжатни ўз банк тизимига жорий этишга мойил эканлигини билдирди.

Базель-II битимининг бош мақсади айрим мамлакатлар молия тизимлари ва умуман халқаро молия тизимининг барқарорлигини банк ишида rischi янги бошқариш сифатини ошириш орқали мустаҳкамлашдан иборат. Унинг асосий янгиликлари қуйидагилардир:

- регулятив капитални ҳисоблашнинг банклар ҳолатининг rischiлик даражасини янада аниқроқ акс эттирувчи тизимни rischi ва банклар ёки мустақил агентликлар томонидан малакали баҳо бериш орқали яратиш;

- рискни камайтириш воситаларини назорат остида аниқроқ қўллаш;

- операцион рискни ҳисобга олиб капиталга қўйиладиган янги талаблар;

- назорат органларининг иштини такомиллаштириш;

- банк, унинг маҳсулотлари, хизматлари, воситалари, рисклари, рискка қарши тадбирлари ва усуллари ҳақида ахборотни таркиб ва мазмун жиҳатидан кенгроқ, лекин ақлга мувофиқ тарзда ёритиш.

Базель-II ҳужжатида ўзаро боғланган уч таркибий қисм мазмунан тавсифланган бўлиб, улар 4-иловада келтирилган.

Энди республикамиз тижорат банклари риск даражасини ҳисоблаш учун фойдаланадиган риск даражаси кўрсаткичларни кўриб ўтамыз. Ўзбекистон Марказий банки томонидан ишлаб чиқилган «Тижорат банклари капиталининг етарлилигига қўйиладиган талаблар тўғрисида»⁴²⁰ 420-сонли Низом талабларига кўра банк активлари риск даражасига кўра иккига:

- баланс активлари рисклилиқ даражаси;

- балансдан ташқари активлари рисклик даражасига бўлинган.

Баланс активлари рисклик даражасига кўра 0, 20, 50, 100 фоизли тўрт гуруҳга бўлинган. Масалан, нақд пул 0 фоизли, кредитлар эса 100 фоизли риск даражасига киритилган.

Рисксиз активларга (рисклилиқ даражаси - 0 %):

- Банклардаги, йўлдаги нақд пуллар ва Марказий банкдаги қимматбаҳо металллар;

- Марказий банкнинг мажбурий захира ва вакиллик ҳисобрақамларидаги маблағлар;

- Ҳукумат (давлат)нинг қимматли қоғозлари;

- Иқтисодий ҳамкорлик ва тараққиёт ташкилотига (ИХТТ) кирувчи мамлакатлар ҳукумати ва марказий банки қимматли қоғозлари.

Минимал риск даражасига эга активлар (рисклиги – 20 %):

- ИХТТ давлатларининг депозитар институтларига нисбатан талаблар, қарз маблағлари, шу институтларнинг кредитлари асосида таъминланган бошқа активлар. Аммо ушбу институтларнинг капитали бўлган қимматли қоғозлар 100% рискли активлар қаторига киритилган;

⁴²⁰ Тижорат банклари капиталининг етарлилигига қўйиладиган талаблар тўғрисидаги 420-сон Низом.

- Жаҳон банки, Халқаро Валюта Фонди, Европа тикланиш ва тараққиёт банки, Осиё тараққиёт банки сингари халқаро ташкилотларига нисбатан банк талаблари, ушбу ташкилотлар кафолатланган банк активлари ва улар томонидан чиқарилган қимматли қоғозлар;

- ўтказилаётган пуллар ва бошқалар.

Ўрта риск даражага эга активлар (риск даражаси 50 %) - жисмоний шахсларга берилган таъминланган ипотека кредитлар. Бунда гаров 60 фоиздан юқори бўлмаслиги керак.

Юқори риск даражага эга активлар (риск даражаси 100 %):

- банк томонидан берилган барча кредитлар: лизинг, истъомол ва ипотека кредитлари;

- банк асосий воситалари, бино ва иншоотлари, жиҳозлари ва қучмас мулки ҳамда бошқа барча активлар.

Балансдан ташқари воситалар рискли активлар рисклик даражаси аниқланганда барча балансдан ташқари воситалар ҳисобга олинади, ички бозордаги валюта битимларидан ташқари.

Балансдан ташқари воситаларнинг рисклик гуруҳи қуйидагича аниқланади: балансдан ташқари модданинг туланмаган қолдиғи кредитни ҳисоблаш омилига қўлайтирилади. Олинган натижа балансдан ташқари модданинг баланс эквиваленти бўлиб, унга баланс ҳисобрақамлари қондаларига мувофиқ тегишли рисклилик даражаси белгиланиши кўрсатиб ўтилган.

Қиёсий мисол тариқасида Россия Марказий банки томонидан ишлаб чиқилган тижорат банкларнинг операцияларини риск даражаси таснифига кўра риск даражаси қуйидагилардан иборат⁴²¹:

0 дан 2 фоизгача риск даражасига эга бўлган активлар:

-касса ва унга тенглаштирилган маблағлар;

-марказий банк ҳисобварағидаги мажбурий захиралар;

-давлатнинг қисқа муддатли облигациялари. Ушбу гуруҳ риск даражасини 0-2 % атрофида баҳоланган, чунки ўз ҳисобрақамидаги пуллар рискдан ҳоли бўлса, қолганлари рискка тортилган бўлади.

10% гача риск даражасига эга бўлган активлар – давлат томонидан кафолатланган мажбуриятлар, ссудалар ва қимматбаҳо металл гарови.

20% риск даражасига эга бўлган активлар:

⁴²¹ Россия Банкининг 16 январь 2004 йилдаги № 110-сонли Инструкцияси «Об обязательных нормативных банком».

- маҳаллий давлат органлари томонидан чиқарилган қимматли қоғозлар;

- ривожланган мамлакатлар гуруҳига кирувчи чет эл марказий банклар вакиллик ҳисобрақамлардаги маблағлар.

50% риск даражасига эга бўлган активлар – мамлакат миқёсидаги банклар ва ривожланган мамлакатлар гуруҳига кирмайдиган мамлакатлар банклар вакиллик ҳисобрақамлардаги маблағлар.

100% риск даражасига эга бўлган активлар – 1 ва 4 гуруҳга кирмайдиган қолган активлар.

Ўзбекистон банк амалиёти ва Россия банк амалиётида риск даражасини ҳисоблашда фарқли жиҳатлар мавжудлигини кўришимиз мумкин. Россия банк амалиётида, фақат ўз ҳисобрақамлардаги пуллар риск даражаси 0% деб белгиланган, Марказий банк, давлат қисқа муддатли облигациялари ва кафолатлар, қимматбаҳо металллар гарови рискка тортилган активлар қаторига киритилган.

Ривожланган айрим мамлакатлар риск даражаси бўйича банк активлари таснифланишини кўриб утамиз (6.2-жадвал).

6.2-жадвал

Риск даражаси бўйича банк активларининг таснифланиши

Активлар гуруҳи	Активлар турлари	Риск даражаси, %
1.	Марказий банк ҳисобварағидаги мажбурий заҳиралар ва вакиллик ҳисобрақамидаги маблағлар	0
	Касса ва унга тенглаштирилган маблағлар	2
2.	Давлат кафолатига эга бўлган ссудалар	10
3.	Норезидентларнинг вакиллик ҳисобрақамидаги маблағлар	20
4.	Резидент банкларнинг маблағлари	70
	Резидентларнинг вакиллик ҳисобрақамидаги маблағлари, сумда	70
	Асосий воситалар (хусусий бинолар) ва гаровга қўйилган қурилаётган бинолардан ташқари	70
	Сотишга чиқарилган қимматли қоғозлар	70
5.	Қолган активлар (бунга ҳар қандай кредитларни киритиш мумкин)	100

6.2-жадвал маълумотлардан кўриниб турибдики, Марказий банкдаги мажбурий заҳиралар ва вакиллик ҳисобрақамидаги

маблаглардан бошқа маблаглар рискка тортилган активлар таркибига киритилган. Давлат кафолати ҳам ташқи мамлакатлар таъсири ёки инқироз холағларида 100 фоиз кафолатга эга бўлмаслиги мумкин.

Халқаро Базел кумитаси банк активларини риск даражаси бўйича талабларини кўриб чиқамиз.

Маълумки, Базель I тизимида биноан риск даражасини ўлчаш стандарт коэффициентлари активларнинг кенг тоифаларига, чунончи: давлат (суверен), банк ва корпоратив активларга берилади. Масалан, корпоратив рискни қоплаш учун қарз олувчининг кредит сифатидан қатъий назар капиталга 8% (яъни рискни ўлчаш коэффициентининг 100%) миқдорида ажратмалар қилиш назарда тутилади. Бу дегани ҳар бир 100 сўмлик ажратган кредитга, банк 8 сўмлик активга эга бўлиши лозим.

Ички рейтинглар асосидаги ёндашувлар (Internal Rating Based – IRB) Базель II тизимида ҳақиқий янгилик ҳисобланади. Улар расмий даражада илк бор банкларга ўз активларининг рисклилиги даражасига баҳо беришнинг ўз тарихи ва усулларига асосланган усулларида Базель II белгилаган айрим элементлар, қоидалар, чеклашлар ва формулалар доирасида, шунингдек назорат органининг назорати остида фойдаланиш имконини беради.

Бу ерда уч жиҳатни ҳисобга олиш муҳим. Биринчидан: банк ўзининг ва ўз контрагентларининг кризис ёки банкрот имкониятларига мустақил баҳо беришни амалга оширишга қодир бўлиши лозим. Иккинчидан: банк рискларга интеграл баҳо бера олиши керак. Учинчидан: ички баҳолаш банк қандай маълумотлардан фойдаланишига боғлиқ бўлади, яъни банк ўз рискларини ишончли маълумотларга мувофиқ ўлчашга қодир бўлиши лозим.

Базель-II ҳужжатда кредит рейтинглари тизими банк рискларини интегрatív бошқариш умумий тизимининг таркибий қисми сифатида қаралиши ва тартибга солиш-назорат мақсадларидагина қўлланилмаслиги кераклиги кўрсатилади. Кредит рейтинглари тизимида рейтингнинг камида етти даражаси бўйича рейтинглар беришнинг аниқ мезонлари назарда тутилиши лозим.

Ҳисоблашнинг умумий алгоритми қуйидагича:

1-босқич. Банк ўз портфелидаги мажбуриятларни беш туркумга ажратади:

- корпоратив мажбуриятлар (тегишли кичик туркумлари билан);

- суверен (давлат) мажбуриятлар;
- банк мажбуриятлари;
- чакана мажбуриятлар (тегишли кичик туркумлари билан);
- қимматли қўғозларга қўйилмалар.

2-босқич. Банк мажбуриятларнинг ҳар бир туркумига ёки ҳар бир мажбуриятга ўз баҳоларини қўяди (PD, LGD, M, EAD ва ҳ.к.).

3-босқич. Банк дастлабки икки босқич натижаларига мувофиқ ва Базель II да белгиланган формулалар ёрдамида ўзининг рисклилиқ даражаси ўлчанган активларини ҳисоблайди ва уларнинг йиғиндисини аниқлайди. Капиталга қўйиладиган талабларни ҳисоблашда IRB ёндашувларида фақат қўйилмаган зарарлар (Unexpected Loss – UL)га берилган баҳолар ҳисобга олинади. Қўйиладиган зарарлар (Expected Loss – EL) кредитлар бўйича қўйиладиган зарарларни қоплашга мўлжалланган заҳираларга киритилади. Бунда EL LGDга қўйиладиган PDнинг йиллик миқдори сифатида ҳисобланади. Заҳиралар ҳисобланган қўйиладиган зарардан камроқ бўлса, заҳираларнинг бу тақчиллиги тартибга солувчи капиталдан тенг қисмларга бўлиб ҳамда биринчи ва иккинчи даража капиталларидан чегириб қолинади. Зарарларни қоплашга мўлжалланган заҳираларнинг ортиқча қисми иккинчи даража капиталга, лекин юқори лимит билан қўшиб қўйилади.

4-босқич. Банк назорат органига ўз ҳисоб-китобларини тақдим этади.

5-босқич. Банк назорат органи маъқуллаган даражаларда тартибга солувчи капитал ҳисобварақларига тегишли миқдорда маблағларни ўтказишни амалга оширади.

6-босқич. Банк 3-кичик тизимга мувофиқ ўз усуллари, активлари, рисклари ва капитали ҳақида маълумотларни эълон қилади.

Молия бозоридаги доимий ўзгаришлар, янги структурлашган инновацион инструментларнинг пайдо бўлиши, секьюритизацион жараёнларнинг жадаллашуви ҳисобига охирги ўн йиллик ичида Базел қўмитаси томонидан банкларнинг ахборот шаффофлигига қаратилган қўпгина қўшимча ва ўзгаришлар киритилишига сабаб бўлди.

Қўпгина ривожланган ва ривожланаётган мамлакатлар банк тизимида кредит рискларини хеджирлаш билан бирга қўшимча пул маблағларини жалб қилиш мақсадида секьюритизациядан кенг фойдаланишади. Секьюритизациянинг икки тури мавжуд бўлиб,

улар анъанавий ва синтетик секьюритизация методларига бўлинади. Ушбу иккала секьюритизация амалиётининг бир биридан фарқи - активларнинг сотилган ҳолда ёки сотмасдан амалиёт ўтказиш билан изоҳланади.

Синтетик секьюритизация, оддий секьюритизация ва кредит деривативлари хусусиятларини ўзида мужассам этувчи тузилмага айтилади. Бунда кредит деривативлари сифатида ҳосилавий молия инструментлари шаклланиб, кредит шартномалари бўйича кредит risksдан ҳимоя қилувчи восита вазифасини бажаради. Келишув битими доирасида (деривативларнинг сотувчиси) бир томон белгиланган коммиссион ҳақ эвазига қарз олувчиларнинг тулов қобилиятига эга бўлмаган тақдирда унинг ўрнига кредитнинг базавий туловларини амалга ошириш мажбуриятларини, иккинчи томон (дериватив сотиб олувчиси) эса белгиланган коммиссион (riskни олганлиги эвазига компенсация) ҳақини тулаш мажбуриятини олади.

Базел қўмитаси синтетик секьюритизацияга кредит riskларини пасайтириш воситаси сифатида қараб, бунда банклар ўз кредит riskларини пасайтиришлари учун кредит деривативлардан фойдаланган ҳолда, кредит активлар (pool-йиғим)ининг кредит riskларини учинчи шахсларга, шу жумладан суғурта компаниялари ва бошқа банкларга ўтказиш назарда тутилган. Демак, синтетик секьюритизация анъанавий секьюритизациядан фарқи, балансдан активларни бошқа шахсларга ўтказиш эмас балки иқтисодий riskларни ўтказиш билан фарқланади.

Базель I га биноан молия институтлари, айниқса банклар кредит riskларини хеджирлаш масаласида синтетик секьюритизацияси амалиётидан кенг фойдаланиб, регулятив капитал талабларини бажариб келишган.

Базель II га биноан ҳар бир банк ўз riskларини коплаш мақсадида ажратиладиган капиталини аниқлаш учун ўз ички рейтингларидан фойдаланишга рухсат берилган. Шунинг учун синтетик секьюритизациядан фойдаланишда ҳамда капитал етарлилигига қўйилган талабларни бажариш мақсадида банклар секьюритизация амалиётидан фойдаланишда ўз riskларини мустақил баҳолаган ҳолда тадбиқ этилади.

Тижорат банклар томонидан Базель II талабларига биноан қўшимча пул ресурсларини жалб қилиш ва кредит riskларини

пасайтириш воситаси сифатида секьюритизация амалиётидан кенг фойдаланишлари мақсадга мувофиқдир.

Демак, банклар томонидан кредит рикларини бошқариш ва уларни пасайтиришда, синтетик ва анъанавий секьюритизациядан фойдалинишлари муҳим ўрин тутadi. Ушбу жараён молия бозорига янги инновацион маҳсулотларининг тадбиқ этилиши билан бирга бозорининг бошқа иштирокчиларининг, жумладан: суғурта компаниялар, фондлар ва бошқа субъектларнинг фаол қатнашишлари рағбатлантиради.

Базель II талабига биноан банклар томонидан инновацион маҳсулотлари учун банкнинг «гудвилл» қийматидан ташқари банк биринчи даражали капиталнинг 15% миқдоридаги лимит доирасида бўлиши белгиланган. Инновацион инструментлар суммаси учун мумкин бўлган лимитни аниқлаш мақсадида банклар биринчи даражали капитални (инновацион маҳсулотлар қийматини чегирган ҳолда) 17,65% миқдорида белгилашлари зарур. Бундан келиб чиқиб, банклар биринчи даражали капитал таркибига инновацион маҳсулотларнинг 15% миқдорини қўшишлари мумкин.

Юқоридаги фикрни изоҳлаш учун қуйидаги мисол келтиришимиз мумкин, бир банк 75 евро оддий акцияга, 15 евро нокумулятив имтиёзли акцияга, 5 евро марказлашган шўъба банкида миноритар акциядор сифатида қатнашиши ва 10 евро «гудвилл»га эга. Демак, банкнинг биринчи даражали ноинновацион капиталининг умумий суммаси 75 евро + 15 евро + 5 евро – 10 евро = 85 евроли ташкил этар экан. Бундан келиб чиқиб, банк биринчи даражали капитал таркибига қўшиши мумкин бўлган инновацион маҳсулотлари суммаси 85 евро $\times$ 17,65% = 15 евроли ташкил этади. Агар банк ушбу лимит доирасида инновацион маҳсулотларни муомалага киритган тақдирда унинг биринчи даражали капиталининг таркиби 85 евро + 15 евро = 100 евроли ташкил этади.

Хулоса қилиб айтганда:

– тараққий этган мамлакатлар банк амалиётида иқтисодий рискларни бошқариш Халқаро Базель қўмитасининг рискларни бошқариш стандартларига асосланади. Шу сабабли, ушбу стандартларни амалиётга татбиқ жараёнини такомиллаштиришда молия инжинирингидан фойдаланиш муҳим амалий аҳамият касб этади;

– Базель стандартида банклардан капиталнинг талабга мувофиқлиги контекстида ўз рисклари ҳақида кўпроқ ахборот эълон қилиш талаб этилади;

– Базель II стандартида капиталга қўйиладиган талабларни банкнинг ўзи ишлаб чиқадиган кредит ва операцион рисклар баҳосига янада аниқроқ мослаштириб, банкларни бу баҳоларни муфассаллаштиришга ва айни вақтда рисклар устидан назорат ички жараёнларини такомиллаштириш талаб этилади рағбатлантиради.

– Базель II талабларини миллий банк тизимлари шароитига мослаштиришда муаммолар юзага келмоқда. Ана шундай муаммолардан бири айрим давлатларнинг банк назорати органлари томонидан резервга ажратиладиган капитал хажмларининг камайиши натижасида мамлакат банк тизимининг рисклари ҳажмини ошириши мумкинлигидан хавотирга тушаётганлиги ҳисобланади.

6.2.2. Тизимли молия инжиниринги ва хориж тажрибаси асосида банкларни инновацион ривожлантириш йўллари ва чоралари

Китобимизнинг олдинги бобларида амалга оширилган тадқиқот натижаларига, Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2008 йил 15 июндаги «Инновацион лойиҳалар ва технологияларни ишлаб чиқаришга тадбиқ этишни рағбатлантириш борасидаги қўшимча чора-тадбирлар тўғрисида» №ПҚ-916-сонли Қарори ва 2010 йил 26 ноябрдаги «2010-2015 йилларда республика молия-банк тизимини янада ислоҳ қилиш ва барқарорлигини ошириш ҳамда юқори халқаро рейтинг курсаткичларига эришишнинг устувор йўналишлари тўғрисида» №ПҚ-1438-сонли Қарори талабларига ҳамда тизимли молия инжиниринги (ТМИ) концепциясига, 6.2.1-параграфда берилган таклифларга асосланган ҳолда, молия инжинирингининг илғор хориж тажрибасини республикамиз тижорат банклари фаолиятида қўллаш асосида инновацион молиявий маҳсулотларни ишлаб чиқаришга тадбиқ этиш бўйича қуйидаги йўналишларда *тавсия ва таклифлар ҳамда чоралар* мақсадга мувофиқ.

Авваламбор, қуйидаги устувор йўналишлар белгиланди:

Биринчи йўналиш – илмий-методологик базисни қабул қилиш. Миллий молия-кредит тизими (МКТ)ни инновацион ривожлантиришнинг илмий-методологик базиси сифатида тизимли молия инжиниринги (ТМИ) концепциясини қабул қилиш мумкин. Чунки ТМИ замонавий молия-кредит тизими (МКТ)ни ва унинг

жаҳондаги мавжуд концептуал йўналишларини тўлиқ камраб олувчи концептуал йўналиш бўлиб, ўзининг ғояси ва иқтисодий мазмун-моҳиятига кўра Ўзбекистон шароитида тараққиётнинг «Ўзбек модели»га мос давлатнинг ижтимоий-иқтисодий сиёсатида мос бўлган мамлакат МКТни инновацион ривожлантиришнинг бир бутун назарий-методологик базиси сифатида қабул қилиниши мумкинлиги мазкур ишнинг I-IV бобларида ўтказилган тадқиқот натижалари негизида асосланган. Бунда қуйидаги гипотеза ўринли: «Ўзбекистон Республикаси Президенти И.А. Каримов томонидан яратилган ва замонавий иқтисодиёт илм-фани учун инновацион ҳисобланган тараққиётнинг «Ўзбек модели» асосида давлатимизнинг босқичма-босқич изчил олиб бораётган самарали макроиқтисодий ва монетар сиёсатлари доирасида МКТни тизимли ривожланиши каталлизатори сифатида ушбу модел ва сиёсатларга мос равишда яратилган ва самарали амалга оширилган банк молия инжиниринги амалиётининг инновацион бир қатор маҳсулотлари бўлганлиги сабабли, мамлакатда инновацион молия-кредит бозор муносабатларининг шаклланиб ривожланиши ва барқарор иқтисодий ўсишга эришилган». Ушбу гипотезага асос қилиб қуйидаги фикрни айтиш мумкин: Ўзбекистон Республикаси Президенти И.А. Каримов томонидан яратилган тараққиётнинг «Ўзбек модели» шаклан ва мазмунан инновацион бўлиб, давлатнинг макроиқтисодий сиёсати ва унинг доирасида миллий МКТни ислоҳ қилиш ва инновацион ривожлантиришнинг фундаментал базиси ҳисобланади. Ушбу базис асосида ва унга мос макроиқтисодий сиёсат доирасида МКТнинг инновацион ривожланиши учун давлат томонидан яратилиб амалиётга босқичма-босқич изчил жорий қилинган барча янги молиявий усуллар, тамойиллар, дастаклар ва маҳсулотлар ҳам инновацион характерга эга бўлганлиги сабабли Ўзбекистонда ТМИнинг бош йўналиши бўлган давлат молия инжиниринги амалиёти ривожланишининг «Ўзбек модели» яратилган даврдан бошлаб унга мос равишда шаклланган деб таъкидлашга асос бўла олиши мумкин. Бундай хулоса давлатнинг прогрессив макроиқтисодий сиёсати ва унга мос миллий молия инжиниринги амалиётининг МКТ ривожланишининг каталлизатори эканлигини ва ўзаро узвий боғлиқлиги (уйғунлиги)ни билдиради. Бунда давлатнинг макроиқтисодий сиёсати дастак ва дастурлари доирасида яратилиб амалиётга босқичма-босқич изчил жорий қилинган инновацион

молиявий маҳсулотлар иқтисодиёт ва МКТ ривожланиши индикаторлари барқарор ўсиши тенденциялари динамикаси таркибида намоён бўлган. Демак, давлатнинг замонавий макроиқтисодий ва монетар сиёсатлари талабларига мос равишда молия-банк тизимини халқаро андозаларга мос равишда ислоҳ қилиш, барқарорлиги ва рақобатбардошлигини ТМИ молиявий инновациялари ёрдамида ошириш мақсадга мувофиқ. Бу эса, ўз навбатида, инновацион иқтисодиётга утишни таъминлайди.

Иккинчи йўналиш – ТМИ концепциясига асосланган ҳолда молия-банк молия инжиниринги бўйича илгор халқаро амалиётни Ўзбекистон учун мос бўлган шарт-шароитларда қўллаш. Бундан мақсад – давлатнинг замонавий макроиқтисодий ва монетар сиёсатлари талабларига мос равишда молия-банк тизимини халқаро андозаларга мос равишда ислоҳ қилиш, барқарорлиги ва рақобатбардошлигини ТМИ концепцияси асосида халқаро молиявий инновациялар ёрдамида ошириш бўйича назарий тавсия ва амалий таклифлар ишлаб чиқиш.

Учинчи йўналиш – замонавий макроиқтисодий ва монетар сиёсатлар доирасида миллий банк тизимини банк молия инжиниринги асосида инновацион ривожлантиришнинг урта муддатга мўлжалланган Давлат дастурини ишлаб чиқиш ва уни амалга ошириш. Бундан мақсад – давлатнинг замонавий макроиқтисодий ва монетар сиёсатлари талабларига мос равишда банк тизимини инновацион ривожлантириш асосида барқарорлиги ва жаҳон банк хизматлари бозорида рақобатбардошлигини таъминлаш бўйича конкрет чора-тадбирлар ишлаб чиқиш.

Мазкур йўналишлар доирасида қуйидаги **тавсия ва таклифлар** ўринли:

1. Тижорат банклари томонидан зарар кўриб ишлаётган ва иқтисодий ночор корхоналарни соғломлаштириш жараёнига жалб қилинишида ҳукумат томонидан олиб борилаётган оқилона сиёсат ва берилаётган имтиёзлар муҳим ўрин тутмоқда. Жумладан, тижорат банклари қайта тиклаган банкрот-корхоналарни реализациясида, уларни қабул қилиб олинishiда ва уларнинг мулкларини корхоналарга ўтказилишида қўшимча қиймат солиғини тўлашдан озод этилган. Шу билан бирга, тижорат банклари томонидан, жумладан бошқа инвесторлар билан бирга янгитдан ташкил этилган корхоналар салоҳиятли инвесторларга сотилгунига қадар барча солиқ тўловларидан озод этиладилар ва озод этилган

суммани корхонада ишлаб чиқаришни ташкил этиш, модернизация қилиш ҳамда техник технологик қайта жиҳозлашга қаратиш кўзда тутилган. Бундан ташқари, тижорат банклари томонидан ташкил этилган корхоналарда номоддий активлар ва асосий воситалар бўйича амортизацион ажратмалар қабул қилинган нормалардан паст фоизларда ҳисобланмоқда.

Янги ташкил этилган йирик корхоналар томонидан ишлаб чиқарилаётган маҳсулотларнинг хом ашёси ва асбоб-ускуналари учун эҳтиёт қисмлари асосан чет эл мамлакатларидан импорт қилинмоқда (масалан: «Azia Pipeplast» МЧЖ, «Angren Kaolin» МЧЖ, «Toshkent Qog'ozlari» МЧЖ, «Namangan Qog'ozlari» МЧЖ, «Poysteks» МЧЖ ва бошқалар), бу эса ўз навбатида корхоналарни чет эл валютасига эҳтиёжи билан кузатиш мумкин. Бундан келиб чиқиб, ташкил этилган янги корхоналарни валюта маблағлари билан таъминлаш мақсадида улар томонидан ишлаб чиқарилаётган маҳсулотлар экспортини ташкил этиш мақсадга мувофиқдир. Бунда Ўзбекистон Республикаси тижорат банклари томонидан ташкил этилган бошқарув компаниялари ўзларининг хорижий мамлакатларда ваколатхоналари ёки дистрибьюторлик марказларини ташкил этган ҳолда 4.3.1-параграфнинг 4.1-расмда келтирилган схемага мувофиқ экспортни рағбатлантиришлари ва валюта тушумини оширишларини тавсия этамиз.

2. Республикамизда 1997 йилдан буён векселлар муомаласи вақтинча тўхтатилган бўлиб, бунга бошқа сабаблар билан бир қаторда муомалага таъминланмаган векселларнинг чиқиши мамлакат товар массаси билан пул массаси ўртасида йирик миқдордаги тафовутни юзага келтирганлигини қайд этиш мумкин.

Тижорат банклари томонидан илгариги банкрот-корхоналар мол-мулки негизида ташкил этилган янги корхоналарни модернизация қилиш уларни доимий техник технологик қайта куроллантириш мақсадида улар томонидан жорий ишлаб чиқилган маҳсулотларни реализациясини жадаллаштириш муҳим аҳамият касб этади. Мисол учун фақатгина «Xorazm Gilamlari» МЧЖ, «Asaka Mak» МЧЖ ва «Nam Tex» МЧЖларида 90 кундан ортиқ муддатда омборда сақланаётган тайёр товар маҳсулотлар 1,7 млрд. сўмни ташкил этади.

Республикамизда иқтисодий ночор ва банкрот корхоналар негизида янгитдан ташкил этилган жамиятлар ишлаб чиқарган маҳсулотлар реализациясини рағбатлантириш мақсадида истисно

тариқасида фақатгина тижорат банкларига тегишли корхоналар томонидан таъсисчи банкларининг кафолати ва уларнинг ижобий хулосалари асосида маҳсулот сотиб олувчиларга тижорат кредитлари ажратилиши амалиётини такомиллаштириш лозим. Бунда, ушбу амалиёт риск даражасини пасайтириш мақсадида, маҳсулот сотиб олувчилар сотиб олинган маҳсулот қийматига тенг мулкни банк гаровига қўйган ҳолда, ҳамда кредит сўндириш муддати етиб келганда кредит ва унга тегишли фоизлар тулангандан сўнг қайтариш амалиётини тадбиқ этиш зарур.

3. Республикамиз банклари брутто кредитларининг ҳажмида лизинг кредитлари жуда кичик салмоқни эгаллайди. Бу эса, уларнинг лизинг операцияларининг ривожланиш даражасини паст эканлигидан далолат беради. Бунинг устига, республикамиз банклари амалиётида қайтариладиган лизинг деярли қўлланилмасдан келмоқда. Ўзбекистон Республикаси тижорат банклари фаолиятида қайтариладиган лизингдан фойдаланиш ҳажмини ошириш йўли билан лизинг кредитларининг брутто кредитлар ҳажмидаги салмоқини ошириш лозим.

Қайтариладиган лизингнинг афзаллиги шундаки, корхоналар ўзининг балансидаги асосий воситасини банкга сотиб, кейин унинг ўзини лизингга олиш йўли билан ўзларининг айланма маблағларга бўлган эҳтиёжини қондириш имконини берадиган пул маблағларига эга бўладилар. Бу ерда банк учун ҳам катта риск йўқ. Чунки, корхона лизинг муддати тугаши билан асосий воситани қолдиқ қийматда сотиб олади. Бунинг устига, республикамиз банкларидан кредит олиш анча мураккаб жараён ҳисобланади. Бунинг сабаби шундаки, банкларнинг ресурс салоҳияти кредитларга бўлган талабни тула қондириш имконини бермайди. Бунинг устига, айрим банкларнинг филиалларида ликвидлилик муаммоси мавжуд. Шу жиҳатдан олганда, қайтариладиган лизинг хўжалик юритувчи субъектларнинг қисқа муддатли банк кредитларига бўлган эҳтиёжларини қондиришда муҳим ўрин тутади.

4. Жаҳон амалиётидан маълумки, тижорат банклари барқарорлигини таъминлашнинг асосий омилларидан бири уларнинг капиталлашув даражасини оширишдир. Шунда уларнинг иқтисодиётини таркибий қайта қуриш ва модернизация қилишга қаратилган инвестиция жараёнларидаги иштирокини фаоллаштириш учун имконият кенгайди.

Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2009 йил 28 июлдаги «Тижорат банкларининг инвестиция лойиҳаларини молиялаштиришга йўналтириладиган узоқ муддатли кредитлари улушини купайтиришни рағбатлантириш борасидаги қўшимча чоратадбирлар тўғрисида»ги ПҚ-1166-сонли Қарорларига асосан тижорат банклари томонидан умумий қиймати 201,7 млрд. сўм миқдоридаги ва амал қилиш муддатлари 4 йилдан 10 йилгача бўлган корпоратив субординар облигациялари давлат рўйхатидан ўтказилди.

Корпоратив облигациялар бошқа турдаги банк қимматли қоғозларидан фарqli равишда унинг эгалари томонидан сўндириш муддатигача бўлган даврда эмитентга сўндиришга тақдим эта олиш ҳуқуқларининг чекланганлиги банкларнинг облигациялар муомала даврига мос барқарор ресурс базасини ташкил этади.

Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2010 йил 6 апрелдаги «Банк тизимининг молиявий барқарорлигини янада ошириш ва инвестициявий фаоллигини кучайтириш чоратадбирларлари тўғрисида»ги ПҚ-1317 сонли Қарори талабига биноан тижорат банклари ҳар йиллик камида 20 фоиз капиталлашуви даражалари ўсишини таъминлашлари зарурлиги хусусида қайд этилган.

Тижорат банкларнинг капиталининг етарлигига қўйилган норматив талабларга кўра, тижорат банкларининг субординар қарзлари, банкининг II даражали капитал таркибига кириб, мос миқдорда унинг умумий регулятив капиталини оширади. Қарзнинг сўндириш муддати етиб келгунга қадар, охириги 5 йил давомида йиллик 20 фоизга сўндириб борилиши шарт⁴²². Субординар қарз ўз моҳиятига кўра банк мажбуриятини акс этириб, таъминотсиз шаклга эга эканлиги банкларнинг хавфсиз ресурси ҳисобланади.

Бугунги кунда регулятив капитал умумий ҳажмини ошириш мақсадида, Ўзбекистон Республикаси Ташқи Иқтисодий фаолият миллий банки томонидан жами 65,0 млрд. сўм миқдоридаги субординар облигациялари чиқарилган.

Фикримизча, республика тижорат банклари ўз субординар қарз мажбуриятлари муомалага чиқаришларини рағбатлантириш асосида уларнинг капиталлашув даражаларини ошишини таъминлаб туриш мумкин. Шу билан бирга, чиқарилган субординар

⁴²² Ўзбекистон Республикаси Адлия Вазирлигида 2000 йил 26 апрелда рўйхатидан ўтган "Тижорат банклари капиталининг етарлигига қўйиладиган талаблар тўғрисида"ги Низом

облигациялар муомаласини нафақат Ўзбекистон молия бозорида, балки ташқи ресурсларни жалб қилиш мақсадида республикамізда нуфузли рейтинг курсаткичларига эга бўлган банкларнинг хориж фонд бозорларида реализация қилинадиган субординар облигацияларни чиқаришларини рағбатлантириш зарур. Ушбу облигацияларни чет эл инвесторлар орасида жойлаштиришда, облигациялар чет эл валютасида сотилишини ҳамда улар буйича фоиз даромадлари ва сундириш муддатида асосий қайтариш суммаларини Ўзбекистон Республикаси Марказий банкнинг ўша кундаги мазкур валютага нисбатан сумнинг курси буйича тўлалишини таъминлаш муҳим аҳамиятга эгадир.

5. Тараққий этган мамлакатлар банкларида валюта рискинни бошқаришда валюта позициялари ҳажмини қисқартириш усулидан кенг фойдаланилмоқда. Бунда банкларнинг қисқа валюта позициялари ҳажмини қисқартиришда қуйидаги 3 усулдан кенг фойдаланилмоқда: хорижий валюталарни сотиб олиш; хорижий валюталарда депозитлар қабул қилиш; хорижий валюталарда эмиссия қилинган қимматли қоғозларни сотиш.

Тижорат банкларида узун валюта позициялари ҳажмида қисқартиришда ҳам 3 усулдан фойдаланилмоқда: хорижий валюталарни сотиш; хорижий валюталарда кредитлар бериш; хорижий валюталарда эмиссия қилинган қимматли қоғозларни сотиб олиш.

Юқорида қайд этилган усуллардан Ўзбекистон Республикаси банк амалиётида фойдаланиш имкониятлари чекланган ва ушбу ҳолат қуйидаги сабаблар билан изоҳланади:

- банкларнинг хорижий валюталарда депозитлар қабул қилиш имкониятининг чекланганлиги. Ҳозирги даврда республикаміз тижорат банклари томонидан хорижий валюталардаги депозитларга нисбатан белгиланган фоиз ставкалари даражаси паст (2009 йилда ўртача 4,8 фоизни ташкил этди). Хорижий валюталардаги депозитларнинг фоиз ставкасини паст даражада эканлигининг асосий сабаби шундаки, банклар хорижий валюталарда қабул қилинган депозитларнинг асосий қисмини хорижий банкларга банклараро депозит сифатида жойлаштиришмоқда. Ушбу депозитларга ҳалқаро ссуда капитали бозорининг ставкаларда (LIBOR, FIBOR, PIBOR ва ҳок.) фоиз тўланади. Ушбу ставкаларнинг даражалари паст. Хорижий валюталардаги депозитлар фоиз ставкаларнинг паст даражада эканлиги уларни кенг қўламда банк муассасаларда жалб этишда тўсқинлик қилади;

- Республикамиз тижорат банкларида хорижий валюталарда эмиссия қилинган қимматли қоғозларнинг мавжуд эмаслиги. 2010 йилнинг 1 январь ҳолатига республикамиз банкларнинг ҳеч қайсиси халқаро фонд биржаларнинг листингига кирмаган;

- Республикамиз тижорат банклари томонидан хорижий валюталарда берилган кредитларнинг 90% дан ортиқ қисми ҳукуматнинг кафолати асосида хорижий кредит линиялари ҳисобидан берилган кредитлардир.

6. Рискларни бошқариш борасидаги муаммолардан яна бири – тижорат банкларида валюта rischi даражасининг юқори эканлиги ҳисобланади. Бу эса, республикамиз тижорат банкларининг хорижий валюталардаги «Ностро» вакиллик ҳисобрақамлари қолдигининг барқарор эмаслигига сабаб бўлмоқда. Кредитлаш шаклларида комплекс фойдаланишни республикамиз банк амалиётида мавжуд эмаслиги уларнинг кредитлаш амалиётини, молиявий инжинирингнинг илғор усуллари қўллаган ҳолда такомиллаштириш заруриятини юзага келтиради.

Фикримизча, бунда асосий эътибор кредитлашнинг асосий шакллари банк амалиётига жорий этиш учун зарур бўлган шарт-шароитларни яратишга қаратилиши лозим.

Ҳозирги даврда, 2010 йилнинг 1 январь ҳолатига республикамиз тижорат банкларида кредитлашнинг контокоррент, форфейтинг шакллари мавжуд эмас. Сўмда овердрафт кредитлари беришга рухсат этилмаган. Мазкур таъқиқ тижорат банкларининг бошқарув органлари томонидан жорий этилган. Банкларнинг компьютер дастурлари миқдорнинг жорий ҳисоб рақамини дебетли қолдигини қабул қилмайди. Бу эса, сўмда овердрафт кредитлари беришни таъқиқланганлигини билдиради.

Ўзбекистон Республикасида тижорат векселлари муомаласининг мавжуд эмаслиги кредитлашнинг форфейтинг шаклини юзага келишига имкон бермайди. Демак, тижорат векселларини ҳисобга олишга асосланган кредитлаш шакллари жорий этиш учун тижорат векселлари муомаласини қайтадан тиклаш лозим.

Кредитлашнинг овердрафт ва контокоррент шаклларида кредит рискининг даражаси кредитлашнинг бошқа шаклларига нисбатан юқори бўлади. Бунинг сабаби – овердрафт ва контокоррент кредитлари реал таъминотга эга бўлмаган кредитлардир. Овердрафт ва контокоррент кредитлари учун реал таъминотини қабул қилинмаслиги икки омил билан изоҳланади:

Биринчидан, мижознинг жорий ҳисоб рақамида қачон пул етишмаслигини олдиндан билиб бўлмайди.

Иккинчидан, қанча суммадаги дебетли қолдиқ юзага келишини билиш қийин.

Фикримизча, республикамиз амалиётида туловларнинг мақсадли кетма-кетлигини қўлланилаётганлиги овердрафт ва контокоррент кредитларининг риск даражасини оширишга хизмат қилади. Бунинг сабаби: биринчидан, мақсадли кетма-кетликда корхонанинг давлат бюджети ва бюджетдан ташқари фондлари олдидаги мажбуриятлари бўйича туловлар амалга оширилади; иккинчидан, солиқ инспекцияси солиштириш далолатномасиз инкассо қўяди, бунда ундириладиган солиқ туловларининг сезиларли қисми кейинги даврда туланадиган солиқларнинг ҳиссасига тўғри келади.

Рискларни бошқариш борасидаги муаммолардан яна бири - тижорат банкларида валюта rischi даражасининг юқори эканлиги. Бу эса, республикамиз тижорат банкларининг хорижий валюталардаги «Ностро» вакиллик ҳисобрақамлари қолдиғининг барқарор эмаслигига сабаб бўлмоқда.

Кредитлаш шаклларида комплекс фойдаланишни республикамиз банк амалиётида мавжуд эмаслиги уларнинг кредитлаш амалиётини, молиявий инжинирингнинг илғор усулларини қўллаган ҳолда, такомиллаштириш заруриятини юзага келтиради.

Фикримизча, бунда асосий эътибор кредитлашнинг асосий шаклларида банк амалиётига жорий этиш учун зарур бўлган шарт-шароитларни яратишга қаратилиши лозим.

7. Тижорат банклар томонидан балансларига қабул қилинган мол-мулклар эвазига молия инжинирингининг секьюритизация методи асосида активлар сифатини ошириш мумкин.

Активлар секьюритизацияси методи асосида ноликвид активларни қимматли қоғозларга трансформация қилиш йўли орқали молия инжиниринги маҳсулоти яратилиши мумкин бўлиб, секьюритизация жараёнида гаровга оид қарзлар бир йиғим (пул)га бирлаштирилиб, улар асосида қимматли қоғозлар чиқарилади (масалан: облигациялар). Бунда инвестор, эмиссия қилинган қимматли қоғозларни сотиб олганда гаровга оид қарзларга тўғридан-тўғри эгалик қилади ҳамда гаровга оид қарзлар ҳисобидан туланадиган асосий сумма ва фондлар инвесторга туланади.

Фикримизча, секьюритизация хусусияти жиҳатидан активлар асосида барча турдаги қимматли қоғозларни чиқариш мумкинлиги билан характерланади, чунки молиявий инструментлар иктисодий-ҳуқуқий механизм билан таъминланган бўлиб, реал активларнинг эквиваленти ҳисобланади.

Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2010 йил 26 ноябрдаги «2011-2015 йилларда республика молия-банк тизимини янада ислоҳ қилиш ва барқарорлигини ошириш ҳамда юқори халқаро рейтинг кўрсаткичларига эришишнинг устувор йўналишлари тўғрисида»ги ПҚ-1438 сонли Қарорининг иловаларига мувофиқ уларга қўшимча тарзда қуйидаги тўлдирувчи таклифлар (6.3-жадвал) мақсадга мувофиқ.

6.3-жадвал

Қўшимча тўлдирувчи таклифлар

№	Таклиф	Қўтилидагилан натижа
1	1-иловланинг 1-банди Ўзбекистон Республикасининг «Хусусий банк ва молия институтлари ҳамда улар фаолиятларининг кафолатлари тўғрисида»ги Қонун лойиҳасини ишлаб чиқиш бўйича: банк ва молия институтлари тузилмаси таркибиди молия инжинирингги инновациялари ва уларнинг трансфери бўлинмаси (4.3-параграф) ташкил этишни киритиш мақсадга мувофиқ.	Бўлинма 4.3-параграфда берилган имконият ва самарани беради. Бунда бўлинма молия инжинирингги инновацион молиявий маҳсулотларини ишлаб чиқиш ва амалиётга жорий қилиш асосида зарурий барқарорлик ва рақобатбардошлилик кўрсаткичларига эришишни таъминлайди.
2	1-иловланинг 10-банди «Тижорат банкларининг умумий капиталини 2011-2015 йилларда йиллик 2,1 маротаба, шу жумладан қўшимча акцияларни чиқариш эвазига ошириб бориш» бўйича: Тижорат банклари томонидан янги молиявий инструмент турларини бозорга жорий этиш орқали (молия инжинирингги асосида синтез қилинадиган инновацион маҳсулотлар (секьюритизация, деривативлар) банклар капиталлашувини ошириш. Банклар томонидан чиқарилган акцияларни халқаро тажрибага мувофиқ IPO, PPO, SPO ва 144А каби дастурларни жорий этиш.	Базель II талабларига биноан қўшимча пул ресурсларини жалб қилиш ва кредит рискларини пасайтириш имконини беради. Синтетик ва анъанавий секьюритизация ҳамда деривативлар, IPO, PPO, SPO ва 144А каби дастурлар эмиссион ва инвестицион фаолликни оширади, пул маблағлар оқимини кучайтиради. Бунда молия бозорига янги

		инновацион маҳсулотларни тадбиқ этилиши молия институтларининг фаол қатнашишларини кучайтириб рағбатлантиради.
3	1-илованинг 16-банди «Хўжалик юритувчи субъектлар ва аҳоли эҳтиёжидан келиб чиқиб, депозитлар ва омонатларнинг янги турларини тадбиқ этиш, шу жумладан муомалага узоқ муддатли облигациялар, депозит сертификатларни чиқариш ва субординар қарзни фаол жалб қилиш» бўйича: Юридик ва жисмоний шахсларга мақбул шартларда депозит ва омонат сертификатларнинг инновацион ва жалбдор, яъни ютукли ва бонусли сертификат турларини, жорий этиш. Бунда сертификатларда шартлашган фонд даромадлари эвазига фондлар ташкил этган ҳолда, сертификат сакловчилари томонидан сертификатлар муомала муддатигача асосий суммалари банкларда сакланган тақдирда мазкур сертификатлар учун бонуслар тўлаш тартибини жорий этиш мумкин. Бундан ташқари, банклар томонидан узоқ муддатли облигациялар чиқарилишини рағбатлантириш мақсадида банклар ўртасида облигацияларнинг бозордаги нархларини кафолатли таъминлаш (маркет-мейкерлик) тизими жорий этилиши лозим.	Банклар томонидан депозит ва омонат сертификатларнинг янги турлари ва узоқ муддатли облигацияларнинг муомалага чиқарилиши натижасида, банкларнинг узоқ муддатли барқарор ресурс базасини шаклланишига эришилади. Ушбу турдаги инновацион молиявий инструментлар эвазига жалб қилинган маблағлар банкнинг тулиқ ихтиёрида (Марказий банкнинг мажбурий захира-лаш фондида ажратма қилинишидан озод бўлган ҳолда) қолади.
4	1-илованинг 18-банди «2011-2015 йилларда пластик карталар микдорини 1,5 мартага ошириш ёрдамида нақдсиз ҳисоб-китоблар тизимини янада кенгайтириш» бўйича: Муомалада бўлган DUET of-line тизимига хос пластик карталар базасида Master Card тизимининг on-line асосида ишлайдиган пластик карталарни жорий этиш. Чунки, DUET пластик карталарининг of-line тизими орқали амалга ошириладиган операцияларининг пул маблағлари инкассация қилинишигача бўлган даврда ўтказманинг кечикиши асосида ишлаб чиқарувчилар ва хизмат кўрсатувчилар орасидаги транзакцияли муаммоларни ҳосил қилмоқда. Ҳозирда «Дуэт» дан бирдан воз кечиб, «VIZA» ёки бошқа замонавий карталар	Қатта микдордаги харажатларни молиялаштириш зарурати йўқ бўлади. DUET базасидаги Master Card пластик карталарни муомалага чиқарилиши аҳоли ва хўжалик юритувчи субъектлар орасида ишонч ва манфаатни оширилишига замин яратди ва пластик карталарни муомаладаги микдорини оширишга хизмат қиладди. Нақд пулсиз ҳисоб-китоблар ҳажми ошади,

	тизимини жорий қилиш катта миқдордаги маблағни ва вақтни талаб этади. Шу сабабли, фикримизча, бир вақтнинг ўзida ҳам «Дуэт», ҳам «Master Card» режимини акс эттирадиган пластик картларни жорий этиш мақсадга мувофиқ. Масалан, «Золотая корона» карточкалари ана шундай хусусиятга эга.	банкларда пул айланиши кучаяди.
5	1-илованинг 24-банди «Тижорат банкларнинг корпоратив бошқаруви структураси таркибида банкларнинг кузатув кенгашларига бевосита бўйсунадиган рискларни назорат қилувчи қўмиталар ташкил этиш» бўйича: тижорат банкларнинг корпоратив бошқаруви таркибида молия инжиниринги инновациялари ва уларнинг трансфери бўлинмаси (4.3.1-параграф) ташкил этиб, унга банк рисклари мониторингини олиб бориш ва бошқариш функциясини ҳам юклаш. Чунки бўлинма, 5.1-ва 6.2.1-параграфларда айtilганideк, Халқаро Базел стандартлари талаби асосида молиявий инновацияларни яратиб жорий қилади ва бунда барча рискларни баҳолаб бошқаришни ташкиллаштиради. Бунда айтиш зарурки, республикамиз тижорат банклари биринчи даражали капитал таркибида девальвация захираси ва имтиёзли кредитлаш фонди ҳисобга олиниб келинмокда. Базел стандартларида ушбу манбалар барқарор эмаслигини инобатга олганда, уларни ҳисобга олиниши маън этилган. Бунда Базел қўмитаси ўз фаолиятини олиб боришда, Халқаро Базел стандартларидан келиб чиқиб, банк капиталнинг рискли активлар билан ўзаро нисбати 8% даражасида сақланишини доимий назорат этишлари зарур.	Бўлинма 6.2.1-параграфда берилган имконият ва самарани беради. Бунда бўлинма Базел талабларига мувофиқ равишда молия инжиниринги инновацион молиявий маҳсулотларини ишлаб чиқиш ва амалиётга жорий қилиш билан бирга банк рискларини бошқариш асосида зарурий риск, барқарорлик ва рақобатбардошлилик кўрсаткичлари даражасига эришишни таъминлайди.
6	1-илованинг 32-банди «Тижорат банкларининг активлари сифати мониторингини такомиллаштириш, бунда банклар рискларини бошқаришда чуқур факторли таҳлил қилишининг аниқ механизмини жорий этиш, захиралар ташкил этиш, кредит портфелини диверсификация қилиш ҳамда муаммоли қарздорликни пайдо бўлишига йўл қўймасликни олдиндан чораларини кўриш» бўйича: Банк ва эмитентлар мониторингини олиб боришда	Тижорат банклари инвестиция портфелларининг мунтазам мониторинги асосида банк активлари бозор қиймати баҳоси ва нархининг ўзаро эквивалентлиги таъминланади. Бу эса ҳар қандай «қупик»ларнинг олдини олади,

	бизнес-режа курсаткичларига эрилиш даражасига эътибор қаратилиши лозим. Бунда банклар рискларини бошқаришда трансформация рискларини бартараф этиш, банклар томонидан жалб қилинган ресурс маблағларнинг суммаси берилган кредитларнинг суммасидан ортиб кетмаслиги ҳамда кредит ва қимматли қогозлар портфели бўйича «кўпик» ҳосил қилмаслик лозим.	банкнинг барқарорлигини оширади, бизнес-режада белгиланган молиявий курсаткичларга эришиш мажбуриятини оширади.
7	1-илованинг 33-банди «Банк операцияларни амалга оширишда бозор рисклари ва операциял рискларни аниқлаш хусусида методологик ҳужжатлар ва норматив актларни ишлаб чиқиш» бўйича: Халқаро Базел стандартига биноан операциял риск бўйича капиталнинг етарлилигини ҳисоблашнинг уч усулдан фойдаланиши тавсия этилади. Бунда рискларни баҳолашнинг мавжуд халқаро стандартлар қабул қилиниши лозим.	Бу усуллар бўйича ҳисобланган капиталнинг етарлилик коэффициенти-лари бир-биридан сезиларли даражада фарқлансада, улар бўйича адолатли ва ҳар томонлама қарор қабул қилиш имконияти пайдо бўлади. Банкларимизда операциял рискни баҳолашнинг рейтинг усулига йўл очилади.
8	1-илованинг 39-банди «Тижорат банкларнинг бошқарувчи компаниялари фаолиятини такомиллаштириш: - банклар балансига қабул қилинган банкрот-корхоналарни ишлаб чиқариш фаолиятини тиклаш; - модернизация қилинадиган корхоналарни тармок ихтисослашувига кўра юқори малакали менежерларни ва мутахассисларни, шу жумладан амалий қўйимма ва билимларга эга чет эл мутахассисларини ҳамда салоҳиятли инвесторларни жалб қилган ҳолда корхоналарни қайта тиклаш жараёнига фаол қатнашиши» бўйича: Бошқарувчи компанияларнинг чет эл ваколатхоналарини очиш ва уларни банк ресурслари ёрдамида кредитланиши орқали ишлаб чиқарилган маҳсулотлари сотувини 4.1-расмдаги схема асосида ташкил этиш.	Тижорат банклари балансига қабул қилинган банкрот-корхоналар фаолиятини тиклаш ва улар томонидан ишлаб чиқарилган маҳсулотлар реализацияси инвестицион жалбдорлигини ошириш ва валюта тушумини ошириш имконини беради.
9	2-илованинг 40-банди «Халқаро ҳамма қабул қилган нормалар асосида лизинг фаолияти ва операцияларнинг стандартларини ишлаб чиқиш» бўйича: Лизинг фаолияти ва операциялари стандартларини ишлаб чиқиш асосий	Тижорат банклари томонидан лизинг амалиётига аниқлик киритишда ва лизинг амалиётини жадаллаштиришда ёрдам

	эътиборни лизинг операцияларини амалга оширишда қайтариладиган лизинг операцияларини тартибга солиш масалаларини тўлиқ ҳуқуқий счимларига аниқлик киритиш зарур. Масалан, қайтариладиган лизингда жадаллаштирилган амортизацияни қўллаш масаласи, лизинг объектини қайта баҳолаш масаласи ўзининг аниқ ифодасини амалдаги қонунчилик ҳужжатларида топмаган.	беради.
10	2-илованинг 69-банди бўйича: Тижорат банклари ходимлари малакасини ошириш курслари бўйича ўқув дастурларда банк молия инжиниринги ва унинг инновациялари асосида банк фаолиятининг барча жабҳаларида ўқитиш зарур. Бунда фақат Тошкент молия институти ҳузуридаги Молия-банк ходимларининг малакасини ошириш ва уларни қайта тайёрлаш тармоқлараро институти таянч ўқув муассаса сифатида қабул қилиниши ва барча ўқув семинарлар унинг базасида амалга оширилиши лозим.	Тижорат банклари ходимлари малакасини оширишда марказлашган ихтисослашув ва мунтазам мониторинг таъминланади, сарф-харажатлар камайтириш ва кадрлар сифати ортади. Ушбу тармоқлараро институт молия инжиниринги бўйича республикада таянч ва энг нуфузли олий таълим муассасаси.

Юқорида берилган тавсия ва таклифлар давлатнинг замонавий макроиқтисодий ва монетар сиёсатлари талабларига мос равишда банк тизимини халқаро андозаларга мос равишда инновацион ривожлантириш асосида барқарорлиги ва жаҳон банк хизматлари бозорида рақобатбардошлигини ТМИ концепцияси асосида халқаро молиявий инновациялар ёрдамида ошириш бўйича белгиланган учта устувор йўналишни амалга ошириш механизмни – миллий банк тизимини банк молия инжиниринги асосида инновацион ривожлантиришнинг ўрта муддатга мўлжалланган Давлат дастурини – ишлаб чиқишга ёрдам бериши мумкин.

6.3. Суғурта молия инжинирингига асосланган инновацион маҳсулотлар⁴²³

6.3.1. Компания ва банкларнинг раҳбар ходимлари жавобгарлигини суғурталаш

Компания ва банкларнинг (ташкilotларнинг) раҳбар ходимлари жавобгарлигини суғурталаш мазкур ташкilotларни

⁴²³ Мувофиқ ҳолати асосида ЖР. Далажонов материаллари ёрдамида ва иштирокида ёзилган.

учинчи шахслар (акциядорлар, муассислар, ходимлар, мижозлар, шериклар, кредиторлар, рақиблар, давлат органлари ва ҳ.к. шахслар) томонидан талаб қилиниши мумкин бўлган расмий даъволардан саклайди (ҳимоя қилади). Бундай даъволар ташкилот раҳбар ходимларининг учинчи шахсларга зарар етказувчи қуйидаги салбий ҳаракатлари оқибати сабабли юзага келиши мумкин:

- сифатсиз ва хато бошқариш ва назорат қилиш;
- купол, цензурасиз ва этика талабларига зид муносабат;
- транспарентлилик (информацион шаффофлик) талаблари бузилиши ва нотўғри ахборот бериш;
- инвестиция, молия, ишлаб чиқариш, реструктуризация ва бошқа турли муносабатларда хато ёки сифатсиз қарорлар қабул қилиш;
- ички меъёрий ҳужжатлар ва давлатнинг қонуний-меъёрий ҳужжатлари талабларини бузиш;
- аффилиор, муаммоли ва фиктив битимлар тузиш;
- белгиланган (тасдиқланган) режавий курсаткичларга эришишни таъминлай олмаслик;
- турли дискриминацияларга йўл қўйиш;
- раҳбарлик фаолиятида сусткашлик, товламачилик ва бошқа салбий ҳолатларни юзага келиши ва ҳ.к.

Ташкилотларнинг раҳбар ходимлари жавобгарлигини суғурталаш шартномасида уларни суғуртавий ҳимоялаш учун уч турдаги суғурта қопламаси амалга оширилади: А турдаги қоплама («Директор ва раҳбар лавозимларини эгаллаб турувчи ходимларни суғурталаш» – директорнинг етказган зарарини ташкилот устави ёки қонун бўйича қоплай олмаслиги ҳолатида юзага келганида суғурталовчи бу ходимларга зарарлари суммасини тўлиқ ва тўғридан-тўғри тўлаб беради), Б турдаги қоплама («Ташкилот жавобгарлигини суғурталаш» – Суғурталовчи ёрдамида директорнинг етказган зарарини ташкилот унга тўлаб беради), В турдаги қоплама («Даъволар бўйича ташкилот жавобгарлигини суғурталаш» – фақат қимматли қозғолар ва меҳнат қонунчилигини бузиш муносабатлари билан боғлиқ ҳолларда суғуртачи томонидан зарар қопланади).

Бунда суғурта шартномаси тарафлари бўлиб суғурта компанияси ва ўз раҳбарияти (яъни, бош директор ва унинг ўринбосарлари, бошқарув раиси ва унинг ўринбосарлари ҳамда бошқарув аъзолари, кузатувчи кенгаш раиси ва унинг аъзолари,

ижроия орган бўлимлари раҳбар ходимлари, жумладан шўъба корхоналар раҳбарияти) жавобгарлигини суғурталовчи ташкилот ҳисобланади.

Шу билан бирга, мазкур шартнома бўйича қуйидагилар назарда тутилади:

- суд жараёнида ҳуқуқий ҳимоялаш билан боғлиқ (юрислар, экспертлар, фавкулотда комиссарлар, гаров киритиш ва суд ишини олиб бориш) харажатлар аванс сифатида қопланади;

- барча раҳбар ходимларнинг (аввалгилари, амалдагилари ва келажакдагиларининг) суғурталанган зарар суммалари қопланади;

- мавжуд ва янги шўъба корхоналар автомат равишда суғуртавий қопланади.

Суғурта шартномасида қуйидаги ҳолатлар истисно бўлади (яъни улар аниқланса суғуртавий қопланмайди):

- «ноҳалоллик»: шахсий манфаат, ноқонуний мукофот, мақсадли равишда алдаш, молиявий хатоликлар, жиноий ишлар;

- «Бошқа полислар (бошқа полислар билан қопланувчи рисклар)»: тан жароҳатлари ва мулкӣ зарар, махсус тоифа шахсларининг (аудиторлар, юрислар, баҳоловчилар, воситачилар ва бошқалар) профессионал жавобгарлиги;

- бир полис доирасида суғурталовчининг бошқа суғурталовчига қарши бўлиши (чиқиши);

- атроф муҳитни бузиш (ифлослантириш).

Суғуртавий қоплаш суммаси ташкилотга (унинг раҳбар ходимига) тўлаб берилади, агарда суғурта ҳолати ўзининг расмий (қонунӣ) исботини топган бўлса ҳамда бунда ташкилот харажатлари ҳақиқӣ ва у айбдор деб топилмаса.

Суғуртавий қоплаш суммасини олиш учун қуйидаги хужжатлар талаб қилинади:

- ташкилот бош раҳбари ва/ёки бош бухгалтери томонидан имзоланган ариза;

- охириги 2-3 йил бўйича ҳисоботлар.

Аризани кўриб чиқиш учун асосий мезонлар бўлиб қуйидагилар ҳисобланади:

- пул оқимлари ҳаракати ва активлар ликвидлилиги;

- ташкилотнинг даромадлари ва бозор қийматини ўсиш динамикаси;

- ташкилот маблағлари миқдори.

Ўзбекистон шароитида тақлиф этилган янги суғурта маҳсулотини қўллаш ташкилотларнинг раҳбар ҳодимлари масъулиятини кескин оширади ва моддий жавобгарлигини юмшатади.

6.3.2. Ҳаётни жамғармалар ва таълим олишга бонус тўлови билан суғурталаш тури

Ўзбекистонда ҳаётни суғурталашнинг ўзига хос қуйидаги хусусиятлари мавжуд:

- суғурта шартномасининг минимал муддати 1 (бир) йилдан ортиқ;

- суғурталаш объектлари қийматга эга эмас;

- жамғариш копонентасининг мавжудлиги;

- суғурта шартномасининг очиклиги;

- фавқулотда (яшовчанлик бўйича) ҳолатининг йўқлиги.

Ҳаётни жамғармалар ва таълим олишга бонус тўлови билан суғурталаш тури – суғурта маҳсулоти сифатида суғурта ҳимоясини жамғариш билан бирга таъминлайди ва суғурта муддати тугагач, жамғарилган суммани кафолатли олиш имконини беради. Бунда маҳсулот бўйича суғурта тўловлари ва мукофотлар даромад солиғига тортилмайди (Солиқ кодекси 179 моддасининг 28 банди), жумладан меъросга олиш солиғи олинмайди.

Мазкур маҳсулотнинг афзалликлари:

- суғурта муддати тугашига жамғарманинг кафолатланган суммаси;

- суғурта бадалларини тўлашнинг ойлик муддатини чўзиш мумкин;

- суғурта компанияси соф фойдаси ҳисобидан қўшимча даромад (бонус) олиш;

- ўлим ва меҳнат қобилиятидан маҳрум бўлиш risksидан суғуртавий ҳимояланиш.

Суғурта шартлари:

- суғурталанувчининг ёши 60 ёшгача, полисининг муддати тугашига максимал ёш 65 ёш ёки фарзандлари;

- суғурта муддати 13 ойдан зиёд.

Суғурта шартномаси тарафлари:

- суғурталанган шахс: ҳаёти суғурталанган одам;

- суғурталовчи: суғурта бадалларини тўлаб бориш мажбуриятига эга бўлган ота-онаси ёки жавобгар шахс;

- бенифицирий (фойда олувчи): суғурта ҳолати вужудга келганда суғурта суммасини олиш ҳуқуқига эга бўлган шахс;

- суғурта компанияси: суғурта ҳолати вужудга келганда суғурта суммасини тўлаб бериш мажбуриятига эга юридик шахс.

Бунда суғурта суммаси – мижознинг суғурта компанияси билан тузган суғурта шартномаси муддати давомида жамлаб боришни истаган пул маблағи ва унинг ичига кирган бонус суммаси. Бонус – микдори суғурта шартномасида курсатилган суғурта бадаллари бўйича олинган ва бенифицирийга туланиши зарур бўлган даромад.

Суғурта суммасини тўлаш шартлари:

- суғурталанувчининг суғурта муддати тугашигача яшаши ёки бошқа белгиланган яшаш муддатигача суғурта компанияси томонидан суғурта суммаси бонус билан бирга тўлаб берилади;

- суғурталанган шахснинг суғурта даврида оламдан ўтиши ҳолида суғурта компанияси суғурта суммасини тўлаб беради.

Конкрет мисол.

Олий ўқув юртида контракт бўйича 4 йил давомида ўқиш қийматини ва 7 йил давомида контракт суммасини ўсиб бориши статистикасини башорат қилиб, қуйидаги 6.4-жадвалга эга бўламиз.

6.4-жадвал

Статистик прогноз маълумотлар

Ўқув йиллари	2006- 2007	2007- 2008	2008- 2009	2009- 2010	2018- 2019	2019- 2020	2020- 2021	2021- 2022
Контракт суммаси, миңг сўм	668	767	1382	2144	6031	6536	7040	7544

Келажакда 12 ёшли болани контракт асосида олий ўқув юртида 2018-2022 йилларда ўқитиш учун 27150200 сўм жамлаш зарур. Бунинг учун бола ҳаётини жамғармали ва таълим олишга бонус тўлови билан суғурталаш шартномасини ҳар ойда 244894 сўм микдорида суғурта бадалини 7 йил муддатида тўлаб бориш шarti билан тузилса, мазкур шартнома тугагач (бола 19 ёшга етгач) суғурта компанияси жамланган 20571163 сўм микдоридаги суммани тўлаб беради. Қўшимча даромад (бонус) ҳисобга олинса, ушбу суғурта суммаси кутилган 27150200 сўмгача ортади, бунда бонус – 6579037 сўмни ташкил этади. Бундан ташқари, ҳар ойлик суғурта бадали суммаси (244894 сўм) ялпи даромаддан айирилади ва даромад солиғига (53880 сўмга) тортилмайди (7 йил давомида

давлат томонидан олинмаган даромад солиғи 4525655 сўмни ташкил қилди). Натижада, эришилган реал тежам 11104692 сўмни ташкил этди.

6.4. Холдинглар молиясини ташкиллаштириш моделлари

Холдингларни ташкил этишда молияни бошқаришнинг самарали моделларини қурмасдан иложи йўқ. Бунда кооператив молия инжиниринги (КМИ) хизматининг аҳамияти катта.

Молияни бошқаришнинг асосий функцияларидан бири – бу холдинг тузилмасига кирувчи компаниялар молиявий фаолиятини назорат қилиш. Назоратни таъминлаш усулини танлашга бош компаниянинг холдинг молиясини бошқаришда иштирок этиш ҳажми ва унга юклатилган функциялар билан белгиланади.

Бунда холдингларда молияни бошқариш ва назорат қилишни ташкиллаштиришнинг иккита поғонага ажратиш мумкин: стратегик ва оператив. Молияни бошқариш ва назорат қилишни ташкиллаштиришнинг стратегик поғонасида бош компания томонидан шўъба компаниялар молиясини бошқариш сиёсати бўйича стратегик қарорлар қабул қилиш ва тактик масалалар қўйишни назарда тутати. Молияни оператив бошқариш функцияси эса шўъба компаниялар томонидан мустақил равишда амалга оширилади. Бошқаришнинг операцион моделида оператив бошқариш ва назорат функциялари бош компанияга берилади.

Кўрсатилган шаклларида ташқари бошқариш шўъба компанияларнинг натижавий курсаткичларини назорат қилиш кўринишида ҳам амалга оширилиши мумкин. Бунда бошқариш ва ривожланишнинг стратегик режаларини бу компанияларнинг ўзлари ишлаб чиқади.

Бошқариш шаклини ташкил этиш ва назорат қилиш поғонасига боғлиқ ҳолда холдингларда қўлланилиши мумкин бўлган молияни бошқаришнинг учта асосий моделларини кўрсатиш мумкин (6.5-жадвал).

6.5-жадвалда берилган моделларнинг солиштирма харақтеристикалари 6.6-жадвалда берилган.

6.5-жадвал

Холдинглар молиясини бошқариш моделлари

Модел тури	Стратегик бошқариш функциялари		Оператив бошқариш функциялари		Назорат функциялари	
	Холдинг компанияси молиясини бошқариш- нинг стратегик сиёса- тини ишлаб чиқиш бўйича қарорлар қабул қилиш; Шуъба компа- нияларга тактик масалалар қўйиш		Оператив масала- ларни қўйиш; Шуъба компанияларнинг жорий фаолиятини назорат қилиш		Мақсадларга эри- шиш ва вазифалар бажарилишини назорат қилиш; Молиявий курсаткичларни назорат қилиш	
	Бош компания	Шуъба компания	Бош компания	Шуъба компания	Бош компания	Шуъба компания
Оператив бошқариш модел	+	-	+	+	+	+
Стратегик бошқариш модел	+	-	-	+	+	+
Молиявий назорат модел	-	-	-	+	+	+

6.6-жадвал

Холдинг молиясини бошқариш ва назорат қилиш моделн турларини солиштириш

Бош компания функциялари	Оператив бошқариш модели	Стратегик бошқариш модели	Молиявий назорат қилиш модели
Стратегик режалаштириш	Стратегик режалаштириш ҳар бир шуъба компанияга нисбатан улар учун стратегик режаларни ишлаб чиқиш ва тасдиқлаш орқали амалга оширилади.		Бош компания томонидан шуъба компаниялар учун стратегик режалар ишлаб чиқилмайди.
Инвестиция ва қарз олиш сиёсати	Инвестиция ва қарз олиш сиёсати марказлашган бўлади		Инвестиция ва қарз олиш сиёсати ҳар бир шуъба компания томонидан мустақил амалга оширилади. Бош компания томонидан молиявий курсаткичлар устидан таъки назорат

			урнатилади.
Бюджетлаштириш	Бюджетлаштириш бош ва шуъба компанияларда бирдек амалга оширилади. Бош компаниянинг барча шуъба компаниялар курсаткичларини мужассамлаштирувчи консолидациялаштирилган бюджети тузилиб тасдиқланади.		Шуъба компаниялар курсаткичлари бош компаниянинг консолидацияланган бюджетига киритилмайди
Молиявий ресурсларни оператив бошқариш	Молиявий ресурсларни оператив бошқариш шуъба компаниялар пул оқимларини бошқариш, дебиторлик ва кредиторлик қарзларни назорат қилиш, нарх сиёсатини ишлаб чиқиш ҳисобига амалга оширилади	Оператив бошқарув амалга оширилмайди	Оператив бошқарув амалга оширилмайди
Фаолият самадорлигини баҳолаш, курсаткичлар тизими	Фаолият самадорлигини баҳолаш мунтазам ҳисоботлар асосида ва оператив фаолият натижаларини ифодаловчи турли курсаткичлар ёрдамида амалга оширилади	Фаолият самадорлигини баҳолаш мунтазам ҳисоботлар асосида ва стратегик мақсадларга эришини натижаларини ифодаловчи курсаткичлар ёрдамида амалга оширилади	Фаолият самадорлигини баҳолаш йиллик натижалар бўйича молиявий курсаткичлар асосида амалга оширилади

Холдинглар молиясини бошқариш моделини қўриш икки босқичдан иборат: 1) рационал ташкилий тузилмани қўриш; 2) қўрилган тузилма унсурлари (элементлари) орасидаги алоқаларни ва муносабатлар тартибини ўрнатиш йўли билан ташкилий жараёнларни шакллантириш.

Ташкилий моделни шакллантирилишига компаниялар гуруҳининг тузиш омиллари (яъни холдингги корпорациялаштириш тамойили) ва бошқаришни (стратегик ёки оператив) ташкил этишнинг талаб қилинган даражаси таъсир қўрсатади.

Холдинглар молиясини бошқариш моделини лойиҳалаштириш унинг ташкилий тузилмасини график моделлаштиришдан,

бошқариш погоналарини аниқлашдан, тузилмавий бирликлар сонини, лавозимлар сони на номенклатурасини аниқлашдан бошланади. Бунда холдинг молиясини бошқаришнинг ташкилий тузилмаси холдинг таркибига кирувчи тузилмалар фаолияти масштабига боғлиқ бўлади.

Куйидаги 6.7-жадвалда холдинг молиясини бошқаришнинг умумлаштирилган ташкилий тузилмаси схемаси берилган. Бунда корпоратив молия инжиниринги хизмати жорий фаолиятда иштирок этмайди, у фақат молиявий инновацияни жорий қилиш даврида молия хизмати билан ишлайди.

6.7-жадвал

Молияни бошқаришнинг умумлаштирилган ташкилий схемаси

Корпоратив молия инжиниринги хизмати (инновациялар трансфери бошқарувчиси)			
Молия хизмати (молиявий инновацияни қўлловчи)			
Молия хизмати раҳбари (молия директори)			
Режа-иктисод бўлими	Ҳазначилик	Бухгалтерия	Ички аудит бўлими
Функциялари			
Молиявий режалаштириш, бюджетлаштириш, бизнес-режа ишлаб чиқиш; Молиявий таҳлил ва назорат; Молиявий оқимларни бошқариш; Инвестицион лойиҳаларни ишлаб чиқиш; Аналитик ҳисоботни тузиш.	Бўш пул маблағларини оператив бошқариш; Кредиторлар ва б. молия ташкилотлари билан ишлаш; Молиявий манбаларни жалб қилиш.	Бухгалтерлик, солиқ ва статистик ҳисобларни юритиш; Бухгалтерлик ҳисоботни ва солиқ декларациясини тузиш; Солиқ органлари, нобюджет фондлари ва статистика органлари билан ишлаш.	Молиявий назорат тадбирларини амалга ошириш; Молиявий ҳисоботнинг тўғрилигини текшириш.

Молия хизмати тузилмаси молиявий бошқариш ва назорат погонаси ҳамда марказлашганлик даражасига боғлиқ бўлади.

Агарда молиявий назорат моделига хос бўлган (6.5-жадвал) молиявий бошқаришнинг минимал тўпламини амалга оширилса, ташкилий тузилма дивизион (марказлашмаган) тамойил (принцип) асосида 6.1-расмда (бунда: МХ – молия хизмати) кўрсатилганидек қўрилиши мумкин. Ушбу тузилмага мос равишда бошқарилувчи компанияларда (яъни шўба компанияларда) улар раҳбарига

бўйсунувчи автоном молия хизматлари тузилади. Бундай компаниялар молия хизматида улар раҳбарлари бошчилигида компания молиясини стратегик ва оператив бошқариш функцияларини (6.7-жадвал) мустақил амалга ошириш берилади. Бунда бош компания томонидан шўъба компанияларни назорат қилиш бош компания молия хизмати (яъни марказий молия хизмати) ва бошқарилувчи компаниялар молия хизматлари орасида функционал алоқа ўрнатиш орқали амалга оширилади.



6.1-расм. Молиявий бошқаришнинг дивизион (марказлашмаган) тамойилига асосланган ташкилий тузилмаси

Марказий молия хизматида (ММХ) қуйидаги ваколатлар берилади:

- бошқарилувчи (шўъба) компаниялар фаолияти самарадорлигини ифодаловчи кўрсаткичларни белгилаш;
- шўъба компаниялар томонидан бош компанияга берилувчи молиявий ҳисоботнинг таркиби, мазмуни ва даврийлигини белгилаш;
- аудит ва ревизиялар ўтказиш орқали молиявий ҳисоботларнинг тўғрилигини текшириб назорат қилиш;

- шўба компаниялар молиявий ҳолатини таҳлил қилиб бориш.

6.1-расмдаги ташкилий тузилма фаолияти кучли диверсификацияланган ёки ҳудудларга тарқалган холдингларда самарали бўлсада, узига хос камчилик ва устунликларга (6.8-жадвал) эга.

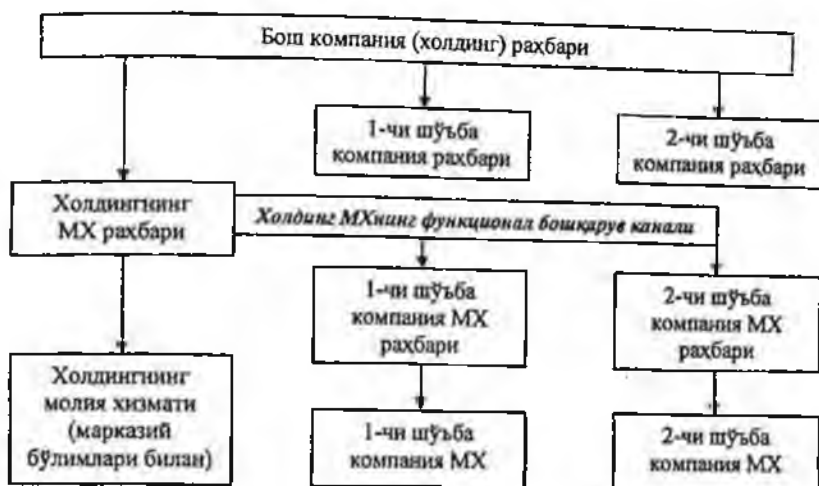
6.8-жадвал

Дивизион ташкилий тузилмасининг камчилик ва ижобий тарафлари

Устунликлар	Камчиликлар
1) белгиланган кўрсаткичларга эришиш бўйича жавобгарликни шўба компанияларга ўтказилиши, компания фаолиятини яқуний натижага эришишга йўналтирилиши;	1) шўба компания жорий фаолияти устидан оператив назорат ва уни оператив бошқариш имкони йўқлиги муносабати билан шўба компания фаолиятининг холдинг мақсадларига мос келмаслиги ҳолатлари эҳтимоли мавжуд;
2) оператив бошқариш қарорларини қабул қилиш дивизионлашганлиги ҳисобига бошқаришнинг оперативлиги ошади.	2) пул маблағларини бошқаришда марказлашмаган сиёсат қабул қилиниши ҳисобига ресурслардан фойдаланиш самарадорлиги пасаяди;
	3) бўлимлар фаолиятини мувофиқлаштириш (координация қилиш) сифати пасаяди;
	4) функцияларни қайтариш ҳисобига бошқарув аппаратига кетадиган харажатлар ортади;
	5) фаолияти бир шўба компания доираси билан чегаралганлиги ҳисобига молия хизматлари ходимларининг имкониятларидан фойдаланиш самарадорлиги пасаяди.

Оператив молиявий бошқаришнинг мақсадларига эришиш учун холдингнинг ташкилий-бошқарув тузилмасини (6.2-расм) қуришда чизикли-функционал тамойил қўлланилади.

Бунда бошқариш жараёни молия функциясига қараб тузилади. Бош (бошқарувчи холдинг) компаниянинг молия хизмати раҳбарига ушбу компания молия хизматининг барча бўлимлари ва холдингнинг шўба компаниялар молия хизматлари раҳбарлари холдингнинг молия хизматининг функционал канали орқали бўйсундирилади.



6.2-расм. Холдингда молиявий бошқарувнинг чизикли-функционал ташкилий тузилмаси

Бунга мос равишда холдинг молия хизматининг режа-иктисод бўлими барча шўба компанияларнинг молиявий режалаштириш, ҳисоб юритиш ва таҳлил масалаларини бошқаради.

Марказий ғазначилик холдингининг молиявий оқимларини назорат қилади, тўловлар жадвалини тасдиқлайди, кредит сиёсатини ва бўш пул маблағларини бошқариш сиёсатини ишлаб чиқади. Марказий бухгалтерия холдингининг ҳисоб юритиш ва молиявий ҳисоблар тайёрлашнинг умумий стандартларини ишлаб чиқади, бухгалтерлик хизматлари ишининг барча масалаларини бошқаради. Ички аудит бўлими молиявий назорат чораларини амалга оширади ва холдингининг молиявий ҳолатини баҳолайди.

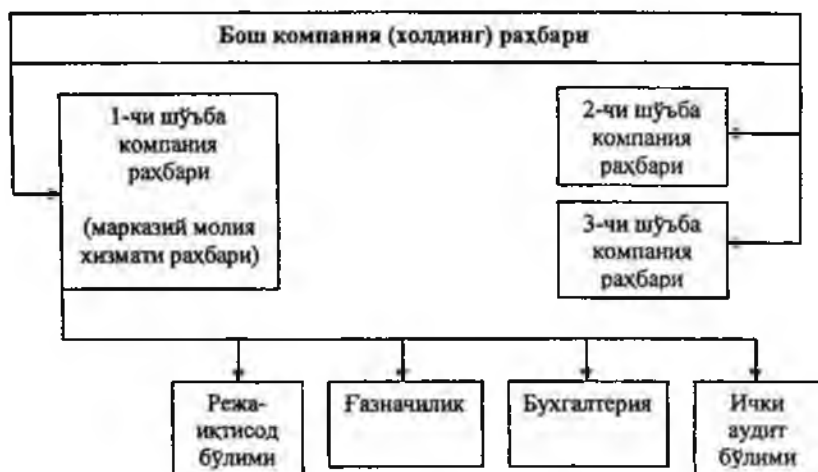
Умуман олганда молиявий бошқарувнинг чизикли-функционал ташкилий тузилмасини ижобий сифатларига қуйидагилар киради:

- оператив бошқарувни ташкил этилиши ва барчани бир раҳбарга бўйсундурилганлиги эвазига жараёнларнинг бир мақсадга йўналганлиги;

- пул оқимларини бошқаришнинг яхлит сиёсати эвазига ресурслардан фойдаланиш самарадорлиги ортади;

- молия хизматлар ва уларнинг бўлинмалари орасидаги аниқ функционал алоқалар тизимининг мавжудлиги.

Холдингларда молиявий бошқарув самарадорлигини ошириш мақсадида улар молиясини бошқариш механизми элементларини марказлаштириш модели қўлланилиши мумкин. Бундай модел холдингнинг барча молия хизматлари ваколатларини холдинг таркибидаги компаниялар молиясини бошқариш функциясини бажарувчи алоҳида ташкилотга 6.3-расмда кўрсатилганидек беришни назарда тутаяди.



6.3-расм. Молиявий бошқарувнинг марказлашган ташкилий тузилма схемаси

Унга кўра, бош компания ва унинг шўба компаниялари ўртасида шартномалар тузилиб, барча шўба компанияларда (1-чи шўба компаниядан ташқари) молия хизмати бўлинмалари бўлмайди. Бунда бош компания ва холдинг таркибидаги барча шўба компаниялар мустақил юридик шахслар сифатида қаралади.

Марказлашган модел (6.3-расм) устунликлари қуйидагиларда:

- функционал тузилмалар сони ва поғоналарини камайтириш эвазига бошқаришнинг оперативлиги ортади;
- бошқарув ва ҳисоб юритиш функциялари унификацияси эвазига молиявий назорат сифати ортади;
- холдингда функциялар марказлашуви, молиявий ва меҳнат ресурсларидан фойдаланишнинг оптималлашуви эвазига холдингнинг ҳаражатлари камайд.

Марказлашган моделнинг нормал фаолият кўрсатиши учун холдинг ва унинг таркибидаги компаниялар орасида ҳужжатлар

алмашилинишнинг аниқ тизимини таъминловчи жараён ташкил этилиши талаб этилади. Бундай тизим қуйидагиларни ўз ичига олади:

- ташкилий буйруқлар сифатига эга ҳужжатларни ишлаб чиқиш, келишиш ва тасдиқлаш процедураларини;

- ташкилий буйруқлар сифатига эга ҳужжатлар таркибини ва уларни компаниялар ичида ва улар орасида ҳаракатланиш тартибини тасдиқлашни;

- ҳужжатларни ҳисобга олиш, назорат қилиш ва сақлаш тартибини.

Умуман олганда, Ўзбекистон шароитида юқорида берилган модел конкрет шароитлардан келиб чиққан ҳолда қўлланилиши тавсия этилади.

6.5. Ипотека ва активлар секьюритизацияси моделлари

Ушбу параграфда асосий назарий тавсия сифатида Ўзбекистон шароитида 9-иловада келтирилган ҳар иккала моделни қўллаш имконини яратиш мақсадга мувофиқ деган тезис илгари сурилади. Чунки ҳар бир моделнинг ўзига хос хусусиятлари мавжуд бўлиб, улардан оқилона фойдаланиш ижобий самаралар беради. Хусусан, ипотекани қайта молиялаштиришда икки поғонали моделни⁴²⁴ (6.5.1- ва 6.5.3- ва 6.5.4-параграфлар) ва активларни секьюритизациялашда бир поғонали моделни⁴²⁵ (6.5.2-параграф) қўллаш фикри берилган.

6.5.1. Ипотекани қайта молиялаштиришнинг икки поғонали модели

Ўзбекистонда борган сари аҳолининг уй-жойга бўлган талаби кескин равишда ошиб бормоқда. Бунинг учун йил давомида уй-жой бозоридаги нархларнинг таҳлилидан яққол куришимиз мумкин.⁴²⁶ Бунда нархлар индекси деярли 10 баробардан ошиб кетди. Мавжуд ҳолат аҳолининг банк кредитларига бўлган

⁴²⁴ Муаллиф ҳоҳиши билан Б.Сатторов ва Б.Шоҳсупов материаллари Ёрдамчида ва иштирокида ёзилган.

⁴²⁵ Муаллиф ҳоҳиши билан Д.Абдурахимова ва Н.Абдурахимов материаллари Ёрдамчида ва иштирокида ёзилган.

⁴²⁶ Доклад ЦЭИ по проекту «ГЭМ-2009» ПРООН. Активы домохозяйств как важнейший инвестиционный ресурс. // Экономическое обозрение, №3, 2010.-с.20-25; Поначалов Г. Основные игроки заглянули в ожидания ценового «дна». // Экономическое обозрение, №3, 2010.-с.48-50; Рузметов Б. Обзор рынка жилой недвижимости Ташкента. // Экономическое обозрение, №3, 2010.-с.51-53; Азиев С. Риелтор – это как семейный доктор. // Экономическое обозрение, №3, 2010.-с.54-55; Лебедь Д. Спрос понижался. Но потребность в жилье не спала. // Экономическое обозрение, №3, 2010.-с.63-65.

талабини кўпайтирди. Бу эса, албатта Ўзбекистон Республикаси Ҳукумати, Марказий банки ва тижорат банклари раҳбариятининг диққат назаридан четга қолгани йўқ.

Бунда ипотека кредити қўйидаги тартибда берилади:

Ипотека кредитлари тижорат банклари томонидан қайта-ришлик, тўловлилик, таъминланганлик ва муддатлилиқ шартлари асосида қўйидаги мақсадлар учун берилади:

- қонун ҳужжатларида белгиланган тартибда келишилган якка тартибдаги ва намунавий лойиҳа асосида, қурилишнинг белгиланган нормалари ва қоидаларига риоя қилиб якка тартибда уй-жой қуриш ва реконструкция қилиш;

- ҳовлили уй-жойни ёки кўп қаватли уйдаги хонадонни сотиб олиш.

Банклар томонидан ипотека кредитлари қўйидагилар ҳисобидан берилади:

1) ипотека кредити беришни қўллаб-қувватлаш жамғармасининг имтиёзли кредит линиялари;

2) кредит линиялари, шу жумладан имтиёзли кредит линиялари, халқаро ва хорижий молня институтларининг ипотека кредити учун берилган грантлари ва инвестициялари;

3) тижорат банкларининг ўз маблағлари ва жалб қилинган маблағлари.

Одатда Жамғарманинг имтиёзли кредит линиялари ҳисобидан бериладиган кредитлар уч йиллик имтиёзли давр ва фоииз ставкаси билан камида 15 йил муддатга берилади, фоииз ставкаси миқдори ипотека кредити беришни қўллаб-қувватлаш жамғармасини бошқариш бўйича Васийлик Кенгаши томонидан ҳар бир кредит линияси бўйича тасдиқланади ва у йилига 5 фоииздан ортиқ бўлиши мумкин эмас. Тижорат банки томонидан Жамғарманинг имтиёзли кредит линиялари ҳисобидан бериладиган ипотека кредити миқдори:

- якка тартибда ҳовлили уй-жой қурилиши ва сотиб олиш учун қонун ҳужжатларида белгиланган энг кам ойлик иш ҳақининг 3000 барабаригачани;

- якка тартибда қурилган уй-жойни реконструкция қилиш, шунингдек қўп квартиралли уйдаги квартирани сотиб олиш учун энг кам ойлик иш ҳақининг 2500 барабаригачани ташкил этади.

Қарз олувчи ипотека кредити олиш учун буюртманома тақдим этганда банкнинг ипотека кредити олиш учун буюртманомаларни

қабул қилиш бўйича масъул ходими миждозга ипотека кредитининг асосий йўналишлари бўйича изоҳ беради. Шунингдек, у миждознинг барча саволларига жавоб беради ҳамда унга ипотека кредити бериш юзасидан буюртманомани расмийлаштириш учун талаб этиладиган барча ҳужжатлар рўйхатини тақдим этади. Қарз олувчи ипотека кредити олиш учун банкка мурожаат қилгандан кейин банк қарз олувчининг ипотека кредитини олиш жараёнидаги тахминий харажат турлари билан таништиради. Қарз олувчи ипотека кредити олишда қўйидаги харажатларни амалга ошириши керак:

- ипотека кредити туғрисидаги шартномани нотариал тасдиқлаш учун давлат божи;

- гаровга қўйилган кучмас мулкни суғурталаш билан боғлиқ харажатлар;

- мулк қийматини баҳолаш учун тўлов;

- ипотека туғрисидаги шартномани рўйхатдан ўтказиш учун тўлов.

Қарз олувчи томонидан якка тартибда уй-жой қуришга кредит олиш учун тижорат банкка сўралаётган кредит суммасини қўрсатган ҳолда кредит олишга буюртманома билан бирга қўйидаги ҳужжатлар тақдим этилади:

- якка тартибда уй-жой қуриш учун ариза берувчининг ер учаткасига бўлган ҳуқуқини тасдиқловчи ҳужжатнинг нотариал тасдиқловчи ҳужжатнинг нотариал тасдиқланган нусхаси;

- ариза берувчининг ва у билан бирга яшайдиган оила аъзоларининг даромадлари туғрисидаги охириги 12 ой учун доимий иш жойидан берилган маълумотномалар;

- якка тартибда уй-жой қуришга қонун ҳужжатларида белгиланган тартибда келишилган ва қарз олувчи томонидан тасдиқланган лойиҳанинг нусхаси;

- ариза берувчининг номига очилган жамғарма омонат ҳисоб рақамида пул маблағлари жойлаштирилгани туғрисидаги банк маълумотномаси;

- ариза берувчининг оиласи таркиби туғрисидаги яшаш жойидан берилган маълумотнома ва унинг паспорт нусхаси.

Банк томонидан ипотека кредитлари ссуда ҳисоб рақамидан маблағларни қарз олувчининг банк кредит карточкаларига ўтказиш йўли билан ҳам берилиши мумкин. Бунда банк кредит карточкаси қарз олувчи номига алоҳида шартномани расмийлаштириш йўли билан берилади. Шартномада ушбу банк кредит пластик

карточкасидаги маблағлардан фақат якка тартибда уй-жой куришга ёки якка тартибдаги уй-жойни реконструкция қилиш учун курилиш материалларини сотиб олишда фойдаланилиши белгилаб қўйилиши керак. Ушбу банк кредит пластик карточкаларидан нақд пул берилишига йўл қўйилмайди.

Қарз олувчи банк кредит пластик карточкаси воситасида амалга оширилган операциялар туғрисида ҳар ойда банкка терминаллар чеклари, сотиб олинган товарлар учун чакана савдо ташкилотлари ва якка тартибдаги тадбиркорлар томонидан бериладиган счётлар, квитанциялар, юкхати ёки қонун ҳужжатларида белгиланган бошқа ҳужжатлар илова қилган ҳолда ҳисобот тақдим этиши керак. Банк ҳисоботга илова қилинган ҳужжатларни таҳлил этиш жараёнида банк кредит карточкаси воситасида ҳисоб-китоб қилиш вақтида кредитдан бошқа мақсадларда фойдаланилганини аниқлаган тақдирда банк кредит карточкаси туғрисидаги шартнома бекор қилинади, банк кредит карточкаси ҳисоб рақами ёпилади ва банк кредит карточкаси олиб қўйилади. Кредитнинг бошқа мақсадлар учун фойдаланилган қисми учун кредит шартномасида белгиланган миқдорда жарима солинади ва уни ундириб олиш чоралари кўрилади.

Ипотека кредитларининг қуйидаги афзалликларини айтиб ўтиш жоиз.

Маълумки, ипотека кредитининг асосий афзаллиги, унинг куриляётган ёки сотиб олинаётган уй-жой, квартира, ишлаб чиқариш объектини гаровга олган ҳолда, кредитлаш имкониятининг вужудга келишидadir. Бу Ўзбекистон шароитини, яъни уй-жойга бўлган катта талаб мавжудлигини инобатга олган ҳолда янада муҳим аҳамият касб этади. Бу ҳолатда уй-жой куриш учун кредит олаётган jisмоний шахснинг ёки ишлаб чиқариш объектини куриш учун кредит олаётган юридик шахснинг кредит қайтариши таъминоти сифатида қўшимча мол-мулки мавжудлиги талаб этилмайди.

Ипотека кредитига хизмат кўрсатиш банкдан ушбу кредитнинг мақсадли ишлатилиши устидан доимий назорат ўрнатишни талаб этади, чунки бундай назоратнинг йўлга қўйилмаслиги банкка берилган кредитлар учун йўналтирилган маблағларни йўқотиш хавфини туғдиради.

Жаҳон банкчилиқ амалиётидан маълумки, ипотека кредитлари узоқ вақтда, одатда 10-30 йилгача муддатга берилади. Ҳозирги

вакtda Ўзбекистонда ипотека кредитининг муддати 15 йилгача белгиланган. Ипотека кредитининг муддати қанчалик узоқ бўлса, уни қайтариш муддатининг чузилиши ҳисобига қарздор томонидан асосий қарзнинг ҳар ойлик тулови миқдори кичиклашиб, бу ипотека кредитидан фойдаланувчилар доирасининг кенгайишига олиб келади. Иккинчи томондан, ипотека кредити муддати қанчалик узоқ бўлса, қарздор томонидан туланадиган фойзининг умумий миқдори ҳам шунчалик ошиб боради.

Агар инфляциянинг йиллик даражаси ипотека кредити учун ўрнатилган фойз даражасидан юқори бўлса, оқибат-натигада бу ҳолат банклар томонидан берилган ипотека кредитларига инвестиция қилинган маблағларнинг қадрсизланишига олиб келади. Шунинг учун банклар томонидан фойз сиёсатини ишлаб чиқишда инфляция даражаси ҳисобга олинишини тақозо этади.

Уй-жой қурилишини, умуман бошқа қурилишларнинг ривожланиши биринчи навбатда, қурилиш материаллари ва конструкциялари ишлаб чиқариш, қурилиш машинасозлиги ривожланиши, ёғочни қайта ишлаш саноати ва маиший электр буюмлари ишлаб чиқариш ҳамда бошқа қурилиш соҳалари билан боғлиқ бўлган тармоқлар ривожланишига бевосита таъсир қурсатади.

Юқорида санаб ўтилган тармоқлар билан ишлаб чиқариш кооперацияси орқали боғлиқ бўлган бошқа барча саноат тармоқлари, яъни уларга хом-ашё, материаллар, ускуналар, техника етказиб берадиган тармоқлар маҳсулотларига бозорда талаб қўпайиши натижасида ушбу тармоқларда ҳам барқарорлашув ва ишлаб чиқаришнинг ўсишига эришилади.

Минглаб янги ишчи ўринлари вужудга келиши натижасида истеъмол товарлари учун харидга қодир талаб объектив тарзда ўсади. Бу эса, ўз навбатида, истеъмол товарлари ишлаб чиқарувчи саноат тармоқлари ва қишлоқ хўжалиги маҳсулотлари ишлаб чиқаришнинг жадаллашувига олиб келади. Демак, ипотека кредитининг ривожланиши, бутун иқтисодиёт ривожланиши учун дастлабки туртки вазифасини бажаради, десак, хато бўлмайди.

Ишлаб чиқариш соҳасини ривожлантириш учун ипотека кредити бериш, ушбу кредит ҳисобига қурилаётган ишлаб чиқариш биноларини гаровга олган ҳолда кредитлаш билан боғлиқдир. Ишлаб чиқариш соҳасини, биринчи навбатда, саноатни ипотека асосида кредитлаш уни модернизация қилиш, маҳсулот сифатини оширишга олиб келади.

Ипотека кредити иқтисодиётнинг барча соҳаларини, жумладан, хизмат кўрсатиш ва савдо соҳасини ҳам ривожлантиришга туртки бериши шубҳасиз. Аммо, ипотека кредитининг кичик тадбиркорликни ривожлантиришдаги ўрни бекиёслигини алоҳида таъкидлаш лозимдир.

Кичик тадбиркорлик субъектлари ўз ишлаб чиқаришларини ташкил этиш учун бевосита банк кредитига эҳтиёжи катта бўлгани ҳолда, кредитни қайтариш таъминоти сифатида гаровга қўйиш учун етарли мол-мулкка эга эмаслиги, улар учун банк кредити олиш имкониятини чеклайди. Бу энди иш бошлаётган барча кичик тадбиркорлик субъектлари учун хос бўлган умумий ҳолатдир. Ипотека кредити эса, ушбу муаммони ечишга имконият яратади ва натижада мамлакатда кичик тадбиркорлар қатлами ҳамда уларнинг ЯИМдаги улушининг ошишига таъсир кўрсатади.

Ипотека кредитининг энг муҳим афзалликларидан бири - мамлакатда иқтисодий барқарорлик мустаҳкамланиши ва иш билан банд бўлган аҳоли сонининг ошишига ижобий таъсир этиши бўлса, иккинчи томондан, у аҳолининг уй-жойга бўлган талабини қондиради. Ўз уйи ёки квартираси бор инсон руҳан тетик бўлиб, у оила қуриш ва фарзандларини вояга етказиш имкониятига эга бўлади.

Ёш оилаларни моддий ва маънавий қўллаб-қувватлаш Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2007 йил 18 майдаги «Ёш оилаларни моддий ва маънавий қўллаб-қувватлашга доир қўшимча чора-тадбирлар туғрисида»ги Фармонида ёш оилаларни моддий ва маънавий қўллаб-қувватлашни янада кучайтириш, ёшларимизнинг меҳнат фаолиятини бошлашларида ва мустақил ҳаётга кириб боришларида уларга зарур ёрдам кўрсатиш, оилаларини таъминлашлари учун уларнинг барқарор даромад манбаларини шакллантириш йўллари ва амалий рағбатлантириш омилларини яратиш ҳамда уларни уй-жой ва маиший шароитларини яхшилашга доир қўллаб масалалар камраб олинган.

Шунингдек, Фармонда республикаміздаги тегишли вазирлик ва идоралар, банклар ва жамоа ташкилотлари зиммасига мамлакатимизнинг ҳар бир ҳудудида Янги иш ўринлари очиш, ёшларнинг кичик бизнес ва тадбиркорлик ишларига фаол жалб қилиш, ёш оилаларнинг уй-жой билан таъминланиши ишларини ташкил этишлари учун микрокредитлар ажратиш, касаначиликни ривожлантириш ва ёш оилаларнинг барқарор даромад манбаларини

шакллантиришлари учун зарур шароитлар яратиш вазифалари юклатилган.

Тижорат банклари, «Камолот» ёшлар ижтимоий-ҳаракати, Савдо-саноат палатаси, Ўзбекистон Республикаси Иқтисодиёт вазирлиги ва Молия вазирлигининг тижорат банклари томонидан имтиёзли шартлар асосида ёш оилаларга ипотека, истеъмол кредитлари ва микрокредитлар шаклларида қуйидаги мақсадлар учун берилади:

- 1) кичик бизнес ва хусусий тадбиркорликни ташкил қилиш;
- 2) уй-жой қуриш, таъмирлаш ва сотиб олиш;
- 3) уй ҳужалигини йўлга қўйиш;
- 4) мебел ва бошқа узоқ муддат фойдаланиладиган ҳаётий зарур товарлар сотиб олиш.

Юқорида келтирилган асосида қуйидаги таклифларни бериш мумкин.

Қуриб чиққанимиздек, ипотека кредитларини расмийлаштириш ва тақдим этиш жараёни унчалик мураккаб жараён эмас. Аммо, реал банк амалиёти таҳлили бу соҳада ҳал этилмаган баъзи муаммолар мавжудлигини кўрсатади. Бу биринчи навбатда, ипотека кредитларини бериш учун зарур бўладиган кредит ресурслари ва уларнинг самарали бозоридир.

Тижорат банклари олдида турган энг оғир муаммо ипотека кредитлари бериш бўйича талаб даражаси арзон бўлган ресурсларни топишдир. Ҳамда мавжуд инфляция даражаси сақланиб қолса, даромадни йўқотмаслик чора-тадбирларини амалга оширишдир.

Банк ресурсларининг асосини ташкил этувчи аҳоли омонатлари ўртача йиллик 14 фоиздан қабул қилинган.

Иккинчидан, 2009 йил якунларига кўра инфляция даражаси 7,8 фоизни ташкил этди.

Бу иккала фактор Низомда кўзда тутилган шартлар, яъни 15 йил муддатга 5 фоиз миқдорли кредитларни имтиёзли давр билан берилишини деярли йўққа чиқаради. Чунки, тижорат банклари даромад олиш учун ташкил этилган муассасадир. У зарарга ишламайди. Бундай муаммоларни ҳал этишнинг йўналишлари тариқасида қуйидагиларни таклиф этиш мумкин:

1. Тижорат банклари халқаро молия-кредит институтларидан ипотека кредитларини бериш шартларида мос келувчи маблағларни жалб қилиш бўйича ишларни жадаллаштириш.

2. Аҳолига уй-жой қурилишини молиявий жихатдан қўллаб-қувватлаш ишида актив фойдаланишини таъминлаш учун махсус узоқ муддатли камида ун йиллик депозит сертификатларини муомалага чиқариш ҳамда ипотека кредитларини кредит объекти суммасининг 20 фоизидан кам бўлмаган миқдордаги депозит сертификатларига эга бўлган шахсларга бериш. Депозит сертификатлари ва аҳоли омонатларини йўқотишлари олдини олиш учун ҳар молия йили охирида тижорат банклари томонидан реал инфляция даражасида компенсация тўловларини амалга ошириш.

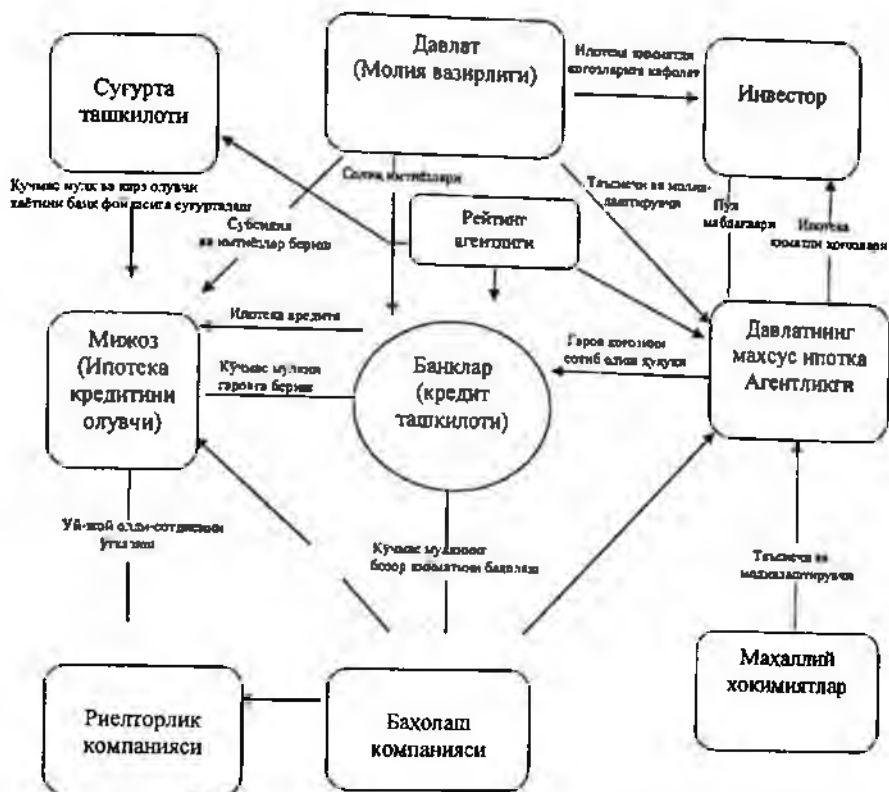
3. Икки поғонали ипотека бозорини 6.4-расмда келтирилган модел тузилмаси бўйича амалда жорий қилиш.

4. Секьюритизация қоғозларининг фоиз ставкалари ўзгармас бўлиши ва бозор муомаласида уларнинг таъминот базиси бозор қиймати (баҳоси) ва иккиламчи бозор нархи ўзаро эквивалентлиги⁴²⁷ қатъиян таъминланиши зарур (3.7-параграф). Бунинг учун ҳолис баҳоловчи компанияларни 6.4-расмдаги моделга биноан жалб қилиш лозим.

5. Ипотека кредитларини бериш жараёнига риелторларни жалб қилиш. Бунда улар банк ва кўчмас мулк учун ипотека кредитларини олувчилар билан ишлаш жараёнида секьюритизация қоғозларининг бозор муомаласида уларнинг таъминот базиси (яъни кўчмас мулк) бозор қиймати (баҳоси) ва иккиламчи бозор нархи ўзаро эквивалентлиги қатъиян таъминланишини ҳисобга олиб фаолият юритишлари лозим.

Икки поғонали ипотекани қайта молиялаштириш бозори (6.4-расм) давлат даражасида ипотека кредитларини қайта молиялаш билан шуғулланувчи махсус Агентлик тузилишини тақозо этади. Агентликнинг мақсади, шундай ипотекали кредитлаш механизминини шакллантириш ҳисобланадики, у бир томондан, ипотека кредитларининг фоиз ставкаларини аҳоли учун қулай даражада шакллантириш имконини беради, иккинчи томондан эса, ипотекани кредитлаб молиялаштириш жараёнига узоқ муддатли ресурсларни жалб қилиш имконини беради.

⁴²⁷ Шохаззамий Ш.Ш. Концепция сущности рынка ценных бумаг // Молия, Т., №1, 2009.-с.82-91.



6.4-расм. Ўзбекистонда икки поғонали ипотека ва уни қайта молиялаштириш моделини амалда жорий қилиш схемаси

Фикримизча, икки поғонали модел (6.4-расм) нисбатан такомиллашган механизм ҳисобланади. Бунда тижорат банклари ипотека кредитларини миждларга мақбул бўлган фоиз ставкаларида берадилар. Ундан кейин, кредитлар Агентлик томонидан сотиб олинади ва Агентлик ипотека мажбуриятлари таъминоти асосида ипотека облигацияларини чиқариш асосида секьюритизацияни амалга оширади. Агар мазкур облигациялар бўйича муаммо юзага келса, давлат тўлов юзасидан кафилдор ҳисобланади ва тўловни амалга оширади. Тижорат банклари ипотека кредитларининг фоиз ставкалари Агентликнинг ипотека облигациялари бўйича белгиланган фоиз ставкалари асосида шаклланади. Бунда, албатта, банкнинг 1,25–2,0 фоиз миқдоридаги маржаси ҳам ҳисобга олинади. Фикримизча, Ўзбекистон Республикаси Марказий

банкнинг қайта молиялаш ставкаси Агентликнинг ипотека мажбуриятлари бўйича белгилайдиган фоиз ставкалари учун асос бўлиб хизмат қилиши лозим.

Шунингдек, ипотека облигациялари реал қийматининг пасайишига йўл қўймаслик ва бунда унинг объектив бозор нархига эквивалентлилик даражасини таъминлаш даркор. Акс ҳолда, ипотека облигацияларининг жалбдорлиги кескин пасаяди. Бунда ипотека облигацияларининг жалбдорлигига путур етишининг олдини олиши учун қуйидагича йўл тутиш мақсадга мувофиқ:

- инфляциянинг кучайишига, миллий валютанинг қадрсизланишига йўл қўймаслик;

- ипотека облигацияларига шундай даражада фоиз тўлаш керакки, ушбу фоиз облигацияларнинг инфляция ва миллий валютанинг алмашув курси таъсирида пасайган қийматини қоплаш имконини берсин.

Таъкидлаш жоизки, Ўзбекистон Республикаси Фуқаролик кодекси, «Гаров тўғрисида»ги, «Мулк тўғрисида»ги, «Ипотека тўғрисида»ги қонунлари Ўзбекистон Республикаси Президенти томонидан белгиланган муҳим йўналишларидан бири бўлган уй-жой қурилиши ва ипотека бозорини янада ривожлантиришни амалга ошириш учун шарт-шароитлар яратишга хизмат қилмоқда. Ушбу қонунлар Ўзбекистонда мазмунан ипотеканинг икки поғонали моделига (9-илова) асос бўлиб, аммо уни тўлиқ жорий қилиниши учун қўшимча тарзда «Ипотека облигациялари тўғрисида»ги ва «Секьюритизация тўғрисида»ги янги қонунларни ишлаб чиқилиб қабул қилинишини ҳамда «Қимматли қогозлар бозори тўғрисида»ги, «Биржалар ва биржа фаолияти тўғрисида»ги, «Суғурталаш тўғрисида»ги, ва «Риэлторлик тўғрисида»ги ва «Банклар ва банк фаолияти тўғрисида»ги қонунларни мос равишда улар билан уйғунликда такомиллаштирилишини тақозо этади.

Шундай қилиб, икки поғонали ипотекани кредитлаш ва қайта молиялаштириш механизми давлатнинг молиявий қўллаб-қувватланишига асосланган мукамал молиявий муносабатлар механизми ҳисобланади.

6.5.2. Активлар секьюритизациясининг бир поғонали модели

Мамлакатлар ижтимоий-иқтисодий ривожланиши нафақат реал сектор, балки молия-кредит тизими (МКТ)нинг ривожланиши билан белгиланади. Бунда самарали молиявий инновациялар рақобатли ривожланиш учун катта имкониятлар очиб беради. Ўзбекистон учун бундай инновациялардан бири –бу жаҳон амалиётида кенг ривож топган активлар секьюритизацияси ва унинг бозори (АСБ) бўлиб, ушбу амалиётни Ўзбекистон учун маъқул шароитларда ва давлатнинг замонавий макроиқтисодий сиёсати контекстида қўллаш муҳим масалалардан бири ҳисобланади. Чунки АСБни шакллантириш – МКТ институтлари ва инвесторлар учун даромад олишнинг улкан манбаини ҳосил қилиш демакдир. Айнан бунинг учун мамлакатимизда етарли шарт-шароитлар ва ресурслар мавжуд бўлиб, уларни АСБ инфратузилмасини шакллантириб ривожлантиришга йўналтириш мумкин.

Энг аввало, Ўзбекистон шароитида АСБ инфратузилмасини шакллантириш учун активлар секьюритизациянинг Ўзбекистон учун энг маъқул бўлган моделини танлаб олиш керак. Бунинг учун халқаро амалиёт (9-илова) шунини кўрсатмоқдаки, секьюритизациянинг икки поғонали классик модели (6.5.1-параграф) Ўзбекистон шароитида ипотекани қайта молиялаштиришга кўпроқ тўғри келмоқда. Лекин айтиш мумкинки, ҳужалик юритувчи бизнес субъектлари (банклар, суғурта ва лизинг компаниялари, фирмалар)нинг активлари секьюритизацияси учун эса 9-иловада келтирилган бир поғонали моделни ҳам қўллаш унинг бир қатор имкониятлари ўлароқ (9-илованинг П8-жадвали) мумкин. Ушбу П8-жадвал таҳлили шунини кўрсатмоқдаки, Ўзбекистон шароити учун бир поғонали моделнинг афзалликлари бир мунча кўп бўлган мамлакатимизнинг босқичма-босқич ривожланиши бораётган қимматли қўғозлар бозорида инвесторлар эътиборини айнан секьюритизация инструментиға жалб қилиш муҳим масала ҳисобланади. Бунда бир поғонали моделда инвесторнинг манфаатлари нуктаи назаридан кредит ва кредиторнинг қарзларни муддатидан илгари сўндириш рисклари айнан инвесторға юкланмаслиги ижобий ҳолатдир. Шунингдек, бир поғонали моделнинг таъминланган облигациялар турининг моҳияти ва чиқарилиш жараёни мамлакатимиз фонд бозорида кенг тарқалган корпоратив облигациялар билан боғлиқ тажрибаға яқин бўлганлиги

сабабли, бундай секьюритизация инструментини амалиётга тадбиқ этиш мумкин. Яна бир масала, таъминланган облигацияларни чиқариш тузилмаси икки поғонали модел инструментларига нисбатан соддароқ ва кам харажатлироқ бўлиши айнан биринчи моделнинг танланиши учун асос бўлиши мумкин.

Бунда оригинаторнинг активлар секьюритизациясининг бир поғонали моделини танлашига қуйидагилар сабаб бўлиши мумкин:

- қонунчилик билан боғлиқ муаммоларга дуч келмаслик учун;
- оригинатор ўз активларини учинчи томонга бера олмаслиги;
- оригинатор кредиторлар билан муносабатларини сақлаб қолиши учун;

- оригинаторнинг арзон молиялаштиришга эҳтиёжи йўқ, у фақат рискларни хеджирлаш тарафдори.⁴²⁸

Шу билан бирга таъкидлаш жоизки, Ўзбекистондаги МКТ институтлари кредитлаш жараёнида ҳужалик юритувчи субъектларнинг ўзаро муносабатларини бевосита ҳамда билвосита тартибга солувчи бир қатор қонунчилик ва қонун ости меъёрий ҳужжатлар амал қилмоқда.⁴²⁹ Улар Ўзбекистонда активлар секьюритизациянинг бир поғонали балансдаги моделига (9-илованинг П8-жадвали) минимал асос бўла олади. Лекин тўлалик учун қўшимча равишда «Секьюритизация тўғрисида» янги қонун (16-илова) ишлаб чиқилиши ва қабул қилиниши ва мавжуд қонун ҳужжатларига тегишли қўшимча ва ўзгартиришлар киритилиши лозим.

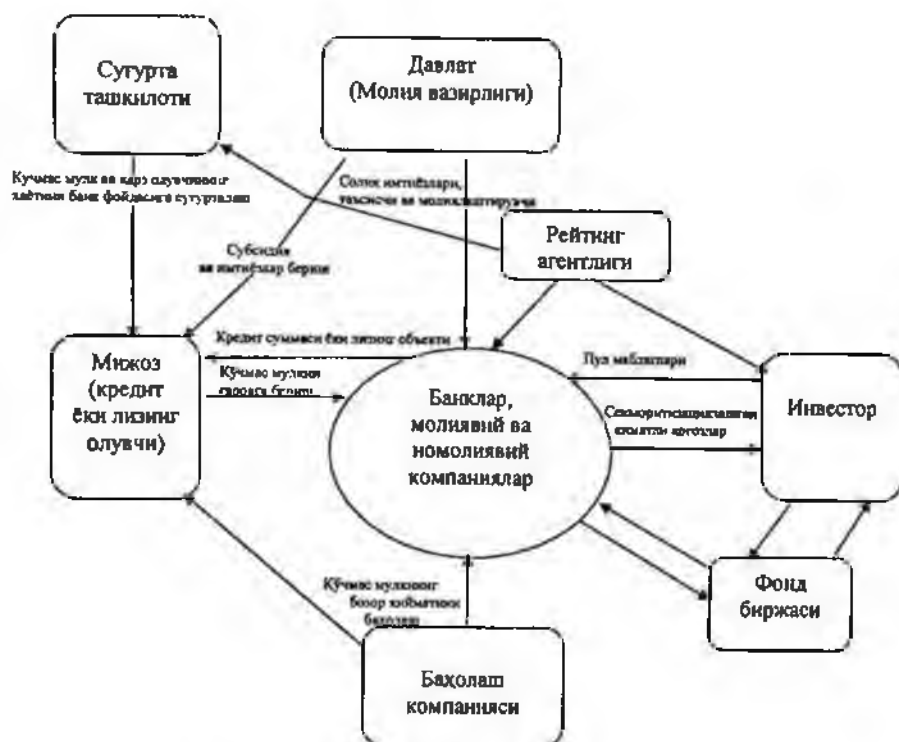
Шундай қилиб айтиш мумкинки, Ўзбекистонда АСБнинг шаклланиши учун қуйидаги 6.5-расмда берилган схемавий модел мақсадга мувофиқ.

АСБнинг инструментал тузилмасини балансдаги моделнинг (9-илованинг П8-жадвали) асосий кўринишларидан бири — таъминланган облигациялар (9-илова) ташкил қилади.

Фикримизча, бу моделнинг (6.5-расм) тузилмаси бир мунча содда ва нисбатан арзонлиги ушбу механизмни жорий қилиниши ва самарали фаолият кўрсатишини таъминлайди. Қуйидаги 6.9-жадвалда 6.5-расмдаги моделни шакллантирилишидан олинадиган натижа ва самаралар берилган.

⁴²⁸ Жан Жоб Де Врис Роббе, Поль Алик Секьюритизация и право/Пер. с англ.-М.: Волтерс Клувер, 2008.-600 с.

⁴²⁹ Уларнинг асосийлари Ўзбекистон Республикаси Фуқаролик кодекси, Ўзбекистон Республикасининг «Фуқаролик кодекси», «Банк ва банк фаолияти тўғрисида», «Героз тўғрисида», «Мушк тўғрисида»ги, «Лизинг тўғрисида»ги, «Истеъмол кредитлари» «Қимматли қогозалар бозори тўғрисида»ги, «Сутурга фаолияти тўғрисида», «Инвестиция фаолияти тўғрисида» қонуллари.



6.5-расм. Ўзбекистонда (бир поғонали) балансдаги активлар секьюритизацияси моделини жорий қилиш схемаси

Умуман олганда АСБни шакллантиришда инвестиция муҳитини, мавжуд қонун ҳужжатларини ҳамда микроиқтисодий сиёсатни ҳисобга олиш талаб этилади.

6.9-жадвал

Ўзбекистонда (бир поғонали) балансдаги активлар секьюритизацияси моделини жорий қилиниши натижасида олинниши мумкин бўлган натижа ва самара

т/р	Олиннидиган натижа ва самара	Қим олади
1	Айланма маблағлар тезлиги ошади, мос равишда олиннидиган даромад даражаси ҳам ўсади, активлар сифати яхшиланади, автоматизациялаш даражаси ортади	Молия-кредит ташкилотлари (эмитент)
2	Бозорда ишончли қозоннинг пайдо бўлиши натижасида инвестицион портфели диверсификацияси ортади ва унинг сифати ошади	Инвесторлар

3	Савдо ҳажми ошади, ривожланиш босқичининг кейинги фазасига ўтади	Миллий фонд бозори
4	Унинг сегментлари ўртасидаги боғлиқликни ва кучмас мулк бозори билан боғланиш имконини беради, натижада уларда инвестицион фаоллик даражасини оширади, инвестициялар ҳажми ва оқимини кўпайтиради. Миллий молия бозорининг бундай ривожланиши унга халқаро молия бозорларига интеграциялашуви жараёнини тезлаштиради, инновацион юқори сифатли инструментларни халқаро бозорга олиб чиқиш учун асос яратади.	Миллий молия бозори
5	Молия-кредит ташкилотлари учун мазкур инструмент арзон молиялаштириш манбаларини яратилиши фойз ставкаларининг пасайишига олиб келади.	Инфляция ва фойз ставкаси даражаси
6	Молия-кредит ташкилотлари, компаниялар айланма маблағлари ва уларнинг тезлиги ошиши реал иқтисодиётга ва аҳоли эҳтиёжи учун кредит бериш имконини кенгайтиради, инвестицион йирик лойиҳаларни молиялаштириш ҳажми ортади, натижада иқтисодиётни модернизациялаш жараёни тезлашади ва иқтисодий ўсиш ортади.	Иқтисодий ўсиш даражаси

Таъкидлаш зарурки, Ўзбекистонда икки поғонали моделни ҳам жорий қилиниши учун минимал базис мавжуд. Лекин ҳар иккала модел имкониятларидан максимал фойдаланиш мақсадга мувофиқ.

6.5.3. Секьюритизация бозорининг қонуний-меъёрий базаси ва регулятив тузилмасини такомиллаштириш

Жаҳонда бўлиб ўтган 2007 йилдаги ипотека инқироzi ва унинг ҳозиргача давом этаётган асорати асосида айтиш мумкинки, на фақат чет эл мамлакатлари учун, балки Ўзбекистон учун ҳам ипотекани қайта молиялаштириш бозорининг қонуний-меъёрий базаси ва регулятив тузилмасини жаҳон молиявий-иқтисодий инқирозидан кейинги даврда янада такомиллаштириш муаммоси турибди. Айнан Ўзбекистон учун бу муаммони давлатнинг замонавий макроиқтисодий сиёсати доирасида ечиш зарур. Бунда ипотека қимматли қўғозлари бозорини шакллантириш ва уни ривожлантириш учун аввало қабул қилинган Фуқаролик кодекси, Уй-жой кодекси, «Мулк тўғрисида»ги, «Гаров тўғрисида»ги ва «Ипотека тўғрисида»ги (2006 йил) Ўзбекистон Республикаси

қонунларининг мантикий давоми сифатида жаҳон тажрибасидан (9-илова) келиб чиққан ҳолда, юқорида таъкидланганидек, ипотекани қайта молиялаштириш, яъни ипотека қимматли қоғозлари ва уни секьюритизациялаш, бозорини шакллантириш ва тартибга солишга хизмат қилувчи «Ипотека облигациялари тўғрисида» ва «Секьюритизация тўғрисида»ги янги қонунларни ишлаб чиқиб қабул қилиш ва 3.6-параграфда таклиф қилинган молия бозорининг макрорегулятори моделини⁴³⁰ жорий қилиш лозим. Чунки бу модел, фикримизча, келажакда ипотекани қайта молиялаштириш ва қимматли қоғозлар бозорида «кредит купиги», «сугурта купиги» ва «қимматли қоғозлар бозори купиги» ҳосил бўлиши ҳавфини йўқотади. Шунинг учун Ўзбекистондаги мавжуд «Ипотека облигациялари тўғрисида» ва «Секьюритизация тўғрисида»ги янги қонунлар лойиҳасида айтиб ўтилган «купик»лар ҳавфининг олдини олиш заруратини ва биз берган эквивалентлилик тамойилига риоя қилиш бўйича тавсияларни ҳисобга олган ҳолда қайта ишлаш ҳамда мос равишда «Ипотека тўғрисида»ги, «Гаров тўғрисида»ги, «Акциядорлик жамиятлари ва акциядорларнинг ҳуқуқларини ҳимоя қилиш тўғрисида»ги ва «Қимматли қоғозлар бозори тўғрисида»ги мавжуд қонунларни 15- ва 16-иловаларда берилган лойиҳа вариантларига мос равишда қайта кўриб чиқиб қуйида келтирилган тегишли ўзгартириш ва қўшимчалар киритиш зарур.

1. «Ипотека тўғрисида»ги ва «Гаров тўғрисида»ги қонунларга ипотека объектининг қоплами бозор қиймати баҳоси ва бозор нархининг эквивалентлигини баҳолаш механизми киритилиши лозим.

2. «Ипотека облигациялари тўғрисида»ги қонун лойиҳасида қуйидаги янгиликлар киритилиши мақсадга мувофиқ (15-илова):

3-модда бўйича:

ваколатли орган – молия бозорининг макрорегулятори функциясини бажарувчи молия бозори ва қимматли қоғозлар операцияларини тартибга солиш бўйича давлат ваколатли органи;

⁴³⁰ Шоҳазамий Ш.Ш. Возможности создания макрорегулятора финансового рынка в Узбекистане. // Рынок денег и кредит, Т., 2006 г., №4 - С. 6-9.21; Концепция сущности рынка ценных бумаг. // Молия, Т., №1, 2009.-с. 82-91; Мировой финансово-экономический кризис: характер и предпринятые в мире и Узбекистане меры. // Молия, Т., №2, 2009.-с.4-11; Индикативные ориентиры развития рынка ценных бумаг с позиции финансовой безопасности и конкурентоспособности. // Молия, Т., №3, 2009.-с.80-91; Молия бозорини тартиблаштириш тизимини такомиллаштириш. // Жамият ва бошқарув, Т., 2009, №2.-с.23-36; Концепция экономической системологии. // Молия, Т., №4, 2009.-с.8-15 (давоми №1, 2010.-с.7-12); Концепция системы макрорегуляторов финансовых рынков с метастабильным элементом. // Материалы международной научно-практической конференции «Эффективность антикризисных программ и приоритеты посткризисного развития», 12 апреля 2010 г., ИПМИ при КМ РУз.- Т.: Узбекистан, 2010.

ипотека облигациясининг эмитенти — мазкур Қонун талабларига жавоб берган ҳолда ипотека облигацияларини муомалага чиқарувчи давлат ташкилоти — давлатнинг махсус ҳудудий ипотека агентликлари, тижорат банклари, ихтисослашган молия ташкилотлари ва Ўзбекистон Республикаси Молия вазирлиги ҳузуридаги ипотека кредитларини қўллаб-қувватлаш Фонди;⁴³¹

ипотека облигацияси — уни сақловчига эмитентдан унда кўзда тутилган муддатда облигация номинал қиймати ва облигация номинал қийматидан белгиланган фоизлар олиш ҳуқуқини тасдиқлайдиган, ипотека қоплами гарови билан таъминланган ҳужжатсиз шаклдаги эмиссион қимматли қоғоз;

ипотека қоплами агенти — битта чиқарувдаги ипотека облигациялари сақловчиларининг манфаатларини ифодалайдиган ва бу мақсадда ипотека қоплами сифати мониторингини амалга оширадиган ҳолис баҳоловчи ва ҳолис аудиторлик ташкилоти;

ипотека облигацияси ва унинг қоплами бозор қийматлари баҳоси ва бозор нархларининг эквивалентлилиги — битта чиқарувдаги ипотека облигациялари сақловчиларининг инвестиция рискин ва эмитентларнинг банкротлик рискин бартараф этиш мақсадида ипотека қоплами ва у бўйича чиқарилган ипотека облигацияси бозор қийматлари баҳоси ва бозор нархларининг ўзаро эквивалентлилик даражаси мониторингини ҳолис баҳоловчи ва ҳолис аудиторлик ташкилоти томонидан мунтазам амалга ошириш.

13-модда бўйича:

Ипотека облигациялари эмиссияси давлатнинг махсус ҳудудий ипотека агентликлари, тижорат банклари, ихтисослашган молия ташкилотлари, қонун ҳужжатларида белгиланган ҳолатларда эса Ўзбекистон Республикаси Молия вазирлиги ҳузуридаги ипотека кредитларини қўллаб-қувватлаш Фонди томонидан амалга оширилиши мумкин.

16-модда бўйича:

Ипотека қоплами сифати мониторингини амалга ошириш учун эмитент ипотека қоплами агенти (баҳоловчи ва аудиторлик ташкилоти) билан мос келувчи шартнома тузади.

3. «Секьюритизация тўғрисида»ги қонун лойиҳасида қуйидаги янгиликлар киритилиши мақсадга мувофиқ (16-илова):

⁴³¹ Мазкур қонунда давлатнинг махсус ҳудудий ипотека агентликларининг ўрнига Ўзбекистон Республикаси Молия вазирлиги ҳузуридаги ипотека кредитларини қўллаб-қувватлаш Фонди ва унинг ҳудудий бўлиmlарини киритиш мумкин.

2-модда буйича:

2) **секьюритизация** – банк ёки компания активларини молиялаштириш ва қайта молиялаштириш асосида ипотека облигациялари ёки бошқа турдаги эмиссион қимматли қоғозлар чиқариш йўли билан уларни ликвид шаклга ўтказиш;⁴³²

3) **тузилмалаштириш** – тўлов оқимлари ва реал молиявий активлар рискларини инвесторлар талабларига мос келувчи шаклларга трансформациялаш;

17) **секьюритизацияланган қимматли қоғозлар ва уларнинг қоплами бозор қийматлари баҳоси ва бозор нархларининг эквивалентлиги** – секьюритизацияланган қимматли қоғозлар буйича инвестиция riskини ва эмитентларнинг банкротлик riskини бартараф этиш мақсадида секьюритизацияланган қимматли қоғозлар ва бундай қоғозлар қоплами бозор қийматлари баҳоси ва бозор нархларининг ўзаро эквивалентлилик даражаси мониторингини ҳолис баҳоловчи ва ҳолис аудиторлик ташкилоти томонидан мунтазам амалга ошириш.

18) **ваколатли орган** – молия бозорининг макрорегулятори функциясини бажарувчи молия бозори ва қимматли қоғозлар операцияларини тартибга солиш буйича давлат ваколатли органи.

4-модда буйича:

Секьюритизацияланган қимматли қоғозлар чиқарувчи банк-оригинатор сифатида фақат Ўзбекистон Республикасининг охириги уч йил учун аудиторлик ташкилоти ҳулосаси билан тасдиқланган, рентабеллик, тўлов лаёқатига эгалик, молиявий барқарорлик ва ликвидлик ижобий кўрсаткичларига эга бўлган, шунингдек, мустақил рейтинг ва эквивалентлилик баҳоси олган тижорат банкларигина иштирок этиши мумкин.

12-модда буйича:

Секьюритизацияланган қимматли қоғозлар ва уларнинг қоплами бозор қийматлари баҳоси ва бозор нархларининг ўзаро эквивалентлиги даражаси мониторингини ҳолис баҳоловчи ва ҳолис аудиторлик ташкилоти томонидан мунтазам амалга оширилиши лозим.

17-модда буйича:

Оригинаторнинг охириги йил учун аудиторлик ва баҳоловчи ҳисоботи, оригинатор ва ихтисослашган молия ташкилоти ўртасида

⁴³² Умуман олганда, секьюритизация – активлар буйича қарз муносабатларини инфодаловчи ликвид қимматли қоғозларга трансформацияси ва трансфери жараёни, механизми.

тузилган ушбу секьюритизация битими бўйича талаб қилиш ҳуқуқларини инъом қилиш шартномаси ихтисослашган молия ташкилоти томонидан секьюритизацияланган қимматли қоғозлар чиқариш ҳақидаги қарорнинг ажралмас қисми ҳисобланади.

20-модда бўйича:

Секьюритизацияланган қимматли қоғозлар ва уларнинг қоплами бозор қийматлари баҳоси ва бозор нархларининг ўзаро эквивалентлилиги даражасига ҳолис баҳоловчи ва ҳолис аудиторлик ташкилотининг мустақил баҳоси берилган бўлиши лозим.

Секьюритизацияланган қимматли қоғозлар ҳар бир чиқарилишига мустақил рейтинг баҳоси берилган бўлиши лозим.

Ҳар бир ихтисослашган молия ташкилоти ёки банк-оригинатор мустақил рейтинг ва эквивалентлилик баҳоси олиши шарт.

4. «Қимматли қоғозлар бозори тўғрисида»ги қонунга қимматли қоғозлар ва уларнинг базиси (молиявий активлари) бозор қиймати баҳоси ва бозор нархининг эквивалентлилигини баҳолаш механизми киритилиши лозим.

5. «Акциядорлик жамиятлари ва акциядорларнинг ҳуқуқларини ҳимоя қилиш тўғрисида»ги қонунга жамият қимматли қоғозлари ва уларнинг базиси (молиявий активлари) бозор қиймати баҳоси ва бозор нархининг эквивалентлилигини баҳолаш механизми ҳамда бунинг учун жамият корпоратив бошқарувининг тафтиш комиссияси таркибига «ички баҳоловчи» хизмати⁴³³ киритилиши лозим.

Юқорида келтирилганларнинг барчаси Ўзбекистонда молия бозори макрорегулятори моделини⁴³⁴ қабул қилинишини тақозо этади. Бунинг учун «Молия бозори макрорегулятори тўғрисида» Ўзбекистон Республикаси янги қонунини ишлаб чиқиш ва қабул қилиш лозим.

Реал иқтисодиёт эквиваленти сифатида ипотека қимматли қоғозлари бозорининг (ИҚҚБ) энг муҳим ижтимоий ва иқтисодий

⁴³³ Шоҳязамой Ш.Ш. О совершенствовании модели и механизма корпоративного управления акционерными обществами в Узбекистане // Рынок, деньги и кредит, Т., 2004 г., №11 - С. 47-50; Основы секьюритизации. - Т.: Iqtisod-moliya, 2005.-376 с.; Экономическая системология: концепция и применение. - Т.: Iqtisod-moliya, 2010.-420 с.

⁴³⁴ Шоҳязамой Ш.Ш. Возможности создания макрорегулятора финансового рынка в Узбекистане // Рынок, деньги и кредит, Т., 2006 г., №4 - С. 6-9.21; Концепция сущности рынка ценных бумаг // Молия, Т., №1, 2009.-с.82-91; Мировой финансово-экономический кризис: характер и предпринимательские меры в Узбекистане // Молия, Т., №2, 2009.-с.4-11; Индикативные ориентиры развития рынка ценных бумаг с позиции финансовой безопасности и конкурентоспособности // Молия, Т., №3, 2009.-с.80-91; Молия бозорини тартиблаштириш тизимини такомиллаштириш // Жамият ва бошқарув, Т., 2009, №2.-с.23-36; Концепция экономической системологии // Молия, Т., №4, 2009.-с.8-15 (давоми №1, 2010.-с.7-12); Концепция системы макрорегуляторов финансовых рынков с метастабильзатором. // Материалы международной научно-практической конференции «Эффективность антикризисных программ и приоритеты посткризисного развития», 12 апреля 2010 г., ИПМИ при КМ РУз. - Т.: Узбекистан, 2010.

функциялари бажарилишини етарли даражасига эришиш негизидан унда ипотека қимматли қоғозлар билан боғлиқ муносабатлар қатнашчилари ўртасида соғлом рақобатга асосланган самарали эмиссион-инвестицион жараён таъминланади. Бироқ Ўзбекистонда «Ипотека тўғрисида»ги қонунда белгиланган ипотекани қайта молиялаштириш модели имкониятларидан ханузгача фойдаланилмай қелинмоқда. Бошқача қилиб айтганда, у ҳали илғор ривожланаётган мамлакатлардаги каби асосий иқтисодий муаммоларни, масалан, аҳолини уй-жой билан таъминлашни зарур ҳажмда молиялаштириш; миллий иқтисодиётга фонд бозори орқали инвестицияларни жалб қилишни кенгайтириш, халқаро молиявий бозорларга интеграциялашувни таъминлаш; капиталнинг тармоқлараро самарали кўчишини таъминлаш; ипотекани қайта молиялаштириш ҳисобига уларнинг рискинни пасайтириш учун суғурта ва баҳолаш тизимини ривожлантириш муаммоларини ҳал этадиган даражага етмаган.

Қўйилган мақсад ва вазифаларга 9-иловада берилган икки поғонали ипотека ва уни қайта молиялаштириш механизминини амалга ошириш асосида эришиш мумкин. Бунда асосий чоратадбирлар қуйидагилардан иборат:

1) ипотека қимматли қоғозлар бозорининг ҳуқуқий-меъёрий базасини такомиллаштириш;

2) ипотека қимматли қоғозлари бозорининг самарали фаолиятини ташкил этиш мақсадида унинг фаол институтларини шакллантириш;

3) Макрорегулятор концепцияси асосида ипотека қимматли қоғозлари бозорини мувофиқлаштириш ва назорат қилинишини ташкиллаштириш;

4) Секьюритизацияланган ипотека инструментлари билан бир қаторда уй-жой қурилишини жадаллаштирувчи ва уни қайта молиялаштиришни таъминловчи ипотека қимматли қоғозларини ҳам амалиётга киритиш;

5) Ипотека қимматли қоғозларига нафақат миллий инвесторларини балки чет эл инвесторларини жалб қилиш чоратадбирларини ишлаб чиқиш;

6) молия бозори (жумладан ИҚҚБ) орқали реал иқтисодиётга киритилган инвестицияларни қўллаб-қувватлаш ҳамда соҳа бўйича таълим, малака ошириш ва қайта тайёрлаш тизимларини ривожлантириш.

Хулоса қилиб айтиш мумкинки, юқорида Ўзбекистон учун берилган тавсия ва таклифлар мамлакатимизда мавжуд ёки лойиҳа кўринишидаги қонунларда амалга оширилиб жорий қилинса, миллий ипотека қимматли қоғозлари ва уни секьюритизациялаш бозорини самарали шакллантириб ривожлантириш мумкин. Шу билан бирга, жаҳон молия бозорида ҳанузгача мавжуд бўлган «кредит купиги», «суғурта купиги» ва «қимматли қоғозлар бозори купиги» деган салбий иллатлардан, демак, молиявий инқирозлардан, келажакда ҳолис бўлиш мумкин.

6.5.4. Ипотека секьюритизацияси бозорини ривожлантириш йўллари ва чоралари

Ипотека секьюритизацияси бозорини шакллантириб ривожлантириш учун юқорида айtilганлардан келиб чиққан ҳолда қуйидагиларни устувор йўналишлар ва уларни амалга ошириш чоралари этиб белгилаш мақсадга мувофиқ:

1. Ипотекани қайта молиялаштириш бозорининг қонуний-меъёрий базасини шакллантириш. Бунинг учун чоралар сифатида ипотека муносабатларининг ҳуқуқий асоси ҳисобланган ипотекани қайта молиялаштириш, бозор иштирокчилари муносабатларини шакллантириш ва тартибга солишга хизмат қилувчи «Ипотека облигациялари тўғрисида», «Секьюритизация тўғрисида»ги қонунларни ишлаб чиқиш зарур (15- ва 16-иловалар);

2. Ипотекани қайта молиялаштириш бозорида «купикларни» вужудга келишига йўл қўймаслик. Бунинг учун чоралар сифатида ипотека облигацияларининг бозор муомаласида эквивалентлилик, таъминланганлик, қатъий фонз ставкалилик, қайтаришлик, тўловлилик ва муддатлилик тамойилларига қатъиян амал қилинишини таъминловчи механизм ишлаб чиқиш. Хусусан:

- ипотека облигацияларининг бозор муомаласида эквивалентлиликни таъминлаш учун баҳоловчи компаниялар стандартларини мувофиқлаштириш асосида мижозлар, тижорат банклари, давлатнинг махсус Агентлиги ва унинг ҳудудий бўлинмаларига мол мулкни реал бозор қийматини баҳолаб беришни назарда тутувчи механизмни жорий қилиш;

- ипотека кредити ва унинг асосида чиқарилган облигациялар рискинни пасайтириш мақсадида махсус рейтинг агентлигини тузиш;

- кучмас мулкни ва унга ипотека кредитини олувчи ҳаётини банк фойдасига суғурталашни давлат суғурта ташкилотларига юклаш (бунда бевосита ипотека облигациясининг rischi пасайиб қайтаришлилики имконияти ортади);

- ипотека облигациялари фоиз ставкасини қатъий белгилаш ва бунинг учун Марказий банкнинг қайта молиялаштириш ставкаси асосида тижорат банкларининг 2-3 фоиз маржасини ҳисобга олиш;

- секьюритизацияланган ипотека облигацияларига фоиз тулашда йиллик ўртача инфляция таъсирини индексациялаб бориш асосида инвесторларнинг даромадини кафолатлаш;

- ипотека кредитини жаҳон амалиёти тажрибасидан келиб чиқиб ҳамда Ўзбекистоннинг ижтимоий-иқтисодий шароити хусусиятларини инобатга олган ҳолда 20-25 йил муддатгача (15 фоиз ўрнига) узайтириш зарур, яъни ипотека кредитининг муддати қанчалик узоқ бўлса, уни қайтариш муддатининг қўзилиши ҳисобига қарздор томонидан асосий қарзнинг ҳар ойлик тулови миқдори кичиклашиб, бу ипотека кредитидан фойдаланувчилар доирасининг кенгайишига олиб келади;

- ипотека кредитининг қайтмаслик riskини пасайтириш учун қарздорларнинг ёшини ва меҳнатга лаёқатлилигини инобатга олган ҳолда 40 ёшдан ошмаган миқдорларга кредит бериш;

- ипотека кредитининг мақсадли ишлатилиши устидан доимий назорат ўрнатиш асосида банк riskини пасайтириш усуллари ва мониторингини такомиллаштириш;

- ипотека облигациялари мониторингини амалга оширишнинг тартибини ишлаб чиқиш;

- ипотека агентларига мақсадсиз ишлатилаётган ипотека кредитлари суммасининг икки фоизигача мукофот белгилаш;

- ипотека қимматли қоғозлари қиймати ва уларнинг эмитент-компаниялари (базислар) эквивалентлиги зарурий даражасини, бу қийматлар ва ипотека қимматли қоғозлари бозорида унинг конъюнктураси асосида шаклланадиган ипотека қимматли қоғозларининг объектив нархи ўртасида эквивалентликни таъминлаш;

3. Ипотека облигацияларининг жалбдорлигига путур етишининг олдини олиши учун: инфляциянинг кучайишига, миллий валютанинг қадрсизланишига йўл қўймаслик. Бунинг учун чоралар сифатида:

- ипотека облигацияларига шундай даражада фоиз тулаш керакки, ушбу фоиз облигацияларнинг инфляция ва миллий

валютанинг алмашув курси таъсирида пасайган қийматини қоплаш имконини берилишини таъминлаш;

- ипотека облигацияларининг жалбдорлигини таъминлаш ва унинг йўқотиш рискинни олдини олиш учун ушбу облигацияларни ҳам суғурталаш тизимини шакллантириш.

4. Ипотекани қайта молиялаштиришнинг икки поғонали моделини 9-иловада берилган назарий қарашлар асосида 6.4-расмдагидек амалда жорий қилиш. Бунинг учун чоралар сифатида:

- аҳолини ижтимоий ҳимоялаш ва ипотека кредитларига бўлган талабни рағбатлантириш мақсадида давлат томонидан имтиёзли кредитлар бериш тартибларини ишлаб чиқиш (бунда узоқ муддатли ипотека кредитларини истеъмолчилари ортади ҳамда уй-жойга бўлган талаби қондирилиб борилади);

- Ўзбекистон Республикаси Марказий банкига Давлатнинг махсус ипотека агентлигига имтиёзли равишда кредит бериши тартибини ишлаб чиқиш;

- давлатнинг махсус ипотека агентлигини Ўзбекистон Республикаси Молия вазирлиги ҳузурида ташкил этиш;

- тижорат банкларининг ипотека облигацияси учун асос бўлган гаров қоғозини сотишдан олинадиган (1,25-2%) маржасини солиққа тортиладиган базадан чиқариш;

- тижорат банклари, суғурта компаниялари, баҳоловчилар ва бошқа ташкилотларнинг ипотекани қайта молиялаштириш бозоридаги фаолиятида уларнинг иқтисодий нормативлари ва ички бошқарув тизими талабларига мувофиқлигини жумладан: тижорат банкларининг капитал маблағларининг етарлилиги, ликвидлилиги билан бир қаторда транспарентлилиги, ўз миқозлари, акциядорлари ва инсайдерлари билан ишлаш қоидаларига риоя қилишини, мониторинг тартибини ишлаб чиқиш;

- давлатнинг махсус ипотека агентлигининг ҳудудий бўлинмалари фаолиятини маҳаллий ҳокимиятлар томонидан мониторингини олиб борилишини таъминлаш.

5. Ипотекани қайта молиялаштириш муносабатларида жаҳон амалиётидаги тегишли молиявий инструментларни муомалага киритиш. Бунинг учун чоралар сифатида:

- 6.4-расмдаги моделга мос равишда ипотека қимматли қоғозларининг муомаласи (ҳар бир тури бўйича) механизмини ишлаб чиқиш;

- ипотекани қайта молиялаштириш бозорининг хусусиятларига мос келувчи ҳосилавий қимматли қоғозларга рухсат бериш;

- ипотека қимматли қоғозларини муомалага чиқарувчи институтлар рўйхатини (яъни ипотекани қайта молиялаштириш бозорининг эмиссион тузилмани) белгилаш;

- ипотекани қайта молиялаштиришнинг 6.4-расмдаги моделда келтирилган институционал тузилмасини шакллантириб ривожлантириш.

6. Ипотекани қайта молиялаштириш бозорининг регулятив тузилмасини молия бозори макрорегулятори концепциясига⁴³⁵ асосланган ҳолда шакллантириш. Чунки ипотекани қайта молиялаштириш бозори бир вақтнинг ўзида кучмас мулк, ипотека кредитлари, қимматли қоғозлар ва суғурта бозорлари имкониятларидан фойдаланади.

7. Миллий ипотека қимматли қоғозлари бозорини халқаро миқёсда интеграциялашган ипотека қимматли қоғозлари бозорларига интеграциясини таъминлаш. Бунинг учун чоралар сифатида:

- ипотека қимматли қоғозлари рейтингтини халқаро рейтинг агентликлари тажрибаларидан келиб чиққан ҳолда белгилаш тизимини жорий қилиш;

- ипотека қимматли қоғозлари бозорига чет эл инвесторларини рисксиз жалб этишнинг ҳуқуқий-иқтисодий механизмини ишлаб чиқиш;

- валюта конвертацияси ва даромадлар репатриациясини йўлга қўйиш;

- миллий ипотека қимматли қоғозлари бозори транспарентлигини таъминлаш ва ахборотлар эркин алмашинувининг операцион-техник имкониятларини ошириш;

- миллий эмитентларнинг ипотека облигацияларини чет эл бозорларига чиқариш учун зарурий шарт-шароитлар яратиш ва ҳ.к.

8. Миллий ипотека қимматли қоғозлари бозори орқали давлатнинг аҳолини уй-жой билан таъминлаш сиёсатига мос равишда ушбу бозор мутахассисларини тайёрлаш ва малакасини ошириш тизимини ривожлантириш, ахборот ва таълим жиҳатларини қўллаб-қувватлаш. Бунинг учун чоралар сифатида:

⁴³⁵ Шоҳмазмиёй Ш.Ш. Молия бозорини тартиблаштириш тизимини такомиллаштириш // Жамият ва бошқарув, 2009, №2. - Б.80-82.

- миллий ва халқаро ипотека қимматли қоғозлари бозори мутахассисларини (бакалаврият ва магистратура даражасида) сифатли ва кўпроқ миқдорда тайёрлаш режасини ишлаб чиқиш;

- миллий ипотека қимматли қоғозлари бозори мутахассисларининг малакасини мунтазам равишда ошириб бориш ва сертификациялаштириб аттестациялаш тартибини ишлаб чиқиш;

- миллий ипотека қимматли қоғозлари бозорининг сертификацияланган ва аттестацияланган мутахассислари фаолияти бўйича умумий ахборот базаси ва мониторингини олиб бориш ташкил қилиш.

Юқорида белгиланган устувор йўналишлар ва уларни амалга ошириш чоралари бўйича берилган инновацион таклифларни давлатнинг ижтимоий-иқтисодий сиёсати доирасида амалга ошириш Ўзбекистонда секьюритизация бозорини ўрта муддатли истикболда прогрессив ривожланаётган мамлакатлардагидек даражага олиб келишини таъминлаши мумкин.

6.6. Қимматли қоғозлар савдосини ташкиллаштиришнинг интеграллаштирилган модели⁴³⁶

III боб ва V бобда ҳамда 6.5-параграф ва 7-иловада берилган натижалар миллий қимматли қоғозлар савдо тизими (ҚҚСТ)нинг иқтисодиётдаги аҳамияти ва роли пастигини, прогрессив ривожланаётган мамлакатлардаги каби иқтисодиётга инвестицияларни жалб қилиш (жамғармаларни инвестицияларга трансформация қилиш) вазифасини кутилган даражада тўлиқ бажара олмаётганини кўрсатганлиги сабабли, миллий иқтисодиётимизнинг реал секторига фонд бозори, айниқса унинг ташкиллашган савдо тизими орқали узоқ муддатли инвестицияларни жалб қилиш масаласи давлатимиз макроиқтисодий сиёсатининг диққат марказида турибди. Чунки бу масала ҳозирги мамлакат иқтисодиётини, хусусан реал сектор корхоналарида ишлаб чиқаришни модернизациялаш ва техник қайта жиҳозлаш, саноат ва иқтисодиётнинг барқарор ўсишига эришишни таъминлаш шариоитида жуда ҳам муҳимдир. Зеро, ушбу масаланинг ечимига стратегик (портфел) ва хорижий инвесторларнинг катта ҳажмдаги капиталини юқори даражада ташкиллашган савдо тизими орқали жалб қилмасдан эришиш қийин.

⁴³⁶ Муаллиф госяи асосида Ф.Муҳамедов материаллари ёрдамида ва иштирокида ёзилган.

Бунда таъкидлаш жоизки, мамлакат иқтисодиётини модернизациялаш ва инновацион ривожлантириш шароитида ушбу молиявий манбани ҚҚСТлари орқали инвестицияларга айланиши учун қулай инвестицион муҳит ва рағбатларга эга бўлган миллий ва хорижий жамғармалар ифодалайди. Бу эса ҚҚСТ орқали инновацион ўсишни, натижада, жаҳон молиявий-иқтисодий инкирози ва глобаллашув шароитида мамлакатнинг барқарор иқтисодий ривожланишини сезиларли даражада таъминлаш мумкин бўлган лойиҳаларни молиялаштириш мақсадларига ушбу манбадан самарали фойдаланиш механизми сифатида намоён бўлади.

Реал иқтисодиёт эквиваленти сифатида ҚҚСТ энг муҳим функциялари туфайли унда қимматли қозғалар билан муносабатлар катнашчилари ўртасида соғлом рақобатга асосланган самарали эмиссион-инвестицион жараён таъминланади. Бироқ Ўзбекистонда ҚҚСТ етарли даражада тўлиқ фойдаланилмаган имкониятлар салоҳиятига эга бўлсада, бу жиҳатдан ҳали етарли даражада ривожланмаган. Бошқача қилиб айтганда, у ҳали илғор мамлакатлардаги каби асосий иқтисодий муаммоларни, масалан, саноат ва иқтисодиёт ўсишини зарур ҳажмда молиялаштириш; молиявий ва номолиявий корхоналарнинг эмиссион-инвестицион фаоллигини ошириш; макроиқтисодий мувозанатга эришиш; капиталнинг тармоқлараро самарали кўчишини таъминлаш; ҚҚСТлари орқали молиялаштириш ҳисобига кичик бизнесни ривожлантириш муаммоларини ҳал этадиган даражага етмаган.

Ушбу ҳолатни ҚҚСТ тузилмавий моделининг тарқоқлиги ва оптимал даражада эмаслиги билан изоҳлаймиз. Чунки ушбу алоҳида олинган ҚҚСТлари айланмаларининг ҳажми жуда ҳам паст ва бу кўрсаткичлар уларни жаҳон ҚҚСТларига интеграциялашувини, ҳиққиро стандартлар ва талабларга жавоб беришини қийинлаштирилади. Бунда республикамиз ҚҚСТнинг салмоқли қисми уюшманинг еттидан тизими ҳиссасига туғри келади. Уюшган савдо тизимининг тарқибий қисми ҳисобланган «Тошкент» РФБ да эса давлат қисми мўлдатли облигациялари (ДҚМО) ва давлат қазна мажбурийлигининг (ДҚМ) муомаласи умуман йўқ. Ушбу турдаги қимматли қозғалар республика валюта биржасининг фонд бўлимида соатилмайдди. Ҳосилавий қимматли қозғалар ва уларнинг муомаласи учун ҳудудий-меъёрий асослар етарли бўлсада, амалда ҳамон уларнинг савдоси амалга оширилмаяпти. Бундан келиб чиқадикки, «Тошкент» РФБда фақатгина корпоратив қимматли

қоғозлар билан савдо (асосан акциялар)лар амалга оширмоқда. «Эльсис-савдо» биржадан ташқари электрон савдо тизими ва банклараро савдо тизими эса амалда фаолият кўрсатмаяпти. Бу эса ҚҚСТнинг модели оптимал эмаслиги ва уни ислоҳ қилиш кераклигини кўрсатади.

Юқорида айтилган муаммоли ҳолатни бартараф этиш учун Ўзбекистондаги ҚҚСТ тузилмасининг максимал даражада оптималлашган ва унификациялашган моделига ўтиш зарур. Бунда миллий ҚҚСТнинг унификацияланган, яхлит, оптимал моделини шакллантиришда ушбу жараёнга таъсир этувчи иккита муҳим омилни қайд этиш лозим.

Биринчи омил - жаҳонда сўнгги ўн йилликларда юз бераётган интеграциялашув тенденцияси⁴³⁷.

Иккинчи омил - 7-иловада фонд бозорига доир келтирилган статистика ва ундан келиб чиқадиган муаммолар⁴³⁸.

Ушбу омилларни ҳисобга олган ҳолда, тарқоқ савдо тизимларини унификациялашни (бирлаштиришни) ва ягона (бир бутун) ҚҚСТ моделида «Тошкент» РФБ негизига барча савдо тизимлари бирлашишини кўзда тутилган (6.6-расм). Бу орқали эса юқорида айтиб ўтилган муаммоларни имкон қадар бартараф этиш мумкин бўлади. 6.6-расмда келтирилган моделдаги савдо майдончалари қуйидагича таснифланади ва тавсифланади.

Листингга киририлган акциялар савдо майдончасида листинг тоифаси талабларига жавоб берадиган акциялар бўйича савдо амалга оширилади.

Валютага (ЭКВ) сотиладиган қимматли қоғозлар савдо майдончасида муомалага қўйилган миллий эмитентларнинг акцияларини хорижий (эркин конвертирланадиган) валютада олди-сотдиси амалга оширилади. Ушбу майдончада бир вақтнинг ўзида хорижий эмитентларнинг қимматли қоғозлари савдоси ҳам амалга оширилади.

⁴³⁷ Мисаломки, кейинги йилларда жаҳонда фонд биржаларининг бирлашиш жараёни юз бермоқда ва бутун интижамсида уларнинг умумий сонى камаймоқда. Масалан, Буюк Британияда фаолият кўрсатувчи барча фонд биржаларининг тартиб равишида бирлашгани 1973 йилда, Австралияда 1987 йилда, Францияда 1991 йилда, Швейцария ва Италияда ўтган асрнинг 90-йиллари ўрталарида содир бўлди. АҚШда ўтган асрнинг 30-йилларида 38 та фонд биржалари фаолият кўрсатган бўлса, бугунги кунда 8 та (НАСДАКни ҳисобга олмаса) қолди.

⁴³⁸ Алоҳида олинган қимматли қоғозлар савдо тизимларининг иқтисодийдаги аҳамияти, роли ва улар айланмалари (ҳажми) ўта пастлиги ҳамда уларни амалда даярли фаолият кўрсатмаётганлиги, ўзини оқламаётганлиги таъкидлаш лозим.



6.6-расм. Миллий фонд биржаси модели

Корпоратив облигациялар савдо майдончасида биржа томонидан қўйиладиган муайян талабларга жавоб берувчи корпоратив облигациялар савдоси амалга оширилади.

Давлат қимматли қозғалар савдо майдончасида турли муддат ва фойзаларга чиқариладиган Давлат облигациялари (асосан ДҚМО – Давлатнинг қисқа муддатли облигациялари) ва ғазна мажбуриятлари (асосан ДУМФМ – Давлатнинг ўрта муддатли ғазна мажбуриятлари) бўйича битимлар амалга оширилади.

Деривативлар савдо майдончасида базис активи турли манбалардан ташкил топган ҳосилавий қимматли қозғалар савдоси амалга оширилади.

Электрон савдо майдончасида листинг тоифаси талабларига жавоб бера олмаган акциялар савдоси (чакана ва улгуржи савдо) амалга оширилади.

Миллий фонд биржаси бошқарув органлари таркибига акциядорлар умумий йиғилиши, биржа кенгаши, тафтиш хайъати, ижроия органи ва унинг тузилмавий бўлинмалари киради.

Миллий фонд биржасининг тузилмавий бўлинмаларига листинг, котировка, малака ва низолар бўйича хайъат (арбитраж), маклериат, ҳисоб–клиринг палатаси, эксперт-таҳлил маркази, биржа аъзоларини аккредитациялаш ва акциядорлар билан ўзаро алоқалар сектори, методология сектори, Қорақалпоғистон Республикаси ва вилоятлардаги филиаллари киради. Бундан ташқари

миллий фонд биржа таркибида барча ташкилотларда бўлганидек девонхона, бухгалтерия, ҳукукий, хўжалик, ахборот технологиялари, халқаро алоқалар, алоқа ва ахборот хавфсизлиги каби бўлимларнинг фаолият юритиши кўзда тутилган.

ҚҚСТнинг оптимал моделини шакллантириш юзасидан қуйидаги чора-тадбирлар ўринли:

1. Республикамиздаги мавжуд барча акциядорлик жамиятларини, уларнинг молиявий имкониятидан келиб чиқиб, тегишли листинг тоифаларига қабул қилинишини таъминловчи ҳукукий-меъёрий ҳужжатларни ишлаб чиқиш.

2. Мамлакатимиз қимматли қоғозлар иккиламчи савдо тизимини ривожлантириш муаммоларини ҳал этишга қаратилган чора-тадбирларни ишлаб чиқиш.

3. Миллий ҚҚСТ фаолиятини ривожлантиришда маркет-мейкерлар ва трансфер агентлар фаолиятини жонлантирувчи, улар фаолиятини рағбатлантирувчи чора-тадбирларни ишлаб чиқиш.

4. Қимматли қоғозларга йўналтириладиган узоқ муддатли қўйилмаларга бўлган талабни ички манбалар, айниқса аҳоли жамғармалари ҳисобига таъминлаш ва уларни рағбатлантириш.

5. ҚҚСТ фаолиятини спекулятив инвесторлар ҳаракатларига боғланиб қолишини чегаралаш мақсадида назорат усулларини такомиллаштириш.

6. Ўтган йиллардагига нисбатан қимматли қоғозлар нархининг объектив шаклланиши, савдо тизимининг транспарентлиги, унда инвесторларнинг ҳуқуқ ва манфаатлари ҳимоясини таъминловчи, корпоратив бошқарув тамойиллари ва маданиятига асосланган ҚҚСТ меъёрларини ишлаб чиқиш.

7. ҚҚСТда инвестицион риск даражасини пасайтириш, қимматли қоғозлар ликвидлигини ошириш, молиявий инқирозлар ва улар туфайли юзага келадиган макроиқтисодий беқарорликларнинг олдини олишда унинг барқарорлигини таъминлаш.

8. Иқтисодиётда ҚҚСТ орқали инвестицияларни диверсификациялаш йўли билан муомалада бир неча тармоққа тегишли акциядорлик жамиятлари қимматли қоғозларининг айланишини таъминлаш (амалда банклар ва саноат тармоқлари бозор ҳажмининг 70 % дан ортиғини ташкил этади) ва бу орқали самарали рақобат муҳитини саклаб қолишга эришиш.

9. Ҳорижий шаклланаётган бозорлар билан таққослаганда маҳаллий савдо тизими рақобатбардошлигини ўсиши, тартибга

солувчи тусиқларнинг пасайиши, иқтисодийни модернизациялаш учун узоқ муддатли инвестициялар воситаси сифатида ҚҚСТнинг ривожланишини рағбатлантиришда давлатнинг ва ўзини-ўзи тартибга солиш институтларининг ролини ошириш.

10. Янги молиявий инструмент турларини бозорга жорий қилиш (биржа муомаласига молия инжиниринги асосида синтез қилинадиган инновацион маҳсулотлар - секьюритизация, IPO, PPO, SPO, деривативларни) орқали ҚҚСТ сегментларининг ҳажмини ошириш.

11. Миллий ҚҚСТни ҳорижий мамлакатлар прогрессив ҚҚСТларига интеграциясини таъминловчи меъёрларни ишлаб чиқиш.

12. ҚҚСТнинг ягона ахборот базасини яратиш ва бу орқали инвесторларга тез, аниқ, тўлиқ ва қулай тарзда ахборотларни комплекс тақдим этиш.

13. Қимматли қоғозлар бозори ва унинг савдо тизимига малакали кадрларни етказиб бериш мақсадида, ушбу соҳа мутахассисларини тайёрлаш, малакасини ошириш ва қайта тайёрлашга алоҳида эътибор қаратиш (соҳага оид бўлган Давлат таълим стандартларини (ДТС) ишлаб чиқиш, фанларнинг намунавий ва илмий ўқув дастурларида ушбу масалаларни чуқурроқ ўрганишни ташкил этиш) ва бошқалар.

Келтирилган чора-тадбирларни амалга ошириш учун авваламбор Ўзбекистон Республикаси Президентининг Фармони ёки Ҳукумат Қарори қабул қилиниши ва унинг асосида тегишли меъёрий-ҳуқуқий ҳужжатларга ўзгартириш ва қўшимчалар киритилиши лозим. Буларнинг барчаси ҚҚСТни қайта тузиш орқали унинг бир бутун самарали бозор архитектурасини яратилиши ва унда инфратузилмавий институтларнинг молиявий барқарорлигини таъминлашга эришилади. Ушбу чора-тадбирларни амалга ошириш асосида давлатнинг макроиқтисодий сиёсатига ҳамоханг тарзда 6.6-расмда кўрсатилган Ўзбекистон учун янгича, миллий фонд биржаси моделини шакллантириш мумкин бўлади.

Ҳорижий фонд биржаларнинг листинг талаблари таҳлили шуни кўрсатадики, деярли барча биржалар учун расмий листингга киришда асосий талаблар компания ҳажми (низоми фонди, компания капиталлашуви), компаниянинг молиявий ҳолати (компания рентабеллиги ва зарар кўрмаслиги), акциядорлар сони, шунингдек, битимлар ҳажми ва бошқа кўрсаткичлар ҳисобланади.

Эмитентлар ва уларнинг қимматли қоғозларига листинг талаблари «Тошкент» РФБ расмий биржа бюллетени ҳақидаги Қоидалар билан белгиланади ва бошқа биржаларнинг талаблари билан таққослаганда нисбатан юмшоқ ҳисобланади. Масалан, «Тошкент» РФБнинг акциядорлик жамиятлари учун низом фонди ҳажмига қўйиладиган талаблари 500 млн.сум (400 минг АҚШ доллари «С» категория учун) ва камида 500 та акциядор бўлиши талаб қилинади.

Расмий биржа листинги тўртта «А», «В», «С», «D» тоифадан иборат, листинг талабларига жавоб бермайдиган қолган эмитентлар листингдан ташқари тоифага киради («Е» ва «F» тоифадагилар расмий биржа листинги талабларига жавоб бермаган эмитентларнинг қимматли қоғозлари киради). Ҳозирги пайтда расмий биржа листинги «А» тоифасида ўн тўртта акциядорлик-тижорат банки ва ягона акциядорлик жамияти мавжуд. Европа фонд индекслари таҳлили шуни кўрсатадики, индексни ҳисоб-китоб қилишда базавий таркиб сифатида асосан листингдан ўтган компанияларнинг акциялари ёки фонд бозорида энг кўп савдо қилинадиган компаниялар акциялари қабул қилинади. Бундан кўриниб турибдики, базавий таркиб сифатида ўн тўртта жамиятнинг акцияларини қабул қилиш фонд бозорининг ҳолати ҳақида объектив тасаввур бера олмайди.⁴³⁹

Бунда биржа котировкаларини ташқил қилиш ва икки томонлама котировкаларни жорий этиш бўйича қуйидаги таклифлар ўринли.

Ҳозирги пайтда биржада қимматли қоғозлар котировкаси бўйича асосий меъёрий ҳужжатлар «Тошкент» РФБ да қимматли қоғозлар бўйича биржа савдоси қоидалари ва «Тошкент» РФБ расмий биржа бюллетени ҳақидаги қоидалар ҳисобланади. Ушбу ҳужжатларга мувофиқ қимматли қоғозларни котировкалаш – амалдаги қоидаларга асосланган ҳолда талаб ва таклиф асосида қимматли қоғозларнинг нархини аниқлаш, уни қайд этиш ва наشر қилиш. Расмий биржа листингига киритилган қимматли қоғозлар учун расмий котировка нархи ҳар бир савдо сессиясининг якунлари бўйича охириги битим нархи, сессия якунлангандан сўнг қониқтирилмаган харид учун энг яхши буюртма нархи, сессия

⁴³⁹ «Ўзсаноатқурилишбанк» АТБ, «Қишлоқ қурилиш банк» АТБ, «Агробанк» ОАТБ, «Ипотека-банк» АТБ, «Иттак йўли банк» АТБ, «Хамкорбанк» АТБ, «Капиталбанк» АТБ, «Алоқабанк» АТБ, «Туробанк» АТБ, «Трастбанк» АТБ, «Ўқтамбанк» ХОАТБ, «Туркистонбанк» АТБ, «Охангаронмент» ОАЖ. Ушбу маълумотлар 25.06.2010 йил ҳолатига келтирилган.

яқунлангандан сўнг кониктирилмаган сотиш учун энг яхши буюртма нархи нисбатидан келиб чикиб аниқланади.

«Тошкент» РФБ расмий биржа бюллетенига киритилган эмитентлар қимматли қоғозлари котировка тизимининг камчиликлари қуйидагилар ҳисобланади:

- қимматли қоғозлари расмий биржа бюллетенига киритилган эмитентлар сони камлиги;

- расмий биржа бюллетенига кирадиган қимматли қоғозлар ва листингдан ташқари корхоналар қимматли қоғозлари билан битимлар тузиш тезлигининг пастлиги;

- расмий биржа бюллетенига киритилган қимматли қоғозлар бўйича расмий дилерлар (маркет-мейкерлар) амалда фаолият кўрсатмаётганлиги туфайли икки томонлама котировкаларнинг таъминланмаганлиги;

- эмитентларда қимматли қоғозларининг расмий котировкасини белгилаш ва мос равишда ушбу қимматли қоғозларнинг курс қийматини аниқлашга бўлган қизиқишнинг пастлиги.

Ўзбекистон Республикаси акциядорлик жамиятлари (ҳозирги пайтда 1402-та) акциялари расмий котировкасининг йўқлиги туфайли уларнинг реал бозор қийматини ва мос равишда Ўзбекистон Республикаси бутун фонд бозорининг бозор капиталлашувини аниқлашнинг имкони йўқ.

Шу билан бирга, ялпи ички маҳсулотда (ЯИМ) сезиларли улушга эга бўлган йирик корхоналарнинг расмий биржа листингида етарли даражада мавжуд эмаслиги унинг динамикаси мамлакатдаги реал иқтисодий вазиятнинг ва ҚҚСТнинг ўзгаришларини акс эттирадиган фонд индексини яратишга имкон бермайди.

Ўзбекистон Республикасида фаолият юритаётган акциядорлик жамиятларининг расмий котировкасини таъминлаш учун қуйидагиларни амалга ошириш зарур:

1. Мамлакатимиз ЯИМда катта улушга эга бўлган, юқори рентабелли ва ликвидли корхоналарнинг акцияларини фонд биржаси листингининг «Зангори фишкалар» тоифасига киритиш бўйича махсус давлат Дастурини ишлаб чиқиш (эмитентлар сони 30 тадан кам бўлмаган ҳолда) лозим. Бунда:

- «зангори фишкалар» ликвидлигини қўллаб-қувватлаш учун низом фондининг камида 20 фоизини ташкил қиладиган акцияларни эркин сотувга қўйиш ва кўрсатилган акциялар

пакетини расмий дилерлар (маркет-мейкерлар) орқали фонд биржасида жойлаштириш;

- «зангори фишкалар» қимматли қоғозларини муайян расмий дилерлар (маркет-мейкерлар) белгиланган тартибда расмий биржа листингига мажбурий киритиш.

2. Устав фонди 500 млн. сўмдан (ҳозирги кунда АЖЛари устав фондининг энг кам миқдори 400 АҚШ доллари қийматига тенг) ортиқ бўлган ва листинг талабларига жавоб берадиган корхоналарнинг қимматли қоғозларини расмий биржа листингига киритилишини таъминлаш.

Бунинг учун:

- давлат улуши 25 фоиздан ортиқ бўлган корхоналар учун қарор қабул қилиш ва тегишли давлат вакиллари орқали қимматли қоғозларнинг расмий биржа листингига киритилишини таъминлаш;

- акциялар пакетини жойлаштириш учун давлат улуши мавжуд бўлган корхоналарда акциялар қўшимча эмиссиясини ташкил қилишга йўналтирилган рағбатлантирувчи характерга эга бўлган чора-тадбирлар мажмуини қабул қилиш;

- акциялар қўшимча эмиссиясини рўйхатдан ўтказишда устав фондини ошириш мақсадида акциядорлик жамиятининг эмиссия проспектида акциялар пакетини мажбурий жойлаштириш ва фонд биржасида расмий котировка олишини кўзда тутиш;

- эмиссия қилинган акциялари фонд бозорида котировка қилинадиган эмитентлар учун солиқ имтиёзлари курилишида давлат томонидан рағбатлантириш чоралари тизимини кўзда тутиш ва жорий қилиш.

4. Икки томонлама котировкани амалга оширишга қодир бўлган йирик, тулақонли хизмат кўрсата оладиган инвестиция институтларининг ривожланиши учун шароитлар яратиш.

Бунинг учун қуйидагиларни кўзда тутиш зарур:

- уларга бўйсунадиган корхоналар иккитомонлама котировкасини таъминлаш лозим бўлган холдинг компаниялари ва йирик корхоналар томонидан расмий дилерлар (маркет-мейкерлар) гуруҳларини ташкил қилиш;

- уларни зарур молиявий воситалар, маблағлар ва уларга мос келувчи миқдордаги номинал қийматда акциялар пакетлари билан таъминлаш;

- стратегик аҳамиятга эга бўлган юқори ликвидли корхоналар акциялари расмий котировкасини таъминлаш учун «зангори

фишкалар» гуруҳлари ва расмий дилерлар (маркет-мейкерлар) гуруҳларини ташкил этиш бўйича мос келувчи ҳукумат қарорларини қабул қилиш;

-инвестиция институтлари фаолиятини солиқ имтиёзлари билан рағбатлантиришни кўзда тутиш.

5. Инвестиция фондлари (афсуски ҳозирги кундаги сони бор-йўғи 9 тани ташкил этади) акцияларининг реал бозор қиймати ва нархини аниқлаш ҳамда ликвидлигини ошириш, уларнинг акцияларини фонд биржасида мажбурий котировка қилишни тартибга соладиган махсус меъёрий ҳужжат жорий қилиш. Бунда инвестиция фондлари устав фонди ҳажмининг камида 5 фоизига тенг бўлган акциялари биржа котировкаси асосида иккиламчи бозорда (савдода) йилнинг ҳар чораги давомида таъминланиши лозим.

Маълумки, Ўзбекистон Республикаси қимматли қоғозлар бозори ҳозирги пайтда бирламчи савдода асосан номинал нархи билан мос келмайдиган нархдаги давлат акция пакетлари ва иккиламчи бозорда республикадаги мавжуд акциядорлик жамиятлари умумий акциялари ҳажмининг 4 фоиздан кам бўлган акциялари улуши билан ифодаланади.

Ҳозирги пайтда қонунчилик асослари қуйидаги сабабларга кўра савдо сессияси давомида акциялар билан куп марта савдо қилишга имкон бермайди:

-амалдаги қонунчиликка мувофиқ, акциядор уни акциядорлар рўйхатига киритилган пайтдан бошлаб қимматли қоғозлар эгасига айланади;

-биржа таркибида субдепозитарий ва клиринг (субклиринг) йўқлиги;

-инвестиция воситачилари учун мижозлар нуқтаи назаридан қимматли қоғозларнинг ҳисобини юритиш учун рухсатнинг йўқлиги ва б.к.

Ҳозирги пайтда Ўзбекистон Республикасида фақат битта расмий фонд индекси – фақат белгиланган даврда барча битимлар ўртача ўлчанган нархининг бошланғич даражасига нисбатан ўзгаришини акс эттирадиган «Тошкент» РФБ – TASIX фонд индекси мавжуд. Шу билан бирга, «Avesta Investment Group» инвестиция ва рейтинг компанияси томонидан ҳисобланадиган UCI (Uzbekistan composite index) индекси «Тошкент» РФБнинг

листингига кирган эмитентлар бўйича қимматли қоғозлари ўзгаришларининг ўртача кўрсаткичини ҳисоблайди.

TASIX индекси тузилган битимлар таркибида акциядорлик жамиятлари акцияларининг нархлари кескин ўзгариб туриши туфайли юқори ўзгарувчанликка мойил бўлади. Фонд индексини объектив ҳисоб-китоб қилиш учун «А» ёки «В» тоифа бўйича расмий биржа листингига камида 50 та акциядорлик жамиятини киритиш ва улар акцияларнинг камида 5%ини бир чорак давомида мажбурий котировка қилиш зарур.

Жаҳон амалиётида индекслар ҳисоб-китобини мустақил консалтинг ва рейтинг агентликлари билан амалга ошириш қабул қилинган бўлиб, ҳозирги пайтда бизнинг қимматли қоғозлар бозорида бундай компаниялар сони жуда ҳам кам ва фаолият кўрсатаётганлари ҳам амалий жиҳатдан оммавийлашмаган бўлиб, эндигина ўз ўрнини топиб бормоқда.

Ҳозирда ҚҚБда мавжуд TASIX индекси – республикадаги барча эмитентлар бўйича акциялар ўртача ўлчанган нархи динамикасини ҳисоблаб чиқишга имкон бера-да, лекин унда юқори волатиллик динамикаси намоён бўлади. Ушбу индекс доирасида ҳисоб-китобларни аниқлаштириш мақсадида қуйидаги индексларни жорий қилиш таклиф қилинади:

-TASIX (L) индексини – расмий биржа листингига киритилган эмитентлар бўйича акциялар ўртача ўлчанган нархи динамикасини ҳисоблаб чиқишга имкон беради;

-TASIX (V) индексини – биржа листингидан ташқари барча эмитентлар бўйича акциялар ўртача ўлчанган нарх динамикасини ҳисоблаб чиқишга имкон беради.

Юқорида келтирилган таклифларни амалиётга жорий этиш орқали ҚҚБнинг ўрта муддатда ривожланиши ва унда савдо ҳажмининг тармоқлар бўйича барқарор ўсиш суръатларини башорат қила олсак, у ҳолда ривожланган биржалар амалиётида бўлганидек, *тармоқ индексларини* ҳам қўллаш мумкин бўлади. Ўзбекистон ҚҚБ ва унинг савдо тизимлари олдида турган ва юқорида санаб ўтилган таклифларнинг амалга оширилиши мамлакатнинг реал иқтисодий ҳолатини акс эттирувчи индекслар ҳисоб-китобини амалга оширишга имкон беради.

Ҳозирги кунда «Тошкент» РФБ амалиётидаги Репо битимларини спрэд чегарасидаги биржа курслари доирасида амалга ошириш мақсадга мувофиқ. Чунки, спрэд чегараси қимматли

қоғозлар нархини маълум бир вақт ораллиғида кучли тебранишини тартибга солади.

Бундан ташқари ҚҚСТ фаолиятини мувофиқлаштиришни такомиллаштириш зарур. Бунда «Тошкент» РФБ биржа сифатида фаолият кўрсатиши учун лицензияни Ўзбекистон Республикаси Давлат Мулки Қўмитасидан эмас, балки Қимматли қоғозлар бозори фаолиятини мувофиқлаштириш ва назорат қилиш Марказидан олишлари лозим. Чунки жаҳон амалиётида барча фонд биржаларига фаолият кўрсатиши учун лицензия ҚҚБни тартибга солувчи муайян ташкилотлар томонидан берилади. Бу эса мантиқан туғри ҳисобланади⁴⁴⁰.

Юқоридаги келтирилган тавсия ва таклифлардан келиб чиқиб, қуйидаги ҳулосалар уринли.

Биринчидан, миллий ҚҚСТнинг ривожланишида муҳим аҳамиятга эга бўлган фонд биржасида листинг амалиётини такомиллаштириш, маҳаллий эмитентлар котировкасини ташкил қилишни такомиллаштириш ва янги қимматли қоғозлар бозори индексларини ишлаб чиқиш билан боғлиқ масалалар ечилишига эришиш зарур.

Иккинчидан, «Тошкент» РФБ листинг талаблари жаҳоннинг бошқа биржалариники билан таққосланганда нисбатан юмшоқ ҳисобланади. Шунинг учун устав фонди 500 млн.сўм (400 минг АКШ доллари «С» категория учун) ва камида 500 та акциядорга эга бўлган барча эмитентларни листингга мажбурий киритилишини таъминловчи ҳукуматимиз томонидан меъёрий-ҳуқуқий ҳужжат қабул қилиниши лозим.

Учинчидан, Ўзбекистон Республикаси акциядорлик жамиятлари қимматли қоғозларининг расмий котировкаси йўқлиги туфайли корхоналарнинг реал бозор қийматини ва мамлакатимиз бутун ҚҚБнинг бозор капиталлашувини аниқлашнинг имкони йўқ.

Тўртинчидан, мамлакатимиз ялпи ички маҳсулотида (ЯИМ) сезиларли улۇшга эга бўлган йирик корхоналарнинг расмий биржа листингида етарли даражада мавжуд эмаслиги мамлакатдаги реал иқтисодий вазиятнинг ва ҚҚСТнинг ўзгаришларини акс эттирадиган фонд индексини яратишга имкон бермайди.

⁴⁴⁰ Жаҳон амалиётида ҚҚБни мувофиқлаштирувчи ташкилотлар мамлакат Парламентига ёки Ҳукуматга бўйсунди. Бунда ҚҚБФМНМ Ўзбекистон Республикаси Давлат мулки қўмитасига бўйсунди ва унинг ҳузуридаги ташкилот ҳисобланади.

Бешинчидан, берилган тақлифларни амалиётга жорий этиш орқали ҚҚСТнинг амалиётида юқорида таъкидланган индексларни ҳам қўллаш мумкин бўлади. Умуман олганда мамлакатимиз ҚҚСТ фаолият механизмини такомиллаштириш бўйича келтирилган тақлифларни босқичма-босқич амалга ошириш орқали унинг ликвидлилиги, жалбдорлиги ва фаолияти самарадорлигини таъминлаш мумкин бўлади.

Молиявий глобаллашув жараёнини кучайганини ва бунда капиталларнинг эркин ҳаракатини таъминловчи халқаро миқёсда интеграллашган фонд бозори (айниқса унинг ривожланган савдо тизимлари) молиявий глобаллашувнинг бош шаклларида бири эканлигини кўрсатди. Бунда миллий ҚҚСТни келажакда Ўзбекистон учун мақбул бўлган шарт-шароитлар асосида ва давлатнинг прогрессив макроиқтисодий сиёсати доирасида жаҳон фонд бозорларига интеграллашувини изчил таъминловчи мос механизмни ишлаб чиқиш муҳим масалалардан бири ҳисобланади. Таъкидлаш жоизки, ушбу масалага Ўзбекистонда бир неча йил илгари ҳам аҳамият берилган бўлсада, ушбу муаммони ҳал этишнинг долзарблиги ҳозирда давлат томонидан самарали олиб борилаётган макроиқтисодий ва фаол инвестиция сиёсати талаблари билан белгиланади.

Ушбу масалани Ўзбекистон шароитига мос равишда ҳал этишда ривожланган ва прогрессив ривожланаётган мамлакатлар ҳамда халқаро молия ташкилотларнинг⁴⁴¹ тажрибаси мамлакатимиз ҚҚСТни ривожлантириш учун аҳамиятлидир. Бунда таъкидлаш жоизки, халқаро молия институтлари фаолияти эвазига халқаро капиталлар бозори фаолият юритади ва ривожланади. Улар давлатларнинг пул- кредит, бюджет-солиқ, эмиссия, инвестиция ва валюта сиёсатини олиб боришда фаол ва билвосита қатнашадилар. Шу билан бирга, улар халқаро молия бозори қатнашчилари ва давлатларнинг молиявий инструментлари ва ресурслари билан боғлиқ операциялар институтлари ва маълум маънода халқаро регуляторлар, халқаро молиявий ресурслар ва инструментлар

⁴⁴¹ Умуман олганда, халқаро молия ташкилотлари – бу жаҳон молиясиенет интеграллашган фаолият соҳасини ўз ичига олиб, жаҳон ва миллий молия бозорларини иқтисодий (молиявий) жабҳаларда жаҳон глобаллашувини йўлида ҳаракатлантирувчи молиявий институтлар ҳисобланади. Бундай институтларга Бирлашган молиялар ташкилоти (БМТ) ҳузуридаги Жаҳон банки (ЖБ), Халқаро молия корпоратсияси (ХМК), Умумжаҳон савдо ташкилоти (УСТ), Халқаро валюта фонди (ХВФ), бундан ташқари Европа тиклаш ва тараққиёт банки (ЕТБ), Осиё тараққиёт банки (ОТБ), Халқаро ҳисоб-китоблар банки (БИС), Иқтисодий ҳамкорлик ва ривожланиш ташкилоти (ИХҲТ), Халқаро фонд биржалари федерацияси (WFE), IOSCO ва бошқалар.

аккумулятори ҳамда мос равишда йирик инвестициялар манбаи, институционал инвестор, профессионал эмитент ва воситачи сифатида фаол фаолият юритади. Бундай фаолият негизида халқаро молия институтлари ўзаро боғлиқликда жаҳон молия бозори инфратузилмасини ҳосил қилиб, халқаро шартномалар доирасида молия бозорлари орқали миллий иқтисодиётларда давлат ва нодавлат ташкилотлар томонидан халқаро меъёрларга тула мос келадиган сиёсат юритилишига кўмаклашади. Бу эса молия бозорларининг рисксизлилик, жалбдорлилик, барқарорлик ва молиявий хавфсизлик даражасини таъминлаган ҳолда инвестициялар ҳажми ва сифатини оширишга хизмат қилади. Шунинг учун ҳам халқаро молия институтлари умуман жаҳон иқтисодиётида, хусусан молия бозорларида қуйидаги ролларни бажаради:

- жаҳонда глобаллашув жараёнлари ривожланишини таъминловчи ва давлатларнинг бозорларига ташқи омил сифатида таъсир кўрсатувчи институтлар;

- жаҳон молия бозори қатнашчилари сифатида валюта, кредит, бошқа молиявий инструментлар ва ресурслар билан боғлиқ операциялар бўйича профессионал тарзда фаолият юритувчи институтлар;

- давлатлар томонидан мамлакатда монетар (пул-кредит) ва бюджет-солиқ (фискал) сиёсатларини халқаро глобаллашув қонуниятларига мос иқтисодий ва ижтимоий ўсишни уйғунликда таъминлашга ёрдам берувчи институтлар;

- халқаро миқёсда тартибга солинадиган (регулятив) меъёрларни белгиловчи институтлар;

- халқаро даражадаги молиявий ресурслар ва инструментлар аккумулятори, йирик халқаро инвестициялар манбаи;

- халқаро даражадаги институционал инвестор;

- халқаро қимматли қоғозлар эмитенти.

Хусусан, бу борада Иқтисодий ҳамкорлик ва ривожланиш ташкилотининг (ИХРТ) турли мамлакатлар ҚҚБ ва уларнинг савдо тизимлари фаолиятини стандартлаштиришга оид халқаро ўттизлик гуруҳи тавсиялари муҳим аҳамиятга эга. Бу тавсиялар асосан қимматли қоғозлар бўйича халқаро ҳисоб-китобларни, савдо операциялари ва депозитар ҳисобларни самарадорлигини оширишга ва янада кўпроқ стандартлаштиришга, рисклар даражасини пасай-

тиришга йўналтирилган⁴⁴². Тавсиялар мамлакатлар фонд бозори (жумладан савдо тизимлари) фаолиятини стандартлаштириш, сифати ва самарадорлигини оширишга, барқарорлаштириш ва ўзаро интеграциясини таъминлаш ва глобаллашув сари йўналтиришга қаратилган. Шу сабабли, мамлакатимиз ҚҚБ ва унинг савдо тизимини халқаро фонд бозорларига интеграциясини таъминлашда юқорида таъкидлаб ўтилган 20 тавсияни ушбу бозор фаолиятида имкон даражасида амал қилишини таъминлаш зарур.

Мамлакатимиз ҚҚБ (хусусан, унинг савдо тизими)нинг интеграцияси ҳақида гап кетганда, дастлабки босқичда МДХ давлатлари молия бозорларининг ўзаро интеграциясини амалга ошириш мумкин. МДХ давлатлари молия бозорлари интеграциясининг мақсади бўлиб, қуйидагилар ҳисобланади:

-Аъзо мамлакатлар инвестицион потенциалининг ўсиши, уларнинг молия бозорлари ликвидлилигининг ошиши ва рискининг пасайиши;

-инструментларнинг диверсификацияси; капитал жалб қилиш харажатларининг қисқариши;

-трансмиллий мулкнинг ривожланиши.

Европа Иттифоқи (ЕИ) давлатларининг тажрибаси ушбу мақсадларнинг реал эканлигини тасдиқлайди: инвестиция институтлари ва молиявий институтлар учун «Европа паспорти»; қимматли қоғозлар соҳасидаги қонунчиликнинг уйғунлашуви (гармонизация); мамлакатлараро капитал ҳаракатининг эркинлиги; ўзаро эмиссия ва савдо қилиш фаоллиги, шу билан боғлиқ ҳолда, инвестициялар, жалб қилинган пул маблағлари ва халқаро молия бозорларида ЕИ улушининг ортиши.

Келтирилган фикрларнинг ижобий томонларини инкор этмаган ҳолда айтиш мумкинки, ЕИга аъзо мамлакатларнинг баъзиларида юз берган иктисодий нохуш ҳолатлар ва бунинг бутун ЕИ иктисодиётига салбий таъсири мавжуд⁴⁴³, аммо, бундан керакли хулосаларни чиқариб, пухта уйланган режа асосида уларнинг фойдали тажрибаларини МДХ давлатлари молия бозорларининг интеграцияси амалиётида қўллаш мумкин.

⁴⁴² Ушбу тавсиялар дастлаб 1985 йилда ишлаб чиқилган бўлиб, уларнинг соми 9 тани татқиқ этган. Кейинчалик жакон қиёмати юқорилар бозорида бўлаётган ўзгаришларини ҳисобга олган ҳолда 2003 йилда 20 тавсия ишлаб чиқилган.

⁴⁴³ Грециянинг улкан қарз ғардобидан ҳутула олмаётгани ва бундан Европа иктисодиётининг «қўқомоти»ни ҳисобланган Германия иктисодиёти ҳам азият чекаётганини кўрсатиш мумкин.

Мамлакатимиз ҚҚСТ интеграциясининг дастлабки элементи ва катализатори сифатида «Тошкент» РФБнинг Евроосиё фонд биржалари федерациясига аъзолигини таъкидлаш лозим. Жаҳонда рўй берган молиявий-иқтисодий инқироз даврида ушбу ташкилотнинг расмий маълумотларида биржа айланмасига онд кўрсаткичлар бўйича «Тошкент» РФБ ташкилот аъзолари ичида етакчи ўринни эгаллади. Аммо ушбу ташкилот фақатгина маълум ҳудудда жойлашган (кичик ва ўрта) биржаларнигина ўзига аъзо сифатида олганини инобатга олсак, «Тошкент» РФБ бу билан чекланиб қолмаслиги керак. Юқорида келтирилган тавсияларни амалиётга босқичма-босқич жорий этиш орқали мамлакатимиз ҚҚБни ривожлантиришга (бозор капитализацияси, индекси, иштирокчилари ва листинг талабларининг ошиши) эришишимиз мумкин. Бу орқали эса «Тошкент» РФБ кўрсаткичларини жаҳондаги йирик биржаларнинг индикаторларига яқинлаштириш ва яқин келажакда WFEга аъзо бўлишини кутишимиз мумкин бўлади.

Бунда «Тошкент» РФБ келажакда WFEга аъзо бўлиши орқали бир қанча афзалликларга эга бўлиши мумкин, булар қуйидагилардир:

- «Тошкент» РФБни халқаро даражада интеграциялашган фонд биржалар билан бир қаторда WFEнинг тенг ҳуқуқли аъзоси бўлиши;

- «Тошкент» РФБнинг кўрсаткичларини яхшилаш (биржа капитализацияси, листинги, айланмаси, индекси ва б.қ) орқали хорижий инвесторларнинг қизиқишини ортиши;

- миллий инвесторларга хорижий фонд биржаларда сотилаётган қимматли қоғозларни сотиб олиш имкониятини яратиш ва аксинча;

- миллий фонд бозоримизнинг халқаро даражада нуфузининг ошиши;

- мамлакатимиз иқтисодиётига фонд биржаси орқали хорижий инвестицияларни жалб қилиш имконияти ва ҳ.к.

Ушбу натижаларга эришиш учун мамлакатимизда акциядорлик капитали таркибини такомиллаштириш ва ўзбек компанияларининг халқаро интеграллашган ҚҚСТга чиқишини рағбатлантириш ҳамда хорижий эмитентларнинг қимматли қоғозларини миллий фонд биржаси листингига киритиш бўйича меъёрларни ишлаб чиқиш зарур. Бунинг учун юқорида берилган тавсия ва тақлифлар билан бирга қуйидаги чора-тадбирларни амалга ошириш лозим:

- компанияларнинг акциядорлик капитали тузилмаси таркибини диверсификацияланишига эришиш;

- компаниялар фаолиятининг транспарентлигини таъминлаш ва уларни ҚҚБдаги эмиссион ва инвестицион фаолиятини рағбатлантирувчи механизм яратиш;

- фонд бозорини иқтисодийни модернизация қилиш мақсадида инвестицияларни жалб қилишга йуналтириладиган асосий механизмлардан бири сифатида ривожлантиришга эришиш;

- фонд бозоридаги транзакцион харажатларни кескин (камида 10 баробарга) камайтириш;

- фонд бозорида қимматли қоғозларнинг иккиламчи бозорини ривожлантириш;

- миллий компанияларнинг депозит тилхатлари ва IPO орқали (мамлакат фонд биржасида акция ва облигациялар бўйича бозор котировкасини олиш шарти билан) халқаро ҚҚСТга чиқишини рағбатлантириш;

- устав фонди 2 млн. АҚШ доллардан ошадиган барча акциядорлик жамиятларининг мамлакат фонд биржасида мажбурий листингини («А» категория) ўрнатиш ва молиявий барқарорлик даражасини мониторингини мунтазам амалга ошириб бориш;

- акциядорлик капитали таркибида меҳнат жамоасининг улушини ишончли бошқарувчи (траст) институтларига топшириш механизмини давлатнинг махсус қарори асосида жорий қилиш;

- мамлакатимиз фонд бозори ва унинг савдо тизимини халқаро фонд бозорларига интеграциясини таъминлашда юқорида таъкидлаб ўтилган ИХРТнинг халқаро ўттизлик гуруҳи томонидан ишлаб чиқилган 20 та тавсиясини ушбу бозор фаолиятида жорий этиш ва амал қилишини таъминлаш;

- «Тошкент» РФБнинг яқин келажакда WFE (дунё фонд биржалари федерацияси)га аъзо бўлишини таъминлаш ва бунинг асосида ушбу ташкилотдан миллий ҚҚСТ учун максимал афзаллик ва самарага эга бўлиш.

Шундай қилиб айтиш мумкинки, юқорида келтирилган чоратadbирларни комплекс тарзда амалга оширилиши миллий фонд бозори ва унинг савдо тизимини келажакда Ўзбекистон учун маъқул бўлган шарт-шароитлар асосида халқаро миқёсда интеграллашган ҚҚСТларга давлатнинг прогрессив макроиктисодий сиёсати доирасида интеграллашувини таъминлаши мумкин бўлган муқобил механизмнинг ишлаб чиқилишига қўмаклашади.

6.7. Янги миллий йиғма фонд индекси модели

1. Ўзбекистонда қабул қилинган «TASIX» фонд индекси

«Тошкент» Республика Фонд Биржасида (РФБ) 2000 йилнинг бошида «Тасикс» деб номланган йиғма (интеграл) биржа индекси (*Tashkent Aggregate Stock Exchange – index «TASIX»*) киритилган. Бу индекс ўрта арифметик индекс бўлиб, Ўзбекистон қимматли қоғозлар бозори ҳолатини акс эттиради деб қабул қилинган.

«Тасикс» индекси мазмунан фонд биржасининг савдо кунини натижаларига кура «листинггача» ва «листингдан ташқари» секцияларида (бўлимларида) амалга оширилган корпоратив қимматли қоғозлар (жумладан, хусусийлаштирилган компанияларнинг бирламчи тарзда жойлаштириладиган акциялари секциясида) бўйича содир этилган битишувлар нархлари асосида ҳисоблаб топилади.⁴⁴⁴

«Тасикс» индекси қуйидаги формула асосида ҳисобланади:

$$Ifise = (P/P_b) * k,$$

бунда: *Ifise* – «Тошкент» РФБ томонидан тузилган йиғма фонд индекси; *P*, – индексни ҳисоблаш пайтига келиб тузилган битишувлар бўйича барча турдаги акциялар нархининг ўрта арифметик миқдори; *P_b* – индекснинг ҳисобланган базисини инобатга олган ҳолда тузилган битишувлар бўйича барча турдаги акциялар нархининг ўрта арифметик қиймати (базис 708,9 сўмга тенг деб олинган бўлиб, у 1999 йил 31 декабрда тузилган битишув нархлари ҳамда акциялар ҳажми ва сонини бўйича ҳисоблаб топилган); *k* – индекснинг ўлчанаётган пунктлари сонини кўрсатувчи туғриловчи коэффицент. 1999 йил 31 декабрь кунини ҳолати бўйича базавий баҳоси 100 пункт деб қабул қилинган.

Акцияларнинг ўртача нархи қуйидаги формула ёрдамида ҳисобланади:

$$P = \frac{\sum P_i q_i}{\sum q_i},$$

бунда: *i*=1,2,3,..., *N*; *N* – индексни ҳисоблашгача ва ҳисоблашдан кейин содир этилган битишувлар сонини; *P_i* – *i*-чи акция тури бўйича содир этилган битишув нархи (сўмларда ифодаланади); *q_i* – *i*-чи акция тури бўйича содир этилган битишув ҳажми (доналарда ифодаланади).

⁴⁴⁴ Тахлил мақсадида бу индекс вақтининг маълум бир даври (масалан, ҳафта, ой, чорақ ва йил) учун ҳисобланадиган мумкин.

Расмий йигма индекс биржанинг савдо куні тугаши ҳолатига ҳисобланади.

Янги эмитентни листинга киритиш чоғида индекснинг ҳисобланадиган базисини шакллантириш ва унга ўзгартиришлар киритиш тўғрисидаги қарор «Тошкент» РФБ Бошқаруви томонидан қабул қилинади.

Индекснинг ҳисобланадиган базисига фақат оддий ва имтиёзли акциялар киритилади. Бу базисга индексни ҳисоблаш методи ёки биржа листингига йирик эмитентнинг қимматли қоғозларини киритилиши муносабати билан ўзгартириш киритилади. Ҳар қандай ўзгартиришлар бўйича манфаатдор шахсларга хабар берилиб, биржа терминалларида акс эттирилади.

Юқорида келтирилганлардан кўриниб турибдики, *TASIX* индекси *Financial Times* агентлиги томонидан жорий этилган Буюк Британиядаги энг қадимий индекс *Financial Times Industrial Ordinary Share Index* номи билан юритиладиган *FTSE-100 (Footsie)* индексига бир мунча ўхшаш (17-иловага қаралсин), лекин унинг талабларига риоя қилинмаганлиги ва Ўзбекистон фонд бозорининг фарқли хусусиятлари ва муаммолари сабабли унга юклатилган индикатив функцияни бажара олмаяпти. Бу эса жаҳон амалиётидаги фонд индексларини Ўзбекистон шароитида тўғридан-тўғри қўллаш мақсадга мувофиқ эмаслигини тасдиқламоқда. Бундан ташқари жаҳон амалиётидаги барча мавжуд фонд индекслари, жумладан *FTSE-100 (Footsie)* индексига асосланган *TASIX* индекси, қимматли қоғозлар (асосан акциялар)нинг **бозор қиймати ва нархлари ўртасидаги эквивалентлилик тамойилини** ҳисобга олмайди. Бундай ҳолат қимматли қоғозлар бозорида спекулятив операциялар қизиши ва индексларни тўғриловчи коэффицентларининг ўзгариши эвазига «кўпик» ҳосил бўлишига, натижада молиявий инқирозларга йўл очиб беради. Бунда ҳеч қандай регулятив механизм ва биржа спредлари ҳам унинг («кўпик»нинг) олдини ололмайди. Мисол тариқасида 2007 йилдаги ипотека облигациялари (секьюритизация) бозори инқирозини, унинг натижасида «домино эффекти» асосида содир бўлган 2008-2010 йиллардаги жаҳон молиявий-иқтисодий инқирозини келтириш мумкин. Ваҳоланки, Ўзбекистон Республикаси Президенти И.А. Каримов бундай спекуляциялар ва «кўпик»ларни ўзининг 2009-2010 йиллардаги асарларида қаттиқ қоралаган.

Хулоса қилиб айтиш мумкинки, *TASIX* индекси миллий иқтисодийёт ҳолатини объектив акс эттирмайпти (яъни «барометр», бош индикатор функциясини бажармайпти), демак давлатнинг макроиқтисодий, жумладан фаол инвестиция, сиёсати талабларига жавоб бера олмайпти.

2. Таклиф этилаётган фонд индекси⁴⁴⁵

Қимматли қоғозларнинг бозор қиймати ва нархлари ўртасидаги эквивалентлилик тамойилига риоя қилишга асосланган, демак фонд бозорида спекулятив операциялар қизиши ва «кўпик» ҳосил бўлишини бартараф этишга ёрдам берувчи қуйидаги йиғма фонд индексини ҳисоблаш методологиясини киритиш мақсадга мувофиқ.

Ушбу методология *Shoh Composite Indexes* деб номланган миллий йиғма фонд индексини икки поғонада ҳисоблашни тақозо этади:

1. Қуйи поғонада тармоқлар бўйича мутаносиб вазнлаштирилган ўртача геометрик тармоқ индекси (*Shoh Composite Geometric Index*) қуйидагича ҳисобланади:

$$I_{t,m} = \sqrt[m]{\prod_{j=1}^N \frac{P_{j,t}}{V_{j,t}}}$$

бунда: $I_{t,m}$ – m -чи тармоқ бўйича фонд индексининг t вақтдаги қиймати; $P_{j,t}$ – қимматли қоғозлари фонд индексини ҳисоблашда фойдаланиладиган j -чи компания акциясининг жорий биржа савдоси кунда белгиланган курси; $V_{j,t}$ – қимматли қоғозлари фонд индексини ҳисоблашда фойдаланиладиган j -чи компания акциясининг ҳолис баҳоловчи томонидан маълум давр (масалан, бир чорак ёки бир йил) учун ҳисоблаб белгиланган бозор қиймати баҳоси.

2. Юқори поғонада мутаносиб вазнлаштирилган ўртача арифметик миллий йиғма фонд индекси (*Shoh Composite Arithmetic Index*) қуйидагича ҳисобланади:

$$I_{Shoh,t} = \frac{\sum_{m=1}^M I_{t,m}}{\sum_{m=1}^M k_m}$$

бунда: $I_{Shoh,t}$ – миллий фонд индексининг t вақтдаги қиймати; k_m – қимматли қоғозлари миллий фонд индексини t вақтдаги ҳисоблашда фойдаланиладиган тармоқлар сони; $I_{t,m}$ – m -чи тармоқ

⁴⁴⁵ Шохъазимий И.Ш. Янги миллий йиғма фонд индекси «SHOH COMPOSITE INDEXES». УзРААП, Регистрационное удостоверение №3315 от 04.03.2011 г.

бўйича фонд индексининг t вақтдаги қиймати; m_t — индекснинг маълум давр бўйича t вақтдаги базавий қиймати.

Бунда m_t қуйидагича ҳисоблаб топилади:

1) аввал ҳар бир m тармоқ бўйича барча V_{jt} ёрдамида ўртача арифметик $m_{t,m}$ ҳисобланади:

$$\mu_{t,m} = \frac{\sum_{j=1}^N V_{jt}}{\sum_{j=1}^N N_j},$$

2) кейин эса барча $m_{t,m}$ ёрдамида ўртача арифметик m_t ҳисобланади:

$$\mu_t = \frac{\sum_{m=1}^M \mu_{t,m}}{\sum_{m=1}^M k_m}.$$

Мазкур методология ва миллий йиғма фонд индекси (*Shoh Composite Indexes*)нинг афзалликлари:

1. Миллий йиғма фонд индекси (*Shoh Composite Indexes*) ҳисоб-хитоблар учун содда ва қулай;

2. Фонд индекси листингига кирган ҳар бир компания бўйича унинг қимматли қоғозлари бозор қиймати ва нархлари ўртасидаги эквивалентлилик даражаси яққол кўринади, чунки акция бозор қиймати унинг нархи эмас;

3. Индекснинг маълум давр (бир чорак ёки бир йил) бўйича t вақтдаги базавий қиймати ($m_{t,m}$ ва m_t) конкрет ва сузувчан бўлади;

4. Миллий йиғма фонд индекси (*Shoh Composite Indexes*) тенденциялари мониторинги асосида фонд бозорида спекулятив операциялар қизиши ва «қупик» ҳосил бўлиши олдини олиш мумкин;

Умуман олганда миллий йиғма фонд индекси (*Shoh Composite Indexes*) мавжуд фонд индексларидан фарқли миллий иқтисодиёт ҳолатини объектив акс эттиради (яъни «барометр», бош индикатор функциясини бажаради), демак давлатнинг замонавий макро-иқтисодий, жумладан фаол инвестиция, сиёсати талабларига жавоб беради. Чунки, мазмунига кўра ушбу *Shoh Composite Indexes* индекси модели қимматли қоғозларнинг бозор қиймати ва нархлари эквивалентлигини таъминлаш тамойилига риоя қилишга асосланган бўлиб, Ўзбекистон иқтисодиётининг иерархик бошқарув тузилмасига мос келади.

Таклиф этилган методологияни амалга ошириш учун йиғма фонд индекси листингига кирган барча компаниялар тафтиш комиссияси таркибига ички баҳоловчи хизматини киритиш зарур. Бунинг учун «Акциядорлик жамиятлари ва акциядорларнинг ҳуқуқларини ҳимоя қилиш тўғрисида»ги қонунга тегишли қўшимча ва ўзгартиришлар киритиш лозим.

6.8. Миллий молия-кредит тизимининг молиявий ҳавфсизлик ва рақобатбардошлилик индикаторлари

Амалга оширилган тадқиқотларимиз натижалари⁴⁴⁶ миллий молия-кредит тизими (МКТ)нинг ўрта муддатли истиқболда ривожлантиришга хизмат қилувчи рақобатбардошлилик ва молиявий ҳавфсизлик индикаторлари зарурий миқдорларини аниқлаш имконини берди. Ушбу индикаторларнинг миқдорлари МКТ ривожланишини солиштирма таҳлил қилишда, рейтинг баҳолашда⁴⁴⁷ ва унинг прогноз моделини қуришда фойдали.

Миллий МКТ рақобатбардошлилиги ва молиявий ҳавфсизлиги қуйидаги индикаторлар гуруҳлари билан ифодалаш мумкин.

1. Макромолиявий индикаторлар. Ушбу гуруҳга молия соҳасининг рақобатбардошлилигини ифодаловчи индикаторлар киради. Яъни уларнинг ёрдамида давлат молияси ва иқтисодиёти реал секторининг молия бозоридаги ҳолати ифодаланади. Чунки уларнинг иккаласи ҳам молия бозорининг иштирокчилари ҳисобланади. Бу гуруҳ индикаторларини тўртта кичик гуруҳга ажратиш мумкин:

А. Давлат бюджети барқарорлигини ифодаловчи индикаторлар.

1. Бюджет дефицитини ЯИМга нисбати 3 фоиздан ошмаслиги лозим.

2. Давлат қарзини ЯИМга нисбати 60 фоиздан ошмаслиги керак. Ташқи қарзлар ЯИМнинг 30 фоизидан ошмаслиги лозим.

⁴⁴⁶ Шохазамий Ш.Ш. Сравнительный анализ рынков ценных бумаг развивающегося мира и выводы для Узбекистана // Экономика и финансы. - Москва, 2009. №2 (155). - С.26-27; Индикативные ориентиры развития рынка ценных бумаг с позиции финансовой безопасности и конкурентоспособности // Молия. - Т., 2009. №3. - С.80-91; Экономическая системология: концепция и применение. Монография. - Т.: Iqtisod-moliya, 2010. - 420 с.; The tendencies and obstacles of the development of securities market of Uzbekistan beyond international experience and governmental macroeconomic policies // European Journal of Business and Economics. - Praha, Czech Republic, BARAR ICBI, 2010. - Volume 1, Autumn. - P.58-65.

⁴⁴⁷ Постановление Президента РУз. №ПТ-1438 от 26.11.2010 г. «О приоритетных направлениях дальнейшего реформирования и повышения устойчивости финансово-банковской системы республики в 2011-2015 годах и достижения высоких международных рейтинговых показателей».

3. Давлат қарзини бошқариш харажатларининг улушини ва давлат бюджети харажатларининг умумий ҳажмига нисбати 20 фоиздан ошмаслиги лозим.

В. Корхона ва ташкилотларнинг қарз юки даражасини ифодаловчи индикаторлар.

4. Номолиявий корхоналар қарзини тушумига нисбати 30 фоиздан ошмаслиги лозим, акс ҳолда уларнинг молиявий барқарорлиги учун хавф туғилади. Ушбу индикатор ва унинг критик қийматлари компания молиявий фаолиятини IAS (GAAP) стандартлари асосида таҳлил қилишда қўлланиладиган кўрсаткичларни синтез қилиш негизида шаклланади: компания қарзини хусусий капиталига нисбати (агар бу нисбат 1 дан катта бўлса, унда компаниянинг ҳолати рискли деб баҳоланади), хусусий капитал айланмаси коэффиценти (бу кўрсаткич хусусий капитални тушумга нисбати билан ўлчанади, агар унинг нисбати 0,2 дан кам бўлса (бунда компания қарзларининг бир қисмини, одатда учдан бир қисмини, реструктуризация қилиш, конвертациялаш ва қайта кредитлаш мумкинлигини инобатга олсак), компания молиясини бошқариш сифати қониқарсиз деб баҳоланади).

5. Номолиявий корхоналар ва банкларнинг қисқа ва узоқ муддатли қарзлари нисбати тахминан 70:30 бўлиши керак. Ушбу индикатор номолиявий секторда риск даражасини қарз юкига боғлиқликда ифодалайди.

6. Банк сектори ташқи қарзини унинг жами активлари суммасига нисбати 30 фоиздан ошмаслиги лозим. Ушбу индикатор мазмунан 4-чи индикаторга ўхшаш, капиталнинг етарлилигини (12 фоиздан кам бўлмаган миқдорда) ифодаловчи 20-чи индикатор ҳамда H11.1 норматив (меъёр) билан боғлиқ (бу норматив хусусий капитал бўйича (400 фоиздан кўп бўлмаган даражада) хорижий банклар ва молиявий ташкилотлар олдидаги мажбуриятларнинг максимал миқдорини чегаралайди). Ушбу индикаторнинг критик қиймати банк сектори rischi миқдорини ҳисобга олган ҳолда иккала кўрсаткични синтез қилиш асосида шаклланади.

7. Банкларнинг қисқа ва узоқ муддатли қарзлари нисбати тахминан 70:30 бўлиши керак. Ушбу индикатор 5-чи индикаторга ўхшаш.

С. Олтин-валюта заҳираларининг етарлилиги даражаси.

8. Пул базасини олтин-валюта заҳира билан таъминланганлиги даражаси пул базасининг (тор маънода белгиланишида) 70

фоизидан кам бўлмаслиги лозим. Амалиёт шуни курсатадики, стерилизация сиёсати методлари эмиссион молиялаштиришнинг инфляцион эффектлари нейтраллаштириш имконини (20-30 фоиздан кам бўлмаган даражада) беради.

9. Олтин-валюта захираларининг етарлилигини курсатувчи индикатор. Олтин-валюта захираларининг абсолют ўсиши пул базасини ўсишидан катта бўлиши керак, акс ҳолда инфляцион жараёнларнинг жадаллашуви вужудга келади (мамлакат бюджети ва иқтисодиётини қўшимча пул эмиссияси эвазига молиялаштириш ҳисобига).

10. Олтин-валюта захираларининг минимал (критик) даражаси индикатори. Бу даража қуйидагилар суммасидан кам бўлмаслиги лозим: бир чоракдаги импортнинг қиймат ҳажми суммаси ҳамда давлат, банк ва корпоратив секторларнинг қисқа муддатли қарзларини қоплаш учун зарур бўлган маблағ ва улар бўйича фоиз туловлар.

Д. Иқтисодиёт фаолиятининг макромолиявий шароитлари индикаторлари.

11. Иқтисодиётнинг монетизациялашуви даражаси (яъни M_2 пул агрегатининг ЯИМга нисбати) 55 фоиздан кам бўлмаслиги зарур. Агар унинг даражаси 15 фоиздан кам бўлса, иқтисодиётнинг бартерлашуви, солиқ тушумларининг камайиши, инфляциянинг кескин ўсиши ва шу каби бошқа салбий ҳолатлар келиб чиқиши мумкин.

12. Иқтисодиётда пул бўйича талаб ва таклифнинг ҳажми ва структурасининг ўзгариш индикатори. Пул массасининг (M_2) ўсиши инфляция даражаси ва плюс 10 фоиздан (ЯИМ реал ўсишининг юқори чегаравий даражаси) ошмаслиги лозим. Пул массасининг чегаравий (критик) қийматидан ортиши кредит экспансиясининг белгиси ҳисобланади.

13. Кредит ресурслари ва депозитлар бўйича реал фоиз ставкасининг ўзгаришини критик даражаси. Реал фоиз ставкасининг у ёки бу томонга қараб ўзгариши 50 фоиздан ошмаслиги лозим, чунки бу кўрсаткич мамлакатнинг молиявий ва иқтисодий тизими учун ўта муҳим ва таъсир этувчи инструмент ҳисобланади. Яъни уни кўрсатилган миқдоридан сезиларли оғиши инвестицион жараёнга, банк тизими фаолиятига, молия бозорларига салбий таъсир кўрсатиши мумкин, чунки иқтисодиёт субъектларининг ҳатти-ҳаракатларида кескин ўзгаришлар вужудга келади, натижада

иктисодиётда пулга булган талаб ва таклиф кардинал тарзда ўзгаради.

14. Рентабеллик курсаткичи асосида куйидаги индикаторлар ҳисобланиши мумкин:

- иқтисодиёт рентабеллиги. Пул бозоридаги ҳолат қониқарли бўлиши мумкин, агарда рентабеллик миқдори инфляция даражасидан ортиқ бўлса;

- иқтисодиётнинг асосий тармоқлари рентабеллиги инфляция даражасидан юқори бўлса (3-5 фоизга баланд бўлса, яхши ҳолат деб баҳоланади);

- рентабеллик ва фоиз ставкаси даражаси нисбати. Иқтисодиётнинг рентабеллиги кредитлар бўйича ставкалардан даражасидан юқори бўлиши керак. Бунда кредитлар ставкаси депозитлар бўйича ставкалардан ортиқ бўлиши лозим. Пул қуйимлари ва депозитлар бўйича реал даромадни таъминлаш учун депозит ставкалари инфляция даражасидан баланд бўлиши талаб қилинади.

2. *Иқтисодиётдаги жамғармалар ва инвестициялар нисбатини ифодаловчи индикаторлар.* Ушбу гуруҳ индикаторлари молия тизимининг (бозорининг) муҳим функцияси (инвестицияларни жамғармаларга трансформациялаш) билан боғлиқ бўлиб, иқтисодиётнинг ривожланиши имкониятларини, унинг инвестицион потенциалини, иқтисодиёт субъектларининг (жумладан уй хўжаликларини) тўлов қобилиятини ифодалайдилар.

15. Асосий капиталга инвестицияларни ЯИМга нисбати 25 фоиздан кам бўлмаслиги лозим.

16. Иқтисодиётда инвестициялар ва жамғармалар нисбати. Агарда жамғармалар инвестициялардан 30 фоизга ортиқ бўлса, у ҳолда капитал қўйилмалар учун йўналтирилган жамғармалар етарлича ишлатилмаган критик даражага етади. Одатда 10 фоиз жамғарма (Парето бўйича) ўзига молия бозорини жалб қилади. Иқтисодий мувозанат ҳолатида жамғармалар инвестицияларга тенг бўлади, иқтисодиётни ривожланишининг актив фазасида эса инвестициялар жамғармалардан ошади. Иқтисодиётдаги жамғармалар, кам деганда, икки усул ёрдамида ҳисобланади: 1) Миллий ҳисоблар тизими методологиясига мос равишда ва тўлов балансининг асосий тенгламаларини қўллаган ҳолда; 2) асосий субъектларнинг (аҳоли, фирмалар, банклар ва молиявий ташкилотлар) иқтисодий фаолияти жамғармалари сифатида.

Иқтисодиётда жамғармалар жадвал кўринишида тизимлаштирилиши ва динамикада тадқиқ қилиниши керак. Ушбу индикаторга роя қилмаслик иқтисодиётда нормал инвестицион жараёнинг кечиши бузилганлигидан далолат беради.

17. Миллий ва хорижий валюталардаги жамғармалар тузилмаси (структураси). Ҳозирги шароитларда миллий валютадаги ва хорижий валюталардаги жамғармаларнинг бир бирига нисбати 70:30 бўлиши лозим. Агар бу нисбат бузилса, унда иқтисодиётни «долларлаштириш» ҳолатини тушуниш мумкин. Жамғарманинг бундай структураси ўзида кредит тизими учун сезиларли валюта рискларни мужассамлаштиради, чунки иқтисодиётнинг миллий валютадаги кредит ва инвестицияларга бўлган талаби куп жиҳатдан хорижий фондлаштириш ҳисобига қондирилади.

18. Мамлакатдан капитални «нолегал» чиқиб кетиши даражаси. Унинг бу даражаси «Жорий операциялар» счётининг (ҳисобининг) ярмисидан ошмаслиги лозим.

3. *Банк тизими фаолияти индикаторлари.* Ушбу индикаторлар банк тизимининг иқтисодиётда ва молия тизимида фаолияти кўрсаткичларини ифодалайди.

19. Банклар капиталининг етарлилиги меъёри (нормативи). Ушбу индикатор банкларнинг хусусий капитални уларнинг рискларни ҳисобга олган ҳолда вазнлаштирилган активларига бўлган нисбати билан ҳисобланади. Индикаторнинг миқдори Базел келишувларига мувофиқ (*Basel II*) 12 фоиздан кам бўлмаслиги лозим.

20. Банк тизимининг умумий (жами) активларини ЯИМга нисбати. Идеал ҳолатда ушбу индикатор позитив иқтисодий динамикали ривожланаётган мамлакатлар учун 80-100 фоизни ташкил этиши лозим.

21. Маблағлар (кредит ва депозитлар) жалб қилиниши ва жойлаштирилишининг ўртача муддатлари. Нормал ривожланаётган иқтисодиётларда бу муддатлар бир бирига мос бўлади. Акс ҳолда қуйидаги икки ҳолатдан бирини кузатиш мумкин: 1) 20-30 фоиз капиталдан ортиқ маблағларни жалб қилиш ва жойлаштириш унинг рухсат этилган йўқотилиши даражасидан ошиб кетиши мумкин; 2) банк секторининг соф хорижий мажбуриятлари даражаси шундай даражага етадики, қачонки миллий валюта курсини кутилмагандаги ўзгариши банк секторининг капитализация даражасига хавф туғдира бошлайди. Банкларнинг ўз мажбуриятларини

20 фоизи даражасида тулов қобилиятига эга бўла олмаслиги, уларни ўз капиталини йўқотишини англатади.

22. Кредит ва депозитларнинг вақт бирлигидаги структураси қуйидагича бўлиши лозим: муддати бир йилгача бўлган кредит ва депозитлар улуши 30 фоиздан кам; муддати бир йилдан ортиқ кредит ва депозитлар улуши эса 70 фоиздан юқори. Қисқа муддатли пулларга эга бўлган мамлакат банк тизими ўзининг асосий функциясини (яъни жамғармаларни консолидация қилиш ва уларни инвестицияларга трансформациялаш, инвестицион ва иқтисодий ўсишга кўмаклашиш) нормал бажара олмайди.

23. Банкларнинг хорижий активлар билан боғлиқ позициясини банк тизимининг умумий хусусий капиталига (абсолют миқдори бўйича) нисбати 20 фоиздан ортиқ бўлмаслиги лозим. Акс ҳолда, валюта курсини кескин ўзгаришида банк тизими учун қайтмас оқибатларга олиб келиши мумкин, айниқса агар хорижий пасивлар (мамлакат иқтисодиётига кредит ва инвестициялар, миллий банклар томонидан чиқарилган қимматли қоғозлар ва бошқа молиявий инструментлар) хорижий активлардан (чет элга чиқарилган инвестициялар, хорижий шерикларга берилган ссуда ва қарзлар, чет эл корхоналарининг қимматли қоғозлари) анча кўп бўлса.

24. ЯИМдаги банк активлари улуши динамикасини иқтисодиётнинг монетизация даражасига нисбати. Бу нисбат тахминан 100 фоизни ташкил этиши лозим. Ушбу шартни бузилиши қуйидагилардан далолат бериши мумкин: банк секторининг капитализация даражаси ва барқарорлиги пасаяди, унинг иқтисодиётдаги пул ресурсларини ўстириш ва жамлаш имкониятлари камаяди, яъни банк тизимининг кредит имкониятлари камаяди ёки банк тизимининг хорижий инвестицияларга боғлиқлиги ортади.

25. Банк активларида кредит портфелининг улуши 45 фоиздан ортиқ бўлиши лозим, чунки бундан кам бўлса, банкларнинг фаолияти чет эл операцияларига ёки фонд инструментлари билан боғлиқ спекулятив операцияларга томон оғади. Инвестиция банкларида (компанияларида) бу индикаторнинг миқдори кам бўлиш мумкин.

26. Банкларнинг хусусий капитали рентабеллиги — *ROE* коэффиценти (яъни банкларнинг соф фойдасини хусусий капиталига нисбати). Ривожланаётган мамлакатларда бу кўрсаткич 15 фоиздан кам бўлмаслиги лозим. Бу индикатор банк сектори

капиталининг BIS (*Basel Institute of Settlements*) бўйича етарлилиги кўрсаткичи билан бирга кўрилади. Ушбу кўрсаткичлар асосида банк тизимининг даромадлилик тенденцияси ва барқарорлилиги ҳамда TOP-25 вакиллари бўлган алоҳида банклар таҳлил қилинади.

27. Банк активлари рентабеллиги – ROA коэффиценти (банкларнинг соф фойдасини активларига нисбати). Ривожланаётган мамлакатларда бу кўрсаткич 1-2 фоиздан кам бўлмаслиги лозим. ROA коэффицентининг паст даражаси «The Banker» рэнкингидаги банкларнинг TOP-1000 ўртача кўрсаткичига мос келади ва банк сектори учун капиталнинг оптимал ричагини белгилайди.

28. Банкларнинг кредит портфелидаги «ёмон» кредитлар улуши. Ушбу мезоннинг 10 фоизли миқдори ривожланаётган мамлакатлар учун қўйидагиларни англатади: иқтисодиётнинг негатив ривожланиши сценарийсида банклар капиталининг тахминан учдан бири зарарга ёзилиши мумкин, бу ҳолда тизимли банк инқирозининг ривожланиш эҳтимоли жуда юқори бўлади.

29. Банк тизимининг концентрацияси даражаси. Ушбу индикаторнинг нормал даражасини аниқлашда 80:20 нисбатда Парето принципи (тамойили) қўлланилади, яъни 20 фоиз банкларга 80 фоиз банк тизими активлари (ёки капитали) тўғри келади. Агар шу нисбатга ёки унга яқин миқдорга риоя қилинса, банк секторининг концентрация даражаси умуман олганда нормал ҳисобланади. Бу нисбатдан оғиш мамлакатда капитални ва ёки активларни тақсимланиши тизими нооптимал шаклланганидан далолат беради.

30. Банкларнинг банклараро кредитлашга боғлиқлиги, банклараро кредитларнинг банк пассивларига нисбати 20-25 фоиздан ошмаслиги лозим. Ушбу индикатор банклараро кредитларнинг банклар пассивиға нисбати асосида топилади. Бу индикаторга риоя қилмаслик, банкларнинг куп қисми ўз функциясини бажармаслигини англатади. Бундан ташқари, қисқа муддатли банклараро бозор ҳисобига кредитлашни молиялаштириш қўшимча рискларни ўзида мужассамлаштиради, яъни банклараро кредитлар бозорининг локал инқирози (кризиси) банк тизимининг умумий кризисини «домино» принципи бўйича келтириб чиқариши мумкин.

4. Нарх-наво индикаторлари. Нархлар даражасини аниқлаш молия тизимининг (бозорининг) алоҳида синтетик функцияси

булганлиги сабабли уларни алохида гуруҳ сифатида ажратилиб чиқарилган. Нархлар динамикасини таҳлил қилиш энг мураккаб муаммолардан ҳисобланади, чунки уларнинг шаклланиши асосида кўпдан кўп турли омиллар ва жараёнлар ётади. Ушбу гуруҳга қуйидаги индикаторлар киради:

31. Йиллик инфляция. Унинг даражаси 12 фоиздан ошмаслиги лозим. Ривожланган мамлакатларда инфляция даражаси 2-5 фоизни ташкил қилади.

32. Турли товарлар ва хизматлар гуруҳининг нархи динамикаси. Ривожланаётган мамлакатларда асосий товарларнинг нархлари (энергия нархи, транспорт тарифлари ва ҳ.к.) ривожланган мамлакатлардаги шу каби товарлар нархидан 30-40 фоиз пастроқ бўлиши мақсадга мувофиқ (*Eurostat* томонидан мунтазам ҳисобланадиган паритет курси бўйича).

5. Молия бозорини ифодаловчи индикаторлар.

Молия бозорининг финансометрик (секьюриметрик) параметрлари (индикаторлари) ва уларнинг чегаравий миқдорлари⁴⁴⁸, молия тизими ва иқтисодиётнинг индикаторлари билан узвий боғлиқ бўлиб⁴⁴⁹, уларни шартли равишда қуйидаги поғоналарда кўриш мумкин:

- жаҳон (глобал) молия бозорлари муҳитини метадаражада ифодаловчи финансометрик индикаторлар. Бу индикаторлар ёрдамида жаҳон молия бозорлари ва миллий иқтисодиётларнинг бир-бири билан ўзаро глобал боғлиқликдаги тенденциялари ва муаммолари ифодаланади;

- миллий молия бозори муҳитини макродаражада ифодаловчи финансометрик индикаторлар. Бу индикаторлар ёрдамида молия бозори ва иқтисодиётнинг ўзаро адекватлилик, эквивалентлилик даражаси (квазианалогиялар принципи асосида молия бозорининг иқтисодиётни «эгиз-аналог» сифатида) ифодаланади;

⁴⁴⁸ Параметрларнинг чегаравий миқдорлари жаҳон молия бозори тенденциялари ва муаллифнинг таълиқотлари асосида аниқланган ҳамда қуйидаги ишларда келтирилган: Шоҳмазми Ш.Ш. Секьюриметрика.-Т.: Ўзбекистон миллий энциклопедияси, 2005.-476 с.; Проблемы и перспективам стратегического развития рынков ценных бумаг Узбекистана в условиях ЕвразЭС.-М.: МГУ, Тезисы и доклады Международной научно-практической конференции «Социально-экономические закономерности развития мирохозяйственных связей в условиях усиления интеграционных процессов», 16-17 ноября 2006.-с.146-147; Фондовый рынок в условиях либерализации внешнеэкономической деятельности//Т.: Рынок, деньги и кредит, №7 (110), 2006.-с.25-28; Индикативные ориентиры развития рынка ценных бумаг с позиций финансовой безопасности и конкурентоспособности// Молия, Т., №3, 2009.-с.80-91.

⁴⁴⁹ Молия бозори индикаторларининг бундай боғлиқлиги унинг иқтисодиёт билан эквивалентлиги, «эгиз-аналог» бўлганлиги (яъни иқтисодиётнинг «барометри») ва унга таъсир кўрсатиши билан белгиланади.

- молия бозори қатнашчиларини микродаражада ифодаловчи финансометрик индикаторлар. Бу индикаторлар ёрдамида молиявий инструментлар ва уларни муомалага чиқарувчисининг ўзаро адекватлилик, эквивалентлилик даражаси (квазианалогиялар принципи асосида молиявий инструментларнинг ўз базиси билан «эгиз-аналог» сифатида) ифодаланади.

33. Қимматли қоғозлар бозори капитализациясининг ўсиши темпини ЯИМ ўсиши темпига нисбати. Унинг миқдори ўрта ва узоқ муддатларда 1,1-1,2 миқдор даражасидан ошмаслиги лозим. Агар бу индикаторнинг чегаравий (критик) миқдорларидан кескин силжишлар кузатилса, унда бундай оғишларни келтириб чиқарувчи омилларни секьюриметрик таҳлил қилиш керак бўлади. Айтиш жоизки, бу индикаторнинг меъёридан ҳаддан ташқари юқори миқдори ва унинг пасайиши иқтисодиёт ва молия бозори учун хавфли ҳисобланади. Яъни қимматли қоғозлар бозори ва иқтисодиётнинг ўзаро эквивалентлилик даражаси бузилади.

34. Давлатнинг қимматли қоғозлари даромадлилигини ЯИМ ўсиши темпига нисбати 1 (бирдан) кичик бўлиши лозим. Акс ҳолда, давлат бюджетининг қарз юкининг ошишига, давлат қарзининг «пирамидасига» (натижада эса дефолтга) олиб келиши мумкин.

35. Молиявий инструментларга (жумладан, қимматли қоғозларга) қилинган жорижий инвестициялар портфеллари улушини мамлакатдаги умумий хорижий инвестицияларга нисбати 25 фоиздан юқори бўлмаслигини керак. Акс ҳолда, инвесторлар мамлакат иқтисодиётини етарлича барқарор эмас деб баҳолайдилар ва капиталларини узоқ муддатли инвестицияларга йўналтириш ўрнига спекулятив операцияларга йўналтирадилар.

36. Бозорни ҳўжалик оборотида бўлган қимматли қоғозлар билан тўйинганлиги. Бу индикатор қимматли қоғозлар бозорининг капитализация даражаси билан аниқланади. Унинг бу даражаси икки усул ёрдамида ҳисобланиши мумкин: 1) бозор муомалада бўлган қимматли қоғозлар (акциялар ва бошқа эмиссияланувчи турлари) ҳажмини эмитентлар сонига нисбати; 2) биржада тузилган ва амалга оширилган шартномалар (битишув-лар) асосида вужудга келган акцияларнинг реал оборотини биржа савдоси котировкасида бўлган қатнашчилари (эмитентлари) сонига нисбати. Ушбу индикатор ёрдамида қимматли қоғозлар бозорини иқтисодиётдаги роли ва функцияларини баҳолаш, умуман олганда уни бошқа мамлакатлар бозорларига нисбатан ривожланганлиги даража-

сини аниқлаш мумкин. Мазкур индикатор бўйича фонд бозорида фаол айланаётган қоғозлар ҳаракатсиз ётган қоғозлардан кўп бўлиши лозим.

37. Молия бозорида инвестиция рисклари даражаси. Идеал ҳолда унинг даражаси молия бозоридаги валюта ёки кредит рискларидан паст бўлмаслиги лозим, яъни унинг даражаси кўрсатилган рискларнинг 20 фоизи даражасидан ошмаслиги керак. Реал ҳолатда эса бу даража тизимли, тармоқлар, эмитентлар ва инвесторлар рискларидан ташкил топади.

38. Деривативлар (опцион, фьючерс, своп, форвард ва ҳ.к. қимматли қоғозлар) бозори ҳажмини базавий қимматли қоғозлар ҳажмига нисбати. Бу индикаторнинг критик миқдори Парето принципи асосида аниқланади, яъни деривативлар бозори ҳажми ва базавий қоғозлар ҳажми ўзаро мутаносибликда тахминан 80:20 нисбатда бўлиши лозим.

39. Фонд бозори индексининг критик ўзгариши. Унинг бир савдо сессиясидаги чегаравий миқдори пасайиши/ўсиши 5 фоиздан ортганлиги ҳолатлари ҳисобланади. Агар бу миқдор ундан ҳам ошиб кетса, ташкиллашган бозор учун ноҳуш ҳисобланган волатилликка олиб келади.

40. Миллий валютада доллар курсининг ўсиш темпи (суръати) ва фонд бозори индексларининг ўсиш темпи нисбати. Ўрта муддатда фонд бозори индексининг ўсиш суръати валюта курсини ўсиши темпидан юқори бўлиши лозим. Акс ҳолда, инвесторлар томонидан мамлакатда иқтисодий конъюнктура ёки унинг алоҳида тармоқлари салбий баҳоланишини кўрсатади. Ушбу индикатор ёрдамида қулай иқтисодий конъюнктура ва иқтисодий ўсиш шароитларида компанияларнинг ЭКВ ҳисобида ифодаланган бозор қиймати (бизнеси) ортишини кўриш мумкин.

41. Қимматли қоғозлар бозорининг волатиллиги (фоизларда ифодаланган ойлик фонд индекслари миқдорининг стандарт огиши) чегаравий меъёرنинг 5 фоиздан ортмаслиги лозим (39-чи индикаторга қаралсин). Акс ҳолда, бозорнинг барқарорлиги бузилади.

42. *P/E* кўрсаткичи динамикаси – «фойдага нисбатан баробар кўпайган» (молиявий қўйилмаларнинг йиллар давомида қопланиши). Бу кўрсаткич бозор томонидан компаниянинг у ёки бу қимматли қоғозини қай даражада баҳолаётганини ифодалайди. Умуман, иқтисодиётнинг идеал ҳолатида унинг даражаси 5-6 йил оралиғида бўлиши керак, чунки айнан шу оралиқ асосий капиталга

куйилган инвестициялар қопланилишининг нормал муддатига мос келади. Ушбу кўрсаткич икки усул ёрдамида ҳисобланиши мумкин:

1) P/E = Оддий акцияларнинг бозор курси/Бир донга акция бўйича даромад (EPS);

2) P/E = Капитализация/ $EBITDA$ (фоизлар, дивидендлар ва солиқлар туланилишидан олдинги фойда).

43. Давлат қимматли қоғозлари даромадлигининг ЯИМ усиши суръатига нисбати 1 (бир)дан кам бўлиши лозим.

44. Қимматли қоғозлар бирламчи ва иккиламчи бозорларининг нисбати 15:85% бўлиши мақсадга мувофиқ. Акцияларни ёпиқ усулда жойлаштириш ҳажми уларга капитализацияланган дивиденд суммасига тенг бўлиши лозим.

45. Фонд бозорида профессионал фаолият юритувчи институтларга нисбатан белгиланадиган иқтисодий меъёрлар (нормативлар). Бундай нормативлар қуйидагиларни ҳисобга олиб белгиланиши мақсадга мувофиқ: Марказий банкнинг мажбурий резервлари даражасини, инвестиция risks даражасини, профессионал фаолият юритувчи институтнинг умумий активлари қийматини фонд бозори савдо оборотига (ҳажмини ЯИМга нисбати, % ҳисобида) нисбатини. Бунда талаб қилинган меъёрий сумма институтнинг мажбурий резерви (институтнинг ўз миқдори олдидаги мажбурияти) сифатида қабул қилиниб, ушбу сумма унинг балансини резерв (заҳира) фонди таркибида ҳисобга олинishi лозим. Институтнинг мазкур мажбурияти миқдорга етказилган зарарини қоплаш учун ишлатилади.

46. Фонд бозори институционал инвесторларнинг фаоллиги (уларнинг қимматли қоғозлар билан боғлиқ операциялардан олинган даромадлар ҳажмини инвестицион капитали ҳажмига нисбати билан ифодаланади). Ушбу нисбат қанчалик баланд бўлса инвесторлар шунчалик фаолроқ бўлади. Одатда, ривожланган бозорларда бу кўрсаткич 1,5-1,8 оралиғида бўлади, ривожланаётган бозорларда эса – 1,0-1,2 оралиғида ётади. Фаолликнинг асосий шарти бўлиб $I \geq S$ (P барқарор ва V юқори бўлганда) ҳолати ҳисобланади. Бунда: S – қимматли қоғозларга инвестицияланувчи жамғарма ҳажми; V – қимматли қоғозлар ликвидлиги; P – қимматли қоғозларнинг бозор нархи (курси); I – сотиб олинган қимматли қоғозлар.

47. Эмитент ва профессионал институт транспарентлиги. Бу кўрсаткични қуйидагича топиш мумкин: $T(\mathcal{E}) = K^A P^A - K^B P^B$,

бунда: K^I – қонун билан мажбурий очиб берилиши талаб қилинадиган ахборот миқдори; P^I – очиб берилиши талаб қилинган максимал ҳажм ва сондаги ахборотни чоп этиш учун харажатларнинг белгиланган ҳажми; K^P – реал очиб берилган ахборот ҳажми ва сони; P^P – ахборотни чоп этишга кетган реал харажат.

48. Муомаладаги корпоратив облигациялар қиймати. Бу кўрсаткич муомалага чиқарилган корпоратив облигацияларнинг реал таъминоти қийматидан кам бўлмаслиги мақсадга мувофиқ.

49. Кредит ва фонд бозорларидаги «купик» миқдори тизимли рискнинг 30 фоизидан ёки акцияларнинг 20 фоиз реал бозор қийматидан куп бўлиши мумкин эмас. Бу кўрсаткич секьюриметрик (финансометрик) усул ёрдамида аниқланиши мумкин (5.10-параграфда берилган).

50. Фонд бозорида «free float» (бозорда эркин муомалада бўлиб аффилиор шахсларга тегишли бўлмаган акциялар ҳажми) даражаси 70-80% бўлса мақсадга мувофиқ.

51. Компания корпоратив бошқарувининг рейтинг даражаси махсус рейтинг агентликлари томонидан мунтазам равишда белгиланади.

52. Фонд бозорида ликвид муомалада бўлган қимматли қоғозлар улуши. Бу кўрсаткич фонд бозорида ликвид айланаётган қимматли қоғозларнинг давлатнинг ягона реестрида ҳисоби юритилаётган қимматли қоғозларнинг умумий ҳажмидаги улушини билдиради. Ушбу кўрсаткич ёрдамида мамлакатда чиқарилган ва ликвид ва фаол муомалада бўлган қимматли қоғозларнинг улушини билиш мумкин.

6.9. Худудлар инвестиция муҳитини янада кучайтиришнинг устувор йўналишлари⁴⁵⁰

Ўзбекистон шароитида худудлар инвестиция муҳитини янада кучайтириш орқали худудий иқтисодиётларга инвестициялар жалб қилиниши ҳажминини янада оширишнинг устувор йўналишларини аниқлаб олиш ва тегишли чораларни ишлаб чиқиш муҳим муаммо ҳисобланади. Ушбу муаммони ҳал қилишда маҳаллий ҳокимият органлари етарли имконият ва ричагларга эга.

⁴⁵⁰ Муаллаф гоёя асосда С.Сайдалиев материаллари ёрдамида ва иштирокида ёзибган.

6.9.1. Худудлар инвестиция сиёсати ва инвестиция муҳитининг регулятив моделини такомиллаштириш

Китобимизнинг 2.10-параграфида берилган натижалар асосида айтиш мумкинки, Давлатимизнинг ҳозирда олиб бораётган кенг куламли, изчил ва самарали макроиқтисодий сиёсати, айниқса унинг доирасидаги фаол инвестиция сиёсати, талабларига мос равишда худудлар инвестиция муҳити янада яхшиланиши зарур. Бунда бир-бири билан боғлиқ бўлган макро ва мезо (худудий) поғоналарда қаралганда инвестиция сиёсати инструментлари белгиловчи рол ўйнайди. Чунки давлат инвестиция сиёсати инвестицион муҳитни тартибли кучайтирувчи регулятив омил ҳисобланганлиги сабабли 2.19-расмда берилган схематик модел қўпчилиқ мамлакатларда кучга эга. Бунда инвестиция муҳитининг инвестиция сиёсати воситасидаги регулятив схемасида (2.18-расм) инвестиция сиёсати инвестиция муҳитига ички кучайтирувчи регулятив таъсир кўрсатади, ўз навбатида эса инвестиция муҳити натижаси инвестиция сиёсатининг такомиллашувига таъсир этади ҳамда бундай схема ташқи ва ички омиллар таъсирида ўзаро регулятив боғлиқ бўлган инвестиция муҳити ва инвестиция сиёсатидан иборат мураккаб адаптив динамик тизим сифатида намоён бўлади. Шу муносабат билан, таъкидлаш зарурки, самарали давлат инвестиция сиёсати, айниқса унинг инвесторларни қўллаб-қувватлаш усул ва инструментлари, ривожланган ва прогрессив ривожланаётган давлатларнинг қўп йиллик тажрибаси кўрсатишича, мамлакатда позитив инвестицион имидж ва қўлай инвестиция муҳити шаклланишининг асосий омилларидан бири бўлиб, мамлакатнинг барқарор ривожланиши гаровидир. Шунинг учун ҳам ҳар қандай мамлакат ва худуд ривожланишида инвестициялар белгиловчи рол ўйнаши табиийдир. Ваҳоланки, унинг ҳажми ва оқими инвестиция муҳити ҳолатига боғлиқ бўлгани сабабли, инвестицияларни мамлакат иқтисодиётига жалб қилиш учун зарурий шарт-шароитлар яратиш дунёнинг барча давлатлари инвестиция сиёсатининг бош мақсади ва вазифаси ҳисобланади.

Тавсия этилган моделнинг (2.19-расм) омиллар таъсирида ишлаши нуқтан назаридан жаҳон амалиётини таҳлили асосида инвестиция сиёсати давлат инструментларини (уларнинг қўлами ва чуқурлигига қараб) шартли равишда тўрт гуруҳга ажратиш мумкин:

макроиктисодий, мезоиктисодий, микроиктисодий ва институционал (жумладан наноиктисодий).

Макроиктисодий инструментлар инвестицияларнинг умумиктисодий мухитини (бюджет-солиқ сиёсати чора-тадбирлари билан белгиланадиган фоиз ставкага, иқтисодий ўсиш суръатларига, ташқи савдо режимига таъсир қилиш орқали) белгилайди.

Мезоиктисодий инструментлар (худудий иқтисодий ва инвестиция сиёсатлари доирасида) – худудий инвестиция мухитини белгилайди. Микроиктисодий инструментлар (солиқ ставкалари, амортизация тартиб-қоидалари, кафолатлар, имтиёзли кредитлар) – алоҳида олинган инвестицияларга ёки тармоқлардаги инвестициялар мухитига таъсир этувчи чораларни ўз ичига олади.

Институционал инструментлар эса ўзида инвестиция сиёсатининг давлат органларини, тадбиркорлар бирлашмаларини ва ахборот тизимини қамраб олган ҳолда хусусий инвесторларнинг инвестиция дастурларини мувофиқлаштиради.

Мазкур инструментларнинг таъсир доираси чекланган бўлиб, уларнинг у ёки бу турлари конкрет шароитларда самара бермаслиги, бошқаси эса самарали бўлиши мумкин. Шунинг учун ҳам инвестиция сиёсати шакллантирилаётганида конкрет шароитдан келиб чиқиб қайси инструментларга қайси вақтларда қай даражада ургу бериш керак деган савол ҳар доим долзарб ҳисобланганлиги учун давлат инвестиция сиёсатининг жаҳон тажрибасида қўлланилаётган моделларни келтириш мақсадга мувофиқ. Ушбу тажрибадаги инвестиция сиёсати моделларини шартли равишда 6.10-жадвалда берилган «Англо-саксон», «Континентал (Герман)», «Япон» ва «Гибрид» моделлардан иборат гуруҳларга ажратиш мумкин.

6.10-жадвал

Жаҳон амалиётидаги инвестицион сиёсат моделлари⁴⁵¹

Модел тури	Хусусияти ва ижобий тарафи	Камчилиги
«Англо-саксон» модели	Давлат инвестиция сиёсатида солиқ инструментларига ва либерал макроиктисодий сиёсатга (эркин нарх ва фоиз ставкаларга) ургу берилади. Банкларга доминатлик берилмайди, инвестицион ресурсларнинг самарали тақсимланишида асосий механизм – фонд биржалари, давлат инвестицион	Жамгаларни рағбатлантиришнинг йўқлиги ва тезлик билан активларни ошириш мумкин эмаслиги, молиявий инкирозларга

⁴⁵¹ Манба: муаллиф томонидан тузилган.

	мухитни индикатив регуляция қилади.	юз тутиши.
«Конти- нентал» модел	Инвестиция сиёсатини амалга оширишида асосий ургу солиқ инструментларига, банк тизими роли ва фаолиятига, жамғармаларга берилади. Унда аҳоли маблағлари самарали жамғарилади ва корпорацияларга банклар орқали ишончли ва стратегик инвестицияланади.	Инвестицияларни режалаштириш жараёни банкларга боғлиқ. Банклар молиявий инкирозларга молиқ ва таъсирчан бўлади.
«Япон» моделли	Ургу асосан давлат ва хусусий инвесторлар уртасидаги фаол партнерчиликка, банк тизими устидан назоратга, аҳоли маблағларини жамғарилишига ва уларни корпорацияларга инвестицион ва ижтимоий мажбуриятлар асосида имтиёзли берилишига, бунда мувофиқлаштириш ишларини давлат томонидан тузиладиган консултатив кенгашлар фаолиятига кўпроқ қаратилади. Ижобий тарафи – кучли хусусий сектор ва кучли давлат (самарали аппарати билан), уларнинг самарали ҳамкорлиги, катта ҳажмларда жамғармаларни жамлаш ва инвестицияларга йўналтириш.	Инвестицияларни режалаштириш жараёни ҳаддан ташқари сиёсий-лаштирилиши, пул-кредит сиёсати асосий параметрларининг керагидан ортиқ ўзгартириш ва сиёсий гуруҳларнинг коррупцияланиши ҳоллари.
«Гибрид» модел	Узида АҚШ ва «Япон» моделлари жиҳатларини мужассамлаштирган бўлиб, унинг асосий хусусияти – давлат томонидан инвестицион қарорларни мувофиқлаштиришнинг хусусий механизмларини экспортга ишлайдиган хусусий компаниялар атрофида шакллантириб ривожлантириш. Ушбу компаниялар атрофида уларни таъминловчи фирмаларнинг гуруҳи шакллантирилади ва бу гуруҳнинг янги технологиялар ва инвестицион лойиҳаларни молиялаштирилиши давлат томонидан қўллаб-қувватланади, имтиёзлар билан рағбатлантирилади.	Умумжаҳон савдо ташкилотининг янги тартиб-қоидалари ва жаҳон бозорлари нархларининг ўзгариши олдида оқибат бўлмокда.

Келтирилган 6.10-жадвал таҳлилидан айтиш мумкинки, бу моделларнинг ҳар бири ўзига хос хусусиятларга эга бўлганлиги сабабли уларни қўллашда мамлакат ёки минтақадаги конкрет шарт-шароитга асосланиш зарур, акс ҳолда кутилаётган самарага эришиб бўлмайди. Яна 6.10-жадвал таҳлили асосида айтиш мумкинки, давлат томонидан инвестицияларни рағбатлантиришнинг барча

чора ва механизмлари қуйидаги асосий масалалар ечимига қаратилган: миллий ва ҳорижий инвестицияларни жалб қилиш ҳисобига иқтисодий ўсишни таъминлаш, ҳудудий диспропорцияларни текислаш, юқори технологик ва инновацион компанияларнинг тез ўсишини таъминлаш. Ушбу масалалар ечимидан мақсад – инвестиция муҳитини регулятив кучайтириш орқали иқтисодиётни барқарор ривожлантиришга барқарор ва самарали инвестициялар ҳажми ва оқимига эришиш. Бунда ҳудудлар инвестиция муҳити идеал ҳолда давлатнинг регулятив инвестиция сиёсати асосида ва унинг инструментлари (2.18-расм) воситасида, 2.19-расмдаги схемага мувофиқ тарзда, ҳудуд реал иқтисодиёти сектори (ХРИ)да ва ҳудудий инвестициялар бозори (ХИБ)да бирдек қулай яратилиши зарур бўлгани сабабли, ушбу регулятив модел мақсадга мувофиқлиги табиийдир. Агарда мезоиктисодий нуктаи назардан иқтисодий системалогияга асослансак, унда ХРИ ва ХИБ самарадорлигига эришилишида ва уларнинг ўзаро эквивалентлигини таъминлашда давлатнинг регулятив функцияси муҳим роль ўйнайди (2.10-параграф). Бунда таъкидлаш зарурки, Ўзбекистонда инвестиция сиёсати «Гибрид» моделига мос келсада, лекин ушбу моделни қўлловчи бошқа мамлакатлардан фарқли юқорида келтирилган «Англо-саксон», «Континентал (Герман)», «Япон» ва «Гибрид» моделларнинг асосан ижобий хусусият ва тарафларини ўзида тараққиётнинг «Ўзбек модели»га асосланган ҳолда мужассамлаштирган. Шу сабабли, Ўзбекистонда замонавий давлат макроиктисодий сиёсати доирасида фаол инвестицион сиёсат натижаларига эришилдики, булар ҳозирда ҳудудлардан ўз инвестиция муҳитини янада яхшилашни талаб этмоқда.

Шунинг учун, юқоридаги натижалар асосида, қуйидагини таклиф қилиш ўринли. Яъни тараққиётнинг «Ўзбек модели» асосида Давлат томонидан самарали амалга оширилаётган фаол инвестиция сиёсати доирасида ҳудудлар инвестиция дастурлари самарасини ошириш мақсадида инвестиция сиёсати воситасида регуляция қилинувчи инвестиция муҳити моделини (2.19-расм) ҳар бир ҳудудда алоҳида (уларнинг шарт-шароити ва хусусиятларидан келиб чиқиб ҳудудий инвестиция муҳитларни (ХИМ) янада яхшилаш мақсадида) реализация қилишнинг ҳудудий страте-

гиялари⁴⁵² ишлаб чиқилиб, уларни 3-5 йил давомида ривожлантириш лозим.

Бунда мос равишда янги қонуний-меъёрий ҳужжатларни чиқариш (1-2 йил ичида) ва мавжудларига тегишли қўшимча ва ўзгартиришлар киритиш (2 йил мобайнида) зарур. ХИМ давлат ва ҳудуд раҳбарияти томонидан тартиблаштиришнинг алоҳида мукамал ташкиллашган объекти сифатида намоён бўлиши зарур. Унинг фаолиятини мувофиқлаштириш ва назорат қилишда давлат ва маҳаллий ҳокимиятлар зиммасига катта ваколат, мақсад, вазифалар ва функциялар юклатилади.⁴⁵³

Худудий инвестиция муҳитини янада яхшилаш стратегиялари А.Содиқов, А.Қодиров ва А.Ахмадиевалар илгари сурган методологик ёндашувларга⁴⁵⁴ ҳамда ушбу китобдаги тадқиқот доирасида берилган ҳулосалар, тавсия ва таклифлар асос қилиб олиниши асосланиши фойдадан ҳоли бўлмайди.

Таъкидлаш ўринлики, ҳар қандай, энг самарали бўлган ХИМнинг тартиблаштириш (регулятив) тизими жорий ва келажак даврларда идеал мукамаллик даражаси талабларига тула жавоб бера олмаслиги ва мос равишда тартиблаштириш механизмига жорий ўзгартириш ва қўшимчалар киритилиши ҳолатлари мавжуд бўлганлиги сабабли, уларни шартли равишда фақат маълум бир вақт даврида худудий инвестиция сиёсати ва ХИМ талабларига нисбатан жавоб берувчи самарали деб қабул қилиш мумкин. Бундай ҳолат тартиблаштириш тизими институтларига ва ХИМга ҳам таъсир кўрсатмасдан қолмайди. Шунинг учун ҳам юқорида берилган таклифимиз узоғи билан ўрта муддатли истикболда (2011-2015 йй.) мақсадга мувофиқ бўлиши мумкин. Чунки кейинги ўрта муддатга давлат томонидан навбатдаги янги инвестиция дастурлари қабул қилинади.

⁴⁵² Бундай стратегияда ушбу диссертацион тадқиқот доирасида берилган ҳулосалар, тавсия ва таклифлар асос қилиб олиниши мумкин.

⁴⁵³ Бунда давлат (бош ваколатли органи – Ўзбекистон Республикасида Иқтисодий таълим ва маҳаллий ҳокимиятларнинг худудий инвестицион сиёсатдаги регулятив фаолияти ўз ичига 2.1-жадвалда берилган инструментларни ҳамда ҳуқуқий, иқтисодий, административ, иқтисомий, информацион, техник-технологик ва х.к. усул, йўналиш ва муносабатлар мажмуасини олади.

⁴⁵⁴ Садықов А.М. Социально-экономическое развитие регионов Узбекистана: тенденции, проблемы и стратегии. //Макроэкономические и региональные аспекты моделирования устойчивого экономического роста. Материалы Форума экономистов Узбекистана: 14.12.2010 г., Ташкент, ИПМИ, ПРООН, изд. InfoCOM.uz, 2011.-с.141-146; Калдыров А.М., Ахмадиева А.Т. Методологические подходы к анализу стратегии социально-экономического развития региона. //Макроэкономические и региональные аспекты моделирования устойчивого экономического роста. Материалы Форума экономистов Узбекистана: 14.12.2010 г., Ташкент, ИПМИ, ПРООН, изд. InfoCOM.uz, 2011.-с.147-151.

Тавсиямиз доирасида қуйидаги тамойилларга асосланиш лозим:

А. Регуляторларга (давлат ва маҳаллий ҳокимият органлари) тегишли тамойиллар:

1. Регуляторнинг жавобгарлиги соҳаси (даражаси) аниқ ва объектив ҳамда тасдиқланган бўлиши лозим.

2. Регулятор ўз мажбуриятлари ва ваколатларини бажариши бўйича ҳисоботли бўлганлиги билан бирга операцион ҳолис бўлиши зарур.

3. Регулятор адекват ваколатларга, етарли ресурсларга эга бўлиши ва ўз функциялари ва ваколатларини бажариши лозим.

4. Регулятор очик, илгариланган ва қарама-қарши бўлмаган регулятив жараёни таъминлаши лозим.

5. Регуляторнинг хизматчилари энг юқори даражадаги профессионал стандартлар талабларига жавоб бериши, жумладан конфиденциаллик стандартларига риоя қилишлари лозим.

В. Ўз-ўзини тартиблаштириш бўйича:

6. ХИБнинг ҳажми ва мураккаблиги даражаси билан белгиланувчи даражада мумкин бўлган соҳалар устидан тўғридан-тўғри назорат функцияларини ваколатли бажариш учун ўзини-ўзи тартиблаштириш ташкилотларини тартиблаштириш схемасига қўшилиши лозим.

7. Ўзини ўзи тартиблаштирувчи ташкилотлар давлат регуляторининг назорат объекти бўлиши керак. Бу ташкилотлар уларга берилган ваколатлар ва мажбуриятларни бажариши чоғида ҳалоллик, адолатлилик ва конфиденциаллик (маҳфийлик) стандартларига риоя қилишлари лозим.

С. Регулятив нормаларни (меъёрларни) мажбурий бажарилишини таъминлаш тамойиллари:

8. Регулятор инспекция қилиш, текшириш ва назорат қилиш ҳамда доимий мониторинг ўтказиш бўйича кенг қамровдаги турли ваколатларга эга бўлиши керак.

9. Регулятор регулятив нормаларни мажбурий бажарилишини таъминланиши бўйича кенг қамровдаги турли ваколатларга эга бўлиши лозим.

10. Регуляторнинг инспекция қилиш, текшириш ва назорат қилиш бўйича ҳамда регулятив нормаларни мажбурий бажарилишини таъминланиши бўйича ваколатларини қўллашда

регулятив тизим ишончлиликл ва самардорликни таъминлаши лозим.

D. Тартиблаштириш соҳасида ҳамкорлик тамойили:

11. Регулятор тартиблаштиришга оид очик ва ёпиқ информацияни ички ва хорижий бозорларда фаолият юритувчи ўз контрагентларига бериш ваколатларига эга бўлиши лозим.

12. Регуляторлар ахборот алмашиниш механизмларини ўрнатиши лозим. Бу механизмлар доирасида тартиблаштиришга оид очик ва ёпиқ ахборот бўйича ички ва хорижий бозорларда фаолият юритувчи ўз контрагентлари билан алмашиниш тартиби белгиланган бўлиши керак.

13. Регулятив тизим хорижий регуляторлар берган сурови (талаби) бўйича ўз функцияларини бажариш ва ваколатларини амалга оширишларига кумаклашиш имкониятини бериши лозим.

E. Инвесторга доир тамойиллар:

14. Инвестиция объекти тўғрисидаги маълумотларни тулиқ, ўз вақтида ва аниқ очиб берилиши керак.

15. Инвесторларнинг ҳуқуқлари ва қонуний манфаатлари давлат томонидан кафолатланиши ва таъминланиши лозим.

16. Турли инвесторлар бир хил ҳуқуқларга эга бўлиши керак.

F. Профессионал институтларга оид тамойиллар:

17. Тартиблаштириш тизими профессионал институтларни ХИБга рухсат берилиши учун минимал стандартларни ўрнатиши лозим.

18. Профессионал институтлар учун уларнинг капиталига бошланғич ва жорий даврдаги талаблар ҳамда бошқа пруденциал талабларни ўрнатилиши лозим. Пруденциал талаблар ўзларида ушбу институтлар томонидан зиммаларига олинувчи рисклар даражасини акс этиши керак.

19. Профессионаллар ички ташкиллаштириш ва операцион ҳаракатлар стандартларига мос равишда фаолият юритишлари лозим. Бу стандартлар мижозлар манфаатларини ҳимоялашга, рискларни керакли даражада бошқарилишига қаратилган бўлади. Бунда институтлар менежменти инвесторлар манфаатини ҳимоялашга ва рискларни зарурий бошқаришга бўлган бевосита мажбуриятларни зиммасига олади.

20. Профессионал институтлар ўз мажбуриятларини тугатганида, инвесторлар учун зарар ва йўқотишларни минимал-

лаштириш ҳамда тизимли рискларни чегаралаш имконини берувчи йўсинлар мавжуд бўлиши лозим.

G. Инвестицияларнинг иккиламчи бозорига оид тамойиллар:

21. Савдо жараёни авторизацияланиши ва назорат қилиниши зарур.

22. Регулаторнинг савдони ташкиллаштирувчилар устидан узлуксиз жорий назорати бозорнинг ҳалоллиги ва адолатлигини ушлаб турилишини таъминлаши лозим. Бундай сифатлар бозорнинг турли қатнашчилари манфаатлари ўртасидаги зарурий балансни ҳосил қиладиган уларнинг барчаси учун тенг бўлган қоидаларга асосан таъминланади.

23. Тартиблаштириш барча операцияларнинг транспарентлигини (информацион шафоқчилигини) таъминлаши зарур.

24. Тартиблаштириш шундай ташкиллаштирилиши зарурки, токи унинг ёрдамида манипуляциялар (қўзғўямачиликлар) ва тобламачиликларни ҳамда бошқа ҳалол бўлмаган (нопок) ва адолатсиз ҳолатларини аниқлаш ва олдини олиш мумкин бўлсин.

25. Тартиблаштирил ХИБда мажбуриятларни бажарилмаслиги ва кризис ҳолатлар рискларини керакли даражада бошқарилишини таъминланишига қаратилган бўлиши лозим.

26. Инвестициялар билан боғлиқ битимлар бўйича профессионал фаолият, аукцион, ҳисоб-китоблар, сервис ва нотариус тизимлари регулятив назорат объекти бўлиши зарур. Бу тизимлар шундай ташкиллаштирилиши зарурки, токи уларда инвестицион битимларнинг ҳалоллиги, адолатлиги, самарадорлиги ва натижавийлиги таъминлансин.

Юқорида берилганлар доирасида маҳаллий ҳокимият органларининг инвестиция ва ташқи иқтисодий фаолиятни ривожлантиришдаги роли қуйидагилар билан белгиланади:

- ҳудуднинг ички инвестиция салоҳиятини чуқур ўрганиш ва аниқ манбаларга асосланган ҳолда инвестицион лойиҳаларни тайёрлашда мувофиқлаштириш ишларини олиб бориш;

- ҳудуднинг ташқи иқтисодий фаолият соҳаси ходимлари малакасини оширишда кумак кўрсатиш;

- хорижий инвесторлар ва ташаббускорларга ҳуқуқий, иқтисодий, ташкилий масалалар бўйича маслаҳат берувчи консалтинг хизматларини ташкил этишда амалий ёрдам бериш;

- лойиҳа ташаббускорларига инвестиция киритиш юзасидан амалий ёрдам кўрсатиш, уларни меъёрий-ҳуқуқий ҳужжатлар билан таништириш;

- амалий семинарлар ва технологик курғазмаларни ташкиллаштириш бўйича тегишли мутасадди идораларга таклиф билан чиқиш;

- корхоналарнинг ишлаб чиқариш жараёнини электр энергия, газ, сув ва ёқилғи-мой билан узлуксиз таъминлашда ва ер ресурслари ажратилганда кўмак бериш;

- доимий равишда инвесторлар билан учрашувлар ташкил қилиш ва улар билан музокаралар олиб бориш;

- ҳудудда ташқи иқтисодий фаолият билан шуғулланувчи мавжуд корхоналар муаммоларини ҳал этиш, ҳамда ўрнатилган имтиёزلардан фойдаланишни таъминлаш учун мутасадди вазирлик ва идораларга мурожаат қилиш.

Китобнинг 2.10-параграфида аниқланган муаммоларни бартараф этиш бўйича куйидаги таклифлар ўринли:

- тижорат тузилмаларини кафолатга бўлган талабини таъминлаш мақсадида кафолат-гаров жамғармалари тизимини шакллантириш;

- инвестицион лойиҳаларни молиялаштириш учун қўшимча молиявий манбаларни жалб қилиш мақсадида молия-саноат гуруҳлари ва венчур ташкилотларини ташкил этишни жадаллаштириш;

- аҳоли бўш пул маблағларини инвестицион жараёнларга жалб қилиш мақсадида қимматли қоғозлар бозорини янада ривожлантириш, турли қимматли қоғозларни муомалага чиқариш (масалан, вексел ва деривативлар, уй-жой сертификатлари, давлат ва муниципал облигациялар, ипотека облигациялари ва турли активлар секьюритизацияси);

- ишлаб чиқаришни тузилмавий-технологик қайта қуришни жадаллаштириш мақсадида марказлашган кредит ресурсларнинг бир қисмини тез қоплайдиган инвестицион лойиҳаларни молиялаштиришга қаратиш, шу жумладан кичик бизнес объектларига йўналтириш;

- инвестицион лойиҳаларни молиялаштиришнинг муқобил усули бўлган лизингдан фойдаланишни кенгайтириш;

- тизимли молия инжиниринги концепцияси асосида унинг жаҳон амалиётидаги инновацияларидан кенг фойдаланиш;

- инвестицион лойиҳаларни сифатини ошириш, лойиҳаларни капитал қўйилмалар самарадорлиги талабларига мос келиши мақсадида тижорат асосида доимий равишда фаолият юритадиган инвестицион лойиҳалар ва молиявий инновациялар кўргазмасини ташкил қилиш ва ҳ.к.

Юқорида берилган хулосалардан фойдаланиш, тавсия ва таклифларни Ўзбекистон ва унинг ҳудудлари шароитида амалга ошириш чоғида, фикримизча, 6.8-параграфда келтирилган индикаторларнинг қийматларига риоя қилиш тавсия этилади.

6.9.2. Ҳудудлар иқтисодиётига инвестициялар жалб қилиниши фаоллигини янада оширишнинг инвестиция сиёсати чоралари

Китобимизнинг 2.10-параграфда ва юқорида берилган тавсия ва таклифлар ҳудудлар иқтисодиётига инвестициялар жалб қилиниши, айниқса бунда ҳудудларда жойлашган банк тизими институтлари, фаоллигини янада ошириш йўлларини аниқлаб олишга ва тегишли чораларни ишлаб чиқиш имконини беради. Буларни маҳаллий ҳокимият органлари амалга ошириш орқали ҳудудий инвестицион муҳитни янада яхшилашда барча имконият ва ричагларга эга. Бунда ҳудудларнинг иқтисодий ривожланиши учун замин бўлиб уларнинг катта ҳажмлардаги инвестицияларни, жумладан хорижий инвестицияларни, жалб қилиш потенциали ҳисобланади. Лекин ҳудудларнинг бу борадаги потенциали тўлиқ ишлатилмаган. Шунинг учун ҳам Ҳудудий инвестиция дастурлари контекстида ҳудудлар иқтисодиётига инвестициялар жалб қилиниши фаоллигини, жумладан ҳудудлардаги молия-банк тизими фаоллигини, янада оширишга қаратилган тавсия ва таклифлар ишлаб чиқиш муҳим аҳамиятга эга.

Бунда таъкидлаш жоизки, ҳозирда ҳар бир ҳудуднинг инвестиция дастури давлат ва унга мос ҳудудий инвестиция сиёсати доирасида комплекс чораларни ўз ичига қамраб олган мукамал ишланган ҳужжат бўлишига қарамасдан, уларнинг жорий натижалари бўйича ҳудудлараро инвестициялар тақсимооти ва унга мос иқтисодий ривожланиш диспропорциялари мавжудки, уларни бартараф этиш зарур. Бунинг учун ҳудудларга етарлича ҳажмларда барқарорлик асосида узоқ муддатли инвестициялар қяриб келиши ва инвестицион фаолликни таъминлашга тўсқинлик қилаётган муаммо ва тўсиқларни бартараф этиш зарур. Ушбу

муаммоларнинг ечими доирасида ҳудудий инвестиция сиёсатида қуйидагиларни назарда тутиш лозим:

1) ҳудуд учун устувор тармоқларни белгилаш ва улар учун конкрет инвестицион лойиҳаларни ишлаб чиқиш, бунда уларни амалга оширишда инвестор учун манфаатли бўлган солиштирма имкониятларни, белгиланган имтиёзлар ва афзалликларни етказиш;

2) ҳудудий иқтисодий ва инвестицион салоҳият ҳамда иқтисодий ривожланиш истиқболлари бўйича инвестицион-ахборот шаффофлигини (транспарентлиликни) ва кенг рекламани таъминлаш;

3) ҳар бир ҳудудда маълум муддатга мўлжалланган ва стратегик инвесторлар учун алоҳида имтиёзли шарт-шароитларда фаолият юритувчи эркин инвестицион-иқтисодий ёки инновацион-инвестицион зонани ташкил қилиш имконини кўриб чиқиш;

4) инвесторлар ҳуқуқлари ва қонуний манфаатларини оператив ҳимоялашнинг чораларини ишлаб чиқиш;

5) инвесторлар олдидаги мажбуриятларни бажариш, инвестицион хавфсизликни таъминлаш ва рискни камайтириш мақсадида ҳар бир ҳудудда маҳаллий ҳокимият ҳузурида махсус суғурталаш, кафолатлаш ва гаров фондларини ташкил этиш;

6) инвестицион лойиҳаларда маҳаллий ҳокимиятнинг шерикчиликка асосланган вақтинчалик иштирокини назарда тутиш;

7) ҳудуднинг устувор тармоқлари инвестицион лойиҳаларига аҳоли жамғармаларини кафолатли жалб қилиш механизми ишлаб чиқиш;

8) инвесторлар учун амалга оширган инвестициялари бўйича олган фойдаларини эркин репатриация қилиш механизминини ишлаб чиқиш;

9) ҳудуд иқтисодиётини коррупцияланиши даражасини пасайтириш инструментларини белгилаш;

10) ҳудудда маркетинг чоралари режасини ва инвестиция муҳити мониторингини олиб бориш механизминини ишлаб чиқиб амалга ошириш, инвестицион форум ва инновациялар ярмаркаларини мунтазам ўтказиш;

11) аҳоли ва юридик шахслар, айниқса ҳудудий молия-банк тизими институтлари, маблағларини улар учун манфаатли шартларда турли қурилишга ва ижтимоий объектларга жалб қилиш, бунда маҳаллий ҳокимият томонидан кафолатланган ўрта муддатли

муниципал инвестицион облигациялар эмиссияси ва эркин муомаласини қўллаш;

12) ҳудудий инвестиция сиёсатини бажарилишига масъул бўлган хизмат ва шахсларни аниқ белгилаш ва уларнинг жавобгарлигини аниқлаш.

Инвестиция сиёсатида инвесторларни қўллаб-қувватлаш инструментларини жаҳон тажрибаси асосида (Ўзбекистон ҳудудлари учун маъқул бўлган шарт-шароитларда) ишлаб чиқиш муҳим аҳамиятга эга.

Шу билан бирга, Ўзбекистон Республикаси Президенти қўрсатмаларига мувофиқ⁴⁵⁵, банк тизими институтлари маблағларини ҳудудий кичик бизнес ҳамда ҳудуд учун устувор деб белгиланган тармоқлар бўйича конкрет инвестицион лойиҳаларнинг амалга оширишга жалб қилиш учун зарурий шарт-шароитлар яратиш зарур. Бунинг учун қуйидаги таклифлар ўринли:

1. Ҳозирги даврда республикамиз тижорат банкларида кредитлашнинг контокоррент, форфейтинг шакллари мавжуд эмас. Бунда айтиш жоизки, кредитлашнинг овердрафт ва контокоррент шаклларида кредит рискининг даражаси кредитлашнинг бошқа шаклларида нисбатан юқори бўлади. Бунинг сабаби шундаки, овердрафт ва контокоррент кредитлари реал таъминотга эга бўлмаган кредитлардир. Бундай кредитлар учун реал таъминотни қабул қилинмаслиги икки омил билан изоҳланади: 1) мижознинг жорий ҳисоб рақамида қачон пул етишмаслигини олдиндан билиб бўлмайди; 2) қанча суммадаги дебетли қолдиқ юзага келишини билиш қийин. Фикримизча, республикамиз амалиётида тўловларнинг мақсадли кетма-кетлиги қўлланилаётганлиги овердрафт ва контокоррент кредитларининг риск даражасини оширишга хизмат қилади. Бунинг сабаби шундаки, биринчидан, мақсадли кетма кетликда корхонанинг давлат бюджети ва бюджетдан ташқари фондлар олдидаги мажбуриятлари бўйича тўловлар амалга оширилади; иккинчидан, солиқ инспекцияси ходимлари солиштириш далолатномасиз инкассо қўядилар бунда ундириладиган солиқ тўловларнинг сезиларли қисми кейинги даврда тўланадиган солиқларнинг ҳиссасига тўғри келади. Сумда овердрафт

⁴⁵⁵ Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2010 йил 26 ноябрдаги №1438-сонли «2011-2015 йилларда республика молия-банк тизимини янада ислоҳ қилиш ва барқарорлигини ошириш ҳамда юқори халқаро рейтинг қўрсаткичларига эришishнинг устувор йўналишлари тўғрисида» Қарори; Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2010 йил 15 декабрдаги №1442-сонли «2011-2015 йилларда Ўзбекистон Республикасини саноатини ривожлантиришнинг устувор йўналишлари тўғрисида» Қарори.

кредитлари беришга банкларнинг бошқарув органлари томонидан рухсат этилмаган. Банкларнинг компьютер дастурлари миждонинг жорий ҳисоб рақамини дебитли қолдиғини қабул қилмайди. Кредитлашнинг ушбу турларига мақбул шароитларда йул очиш лозим;

2. Ўзбекистонда тижорат векселлари муомаласининг мавжуд эмаслиги кредитлашнинг форфейтинг шаклини юзага келишига имкон бермайди. Демак, тижорат векселларини ҳисобга олишга асосланган кредитлаш шаклларини жорий этиш учун тижорат векселлари муомаласини қайтадан тиклаш лозим.

3. Тараққий этган мамлакатлар тижорат банкларида валюта рискинни бошқаришда валюта позициялари ҳажмини қисқартириш усулидан кенг фойдаланилмоқда. Бунда банкларнинг қисқа валюта позициялари ҳажмини қисқартиришда учта усулдан кенг фойдаланилмоқда: хорижий валюталарни сотиб олиш; хорижий валюталарда депозитлар қабул қилиш; хорижий валюталарда эмиссия қилинган қимматли қоғозларни сотиш. Тижорат банкларида узун валюта позициялари ҳажмида қисқартиришда ҳам учта усулдан фойдаланилмоқда: хорижий валюталарни сотиш; хорижий валюталарда кредитлар бериш; хорижий валюталарда эмиссия қилинган қимматли қоғозларни сотиб олиш. Мазкур икки ҳолатдаги усуллардан Ўзбекистон Республикаси банк амалиётида фойдаланиш имкониятлари чекланган ва ушбу ҳолат қуйидаги сабаблар билан изоҳланади:

- банкларнинг хорижий валюталарда депозитлар қабул қилиш имкониятининг чекланганлиги;⁴⁵⁶

- республикаимиз тижорат банкларида хорижий валюталарда эмиссия қилинган қимматли қоғозларнинг мавжуд эмаслиги;⁴⁵⁷

- республикаимиз тижорат банклари томонидан хорижий валюталарда берилган кредитларнинг 90 фоизидан ортиқ қисми ҳукуматнинг кафолати асосида хорижий кредит линиялари ҳисобидан берилган кредитлардир.

⁴⁵⁶ Чунки ҳозирда республикаимиз тижорат банклари томонидан хорижий валюталардаги депозитларга нисбатан белгиланган фонд ставкалари даражаси паст (2009 йилда ўртача 4,8 фонд ташкил этди). Хорижий валюталардаги депозитларнинг фонд ставкасини паст даражада эканлигининг асосий сабаби шундаки, банклар хорижий валюталарда қабул қилинган депозитларнинг асосий ҳиссани хорижий банкларга банклараро депозит сифатида жойлаштиришмоқда. Ушбу депозитларга халқаро ссуда капитали бозорининг ставкалари (LIBOR, FIBOR, PIBOR ва ҳок.) фонд туланади. Ушбу ставкаларнинг даражалари паст. Хорижий валюталардаги депозитлар фонд ставкаларининг паст даражада эканлиги уларни кенг қўламда банк муассасаларда жалб этишда тўсқинлик қилади.

⁴⁵⁷ Ҳозиргача республикаимиз банкларининг ҳеч қайси халқаро фонд биржаларининг дастлиғига қўрмаган.

Демак, ушбу муаммоларни ечиш чораларини ишлаб чиқиш зарур.

4. Худудларда зарар қуриб ишлаётган ва иқтисодий ночор корхоналарни тижорат банклар томонидан соғломлаштириш жараёнини кенгайтириш зурур. Бунда Марказий банк томонидан республикамизда иқтисодий ночор ва банкрот корхоналар негизда янгитдан ташкил этилган жамиятлар ишлаб чиқарган маҳсулотлар реализациясини рағбатлантириш мақсадида истисно тариқасида фақатгина тижорат банкларига тегишли корхоналар томонидан таъсисчи банкларининг кафолати остида муомалага вексел чиқарилишларига ва мазкур корхоналарнинг векселларини сотиб олишга руҳсат этилиш мақсадга мувофиқдир.

5. Республикамиз банклари брутто кредитлари ҳажмида лизинг кредитларининг жуда кичик салмоқни эгаллайди. Бу эса, уларнинг лизинг операцияларининг ривожланиш даражасини паст эканлигидан далолат беради. Бунинг устига, республикамиз банклари амалиётида қайтариладиган лизинг деярли қўлланилмасдан келмоқда. Ўзбекистон Республикаси тижорат банклари фаолиятида қайтариладиган лизингдан фойдаланиш ҳажмини ошириш йўли билан лизинг кредитларининг брутто кредитлар ҳажмидаги салмоқини ошириш лозим.⁴⁵⁸

6. Тижорат банклари барқарорлигини таъминлашнинг асосий омилларидан бири сифатида уларнинг капиталлашув даражасини ошириш зарур. Чунки бу уларнинг иқтисодиётини таркибий қайта қуриш ва модернизация қилишга қаратилган инвестиция жараёнларидаги иштирокини фаоллаштириш учун имкониятини кенгайтиради. Бунда республика тижорат банклари ўз субординар қарз мажбуриятлари муомалага чиқаришларини рағбатлантириш асосида уларнинг капиталлашув даражаларини ошишини таъминлаб туриш мумкин. Шу билан бирга, чиқарилган субординар облигациялар муомаласини нафақат Ўзбекистон молия бозорида, балки ташқи ресурсларни жалб қилиш мақсадида республикамизда нуфузли рейтинг кўрсаткичларига эга бўлган банкларнинг ҳориж

⁴⁵⁸ Қайтариладиган лизингнинг афзаллиги шундаки, корхоналар ўзининг балансидаги асосий воситасини банкка сотиб, кейин унинг ўзини лизингга олиш йўли билан уларнинг айланма маблағларга бўлган эҳтиёжини қондириш имконини берадиган пул маблағларига эга бўладилар. Бу ерда банк учун ҳам катта раёқ йўқ. Чунки, корхона лизинг муддати тугаши билан асосий воситани қолдиқ қийматда сотиб олади. Бунинг устига, республикамиз банкларидан кредит олиш анча мураккаб жараён ҳисобланади. Бунинг сабаби шундаки, банкларнинг ресурс салоҳияти кредитларга бўлган талабни тўла қондириш имконини бермайди. Бунинг устига, айрим банкларнинг филиалларида лицензиялик муаммоси мавжуд. Шу жиҳатдан олганда, қайтариладиган лизинг хўжалик юритувчи субъектларнинг қисқа муддатли банк кредитларига бўлган эҳтиёжларини қондиришда муҳим ўрин тутади.

фонд бозорларида реализация қилинадиган субординар облигацияларни чиқаришларини рағбатлантириш зарур. Ушбу облигацияларни чет эл инвесторлар орасида жойлаштиришда, облигациялар чет эл валютасида сотилишини ҳамда улар бўйича фойз даромадлари ва сундириш муддатида асосий қайтариш суммаларини Ўзбекистон Республикаси Марказий банкнинг ўша кундаги мазкур валютага нисбатан сумнинг курси бўйича туланишини таъминлаш муҳим аҳамиятга эгадир.

7. Республикамизда банклар фаолиятидаги рискларни баҳолашни такомиллаштириш мақсадида, биринчидан, Базел-II стандарти бўйича рискларни баҳолаш тизимини ишлаб чиқиш зарур; иккинчидан, рискларни баҳолаш бўйича ахборотларнинг етарлилиги ва шаффофлигини таъминлаш зарур; учинчидан, банк тизимида янги технологияларни қўллаш, миқозларнинг молиявий аҳволи тўғрисида маълумотлар базасининг етарлилигини таъминлаш зарур.

8. Тижорат банклари томонидан балансларига қабул қилинган ва ҳаракатсиз бўлган мол-мулкларни секьюритизация қилишга рухсат бериш мумкин.⁴⁵⁹

Юқорида берилган таклифларни амалиётда реализация қилиш ҳудудлар иқтисодиётига инвестициялар жалб қилиниши фаоллигини ва бунда ҳудудлар инвестиция сиёсати самарасини янада оширилишига олиб келиши мумкин.

6.10. Инвестицион корпоратив-банк облигациялари дастури

Ишлаб чиқаришни модернизация қилиш шароитида реал сектор томонидан молия ресурсларига талаб кескин ортиши тизимли молия инжиниринги (ТМИ) асосида бунга жавобан янги инвестицион корпоратив-банк маҳсулотлари бўлмиш облигацияларни яратиб уларни ўрта ва узоқ муддатли молиялаштириш амалиётига жорий қилишни тақозо этади.

Бундай инвестицион корпоратив-банк облигацияларини чиқариш (эмиссияси) дастури қуйидаги вазифаларни тақозо этади:

⁴⁵⁹ Активлар секьюритизацияси методи асосида қийматли активларни қийматли қозғоларга трансформация қилиш йўли билан молия инжиниринги маҳсулоти яратилиши мумкин бўлиб, секьюритизация жараёнида гаровга оид қарзлар бир йилгача (пуд)га бирлаштирилиб, улар асосида қийматли қозғолар чиқарилади (масалан: облигациялар). Бунда инвестор, эмиссия қилинган қийматли қозғоларни сотиб олганда гаровга оид қарзларга тўғридан-тўғри эътибор қилинади ҳамда гаровга оид қарзлар ҳисобидаги туланидиган асосий сумма ва фойзалар инвесторга туланади.

- тижорат банки мижозларини облигация эмиссиясига тайёрлаш (облигация чиқариш битимини индивидуал тузилмалаштириш, зарурий хужжатларни ва облигация чиқариш билан боғлиқ чораларни ишлаб чиқиш);

- облигация чиқариш битими доирасида ҳуқуқий ва бухгалтерлик масалаларини таҳлил қилиш ва унинг натижаларига баҳо бериш;

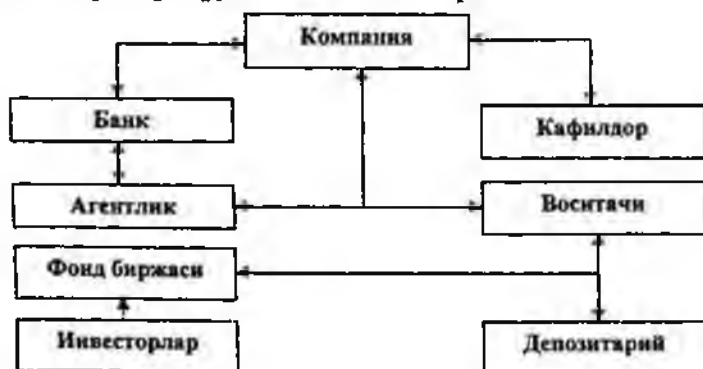
- жойлаштирилган облигациялар бўйича купонлар ва оферталарни сундириш (тулаб бериш) учун банк мижозига бридж-молиялаштиришни таъкил этиш;

- компания кредитларини облигация эмиссиясидан тушган ресурслар ҳисобига қоплаш бўйича маслаҳатлар бериш;

- инвестицион корпоратив-банк облигациялари схемасини банк фаолиятининг бошқа йўналишларида (ипотека кредитлари, лизинг ва бошқа активлар портфеллари) қўллаш.

Инвестицион корпоратив-банк облигациялари дастурининг схемаси 6.7-расмда берилган бўлиб, унда иштирок этувчи тарафларнинг ҳар бири ўзига хос вазифалар бажаради. Хусусан, компания-эмитент облигациядорлар олдида қарз мажбуриятига эга шахс. Агентлик банк ва компания учун тажриба орттиришда муҳим рол ўйнайди ва у қуйидаги ишларни бажаради:

- дастурни ишлаб чиқиш;
- due diligence;
- дастур иштирокчилари фаолиятини ўзаро мувофиқлаштириш;
- молиявий маслаҳатчи қизматини кўрсатиш;
- инвестицион меморандумни тайёрлаш;
- кредит брокери функциясини бажариш.



6.7-расм. Инвестицион корпоратив-банк облигациялари дастурининг схемаси

Тижорат банки:

- эмиссияни тайёрлаш ва уни ташкиллаштиришда иштирок этувчи ҳамда облигацияни жойлаштириш мажбурияти со- андеррайтери;

- тулаб бериш агенти (облигациялар буйича ҳисоб-китоблар, купонларни тулаш, оферталаш ва сундириш).

Молиявий воситачи (воситачи):

- облигация чиқариш билан боғлиқ ҳужжатларни тайёрлаш;

- облигация эмиссияси рисоласини (проспектини) тайёрлаш ва эмиссияни давлат рўйхатидан ўтказиш;

- андеррайтер функциясини бажариш ва облигацияларнинг бирламчи жойлаштирилишини ташкиллаштириш, маркет-мейкер.

Депозитарий (Давлат марказий депозитарийси-регистратори) облигацияларни марказлашган сақланишини ва ҳисобини юритишни таъминлайди.

Фонд биржаси облигациялар савдосини ташкиллаштиради ва нархни шакллантиради.

Инвесторлар – облигация сотиб олувчи юридик ва жисмоний шахслар.

Дастурни амалга оширилишида банк манфаатлари:

- озод бўлган кредит ресурслари диферсификацияланади;

- компания ёки у билан боғлиқ шахслар гуруҳини кредит- лашнинг лимити ва резервлаштириш ҳажми камаяди;

- операцион ҳаражатлар камаяди;

- хизматлар (шерик, яъни русча соандеррайтер, тулов агенти, облигация эмиссиясини ташкиллаштиришда иштирок этиш) эвазига коммиссион даромад вужудга келади ва бридж-молиялаштиришдан даромадлилик ортади;

- инвестицион-банк маҳсулотлари спектри кенгайди ва банк миқозлари сони ортади.

Дастурни амалга оширилишда компания манфаатлари:

- компаниянинг вексел дастурини ташкил этиш;

- ижобий кредит тарихига эга бўлиш ва очиқ молия бозорига чиқишга тайёр бўлиш;

- облигация чиқариш эвазига очиқ молия бозори орқали узок муддатли ва катта ҳажмда арзон молия ресурсларига эга бўлиш;

- инвесторлар доирасини кенгайтириш ва қарз капиталини диверсификациялаш – синдикатлашган кредитлар ва кредит ноталарини (CLN) чиқариш;

- компанияни халқаро молия бозорларига чиқишга тайёрлаш;
- компания имиджини, рейтингини ва инвестицион жалбдорлигини ошириш;

- еврооблигациялар ва компания акцияларининг янги эмиссияларини ташкиллаштириш;

- IPO механизмини қўллаш;
- компания капитализациясининг ортиши.

Облигацияларни чиқариш параметрлари:

- қарз ҳажми: 800-5000 млн. сўм;

- муомала муддати: 3 йил, бир ёки бир ярим йиллик оферта билан;

- жойлаштириш ва муомала жойи: фонд биржаси;

- даромад шакли: ярим ёки бир йиллик купон туловлари;

- биринчи купон миқдори аукционда белгиланади, қолганларини бозорга қараб эмитент белгилайди;

- аффилиор компаниялар томонидан кафолатланади;

- офертага даромадлилик: йилига 10-12%.

Облигация чиқаришни ташкиллаштириш ҳаражатлари қарз ҳажмининг 1,5-3,0% ни ташкил этади, шу жумладан:

- компанияни облигация чиқаришга тайёрлаш ва комплекс таҳлил: инвестиция маслаҳатчисига – 1,0-1,5%;

- облигация чиқариш ташкилотчиларига, андеррайтерларига, воситачиларга комисион ҳақ – 1,0-1,5%;

- Давлат божи эмиссия ҳажмидан 0,01%;

- Бошқа ҳаражатлар (фонд биржаси, депозитарий, презентация, реклама ва ҳ.к.) – 0,2%.

Агарда облигациялар 3 йил муддатга ва 12% купонда чиқарилса, унда уни сўндирилишига келиб даромадлилик эмиссия ҳажмининг 13-14 фоизини ташкил этади.

Облигация эмиссияси ва унга чекловлар Ўзбекистон Республикаси «Қимматли қоғозлар бозори тўғрисида»ги қонуни ва тегишли меъёрий ҳужжатлар билан тартибга солинади.

Дастурни амалга ошириш муддатлари ва босқичлари куйидагича.

1-босқич икки қисмдан иборат: хатоферта тайёрлаш, дастур иштирокчилари билан музокаралар ўтказиш, шартномалар тузиш (5-чи ҳафтагача); ахборот тўплаш, молиявий ва юридик таҳлил ўтказиш (9-чи ҳафтагача).

2-босқич уч қисмдан иборат: активлар қимматини баҳолаш, облигация чиқариш бўйича компания қарори лойиҳасини тайёрлаш (12-чи ҳафтагача); эмиссия концепцияси – компаниянинг инвестиция дастури, қарор ва эмиссия параметрлари, потенциал инвесторлар рўйхатини шакллантириш, облигация чиқариш қарори лойиҳаси (14-чи ҳафтагача); инвестицион меморандумни тайёрлаш ва уни келишиш (18-чи ҳафтагача).

3-босқич уч қисмдан иборат: облигация чиқариш бўйича расмий қарор қабул қилиш (20-чи ҳафтагача); эмиссия проспектини тайёрлаш ва тасдиқлатиш, давлат божини тўлаш, ҳужжатларнинг тўлиқ пакетини тўплаш (25-чи ҳафтагача); эмиссияни давлат рўйхатидан ўтказиш, инвестицион меморандум, презентация қилиш (35-чи ҳафтагача).

4-босқич икки қисмдан иборат: фонд биржасида эмиссияни жойлаштириш, депозитарийга бериш (36-чи ҳафтагача); эмиссияни жойлаштириш бўйича ҳисоботларни тақдим этиш ва зарурий ахборотни очиқ бериш (41-чи ҳафтагача).

5-босқич икки қисмдан иборат: кредит ва қарзларни сундириш (42-чи ҳафтагача); иккиламчи бозорда облигациялар муомаласи, зарур бўлганда купонларни тўлаш учун кредит олиш, оферталар (3-5 йил давомида).

Ўзбекистон шароитида тақлиф этилган бундай янги корпоратив маҳсулотни қўллаш компания ва банкларнинг ҳамда инвесторларнинг инвестицион фаоллигини оширади.

6.11. Муниципал бизнес-инвестицион облигациялари концепцияси

Республикамызда 2011 йил кичик бизнес ва хусусий тадбир-корлар йили деб эълон қилинганлиги ҳамда ҳудудлар иқтисодиётининг ривожланишида маҳаллий кичик бизнес субъектлари ва фермерларнинг роли борган сари ўсиб бораётганлиги ва уларни молиявий қўллаб-қувватлаш зарурлиги муносабати билан ҳудудий ҳокимликларнинг ўрта ёки узоқ муддатга (камида 5 йилга) мўлжалланган купонли (Ўзбекистон Республикаси Марказий банки қайта молиялаштириш ставкасининг 4/5 қисми миқдоридан кам бўлмаган) ва номинал қиймати 10000 (ун минг) сўм бўлган бизнес-инвестицион облигацияларини эркин муомалага мунтазам равишда

траншлар билан (ҳар бир траншда камида 1,0 млрд. сум ҳажмида) чиқариш мақсадга мувофиқ.

Бундай мақсадли муниципал облигациялар эмитент-ҳокимият қарамоғидаги ликвид мулк ва маҳаллий даромадларнинг бир қисми билан кафолатли таъминланган бўлиши ҳамда республиканинг барча ҳудудларида юридик ва жисмоний шахслар орасида жойлаштирилиши назарда тўтилади.

Ушбу облигацияларни очик равишда жойлаштиришдан тушадиган пул маблағлари маҳаллий кичик бизнес субъектлари, фермерлар ва хусусий тадбиркорларнинг, мос равишда ҳудудий реал иқтисодиётнинг, рақобатбардошлилигини оширувчи ишлаб чиқариш билан боғлиқ ўрта муддатли (2-5 йилларга) истикболга мўлжалланган инвестицион-инновацион лойиҳаларини имтиёзли молиялаштириш мақсадларига йўналтирилади.

Бунда маҳаллий кичик бизнес субъектлари, фермерлар ва хусусий тадбиркорларнинг инвестицион-инновацион лойиҳалари экспертизасини Ўзбекистон Республикаси иқтисодиёт вазирлигининг ҳудудий бошқармалари ва унинг ҳузуридаги товар бозорлари конъюнктурасини ўрганиш ҳамда инвестиция лойиҳалари ва дастурларини экспертизадан ўтказиш республика Маркази ҳамда Савдо-саноат палатасининг ҳудудий бўлинмалари вакилларида иборат экспертлар комиссияси амалга оширади. Мазкур ташкилотлар экспертизасидан ўтган ва маҳаллий ҳокимият-эмитент томонидан имтиёзли (йилига 5-10 фоизли) молиялаштирилган инвестицион-инновацион лойиҳалар ташаббускори (яъни маҳаллий кичик бизнес субъекти, фермер ва хусусий тадбиркор ёки унинг кафилдори) муомалага чиқарилган муниципал облигациялар бўйича автомат равишда эмитентдан олган кредити муддати давомида ва суммаси миқдорида олган техникаси ва технологияси қийматида эмитентга субсидиар таъминотчи шахс бўлиб қўшилиши талаб этилади. Бундай талаб бир вақтнинг ўзида ташаббускорнинг кредит масъулиятини ва иккиламчи бозорда муомалада бўлган облигациялар рейтингини, мос равишда иккиламчи бозор нархини ва курс тафовути бўйича даромадлигини, оширади.

Агарда инвестицион-инновацион лойиҳани амалга ошириш учун хорижий валюта талаб қилинса ва экспертлар комиссияси буни тасдиқласа, у ҳолда кредит суммаси ҳокимият томонидан керакли валютада берилиши назарда тўтилади. Бунда асосий талаб – лойиҳани амалга ошириш асосида ишлаб чиқарилган камида 30

фоиз маҳсулот экспортга чиқарилиши ҳисобланади. Зарурий миқдордаги хорижий валюта маблағлари халқаро ва чет эл молия ташкилотлари кредит линияларидан, Республика тараққиёт ва тикланиш фонди (ТТФ) ҳамда тижорат банкларидан ҳокимият томонидан унинг купонли муниципал валютавий облигациялари (ёки тилхати ёки валюта базисли варрант) воситасида олинishi мумкин. Мазкур муниципал валютавий облигациялар (тилхат ёки варрантлар) таъминоти сифатида эмитент-ҳокимият томонидан жойлаштирилган муниципал бизнес-инвестицион облигацияларидан миллий валютадаги эмиссион тушуми суммаси ва лойиҳа ташаббускорининг экспертизадан ўтган лойиҳаси қийматига миллий валютада олган кредити суммаси олинади. Ушбу суммалар Марказий банкнинг расмий курси бўйича хорижий валютада ҳисобланиб борилади ва конвертацияланади.

Муниципал бизнес-инвестицион облигациялар нақт бўлмаган шаклда эгасининг исми ёзилган турда чиқарилади. Уларнинг электрон ҳисоби Давлат Марказий депозитарийсида (регистраторда) олиб борилади, расмий котировкаси фонд биржасида амалга оширилади. Облигацияларни жойлаштириш ва купонлар бўйича йиллик тўловлар ҳокимият томонидан белгиланган ваколатли тижорат банк томонидан амалга оширилади. Ушбу банк облигацияларни жойлаштириш бўйича эмиссион синдикат тузишга, дилер ва маркет-мейкер бўлишликка ҳақли.

Муниципал валютавий облигациялар мақсадли бўлиб, нақт бўлмаган шаклда эгасининг исми ёзилган турда чиқарилади. Уларнинг электрон ҳисоби Республика валюта биржаси депозитарийсида олиб борилади, иккиламчи муомаласи ва расмий котировкаси ушбу биржада амалга оширилади. Бундай валютавий облигациялар бўйича бош дилер ва маркет-мейкер бўлиб ТТФ бўлади ва иккиламчи бозорда хорижий валютага эга бўлган юридик ва жисмоний шахслар иштирок этиши мумкин.

Таклиф этилган облигацияларни муомалага чиқариш ва бунда маҳаллий ҳокимликларни инвестиция жараёнидаги фаоллиги ва масъулиятини ошириш учун Ўзбекистон Республикаси Президенти И.А. Каримовнинг махсус қарори ва у билан тасдиқланган тегишли низомлар зарур.

6.12. Имтиёзли солиқ кредитларини жорий қилиш ва уларни қайта молиялаштириш бўйича узоқ муддатли давлат облигацияларини муомалага чиқариш йўли

Ўзбекистон Республикаси Президентининг «Иқтисодиёт реал сектори корхоналарининг молиявий барқарорлигини янада ошириш чора-тадбирлари тўғрисида» ПФ-4053-сонли Фармони бажариш мақсадида, ўтган давр мобайнида тижорат банклари томонидан банкрот компанияларнинг мол-мулкни банк балансига қабул қилиш, улар негизида банкнинг шўба корхоналарини ташкил этиш ва ишлаб чиқариш фаолиятини тиклаш борасида муайян ишлар амалга оширилди. Бу ишлар тажрибаси айти пайтда, 2011-2015 йилларда саноатни ривожлантириш дастури ишлаб чиқаришни модернизациялаштириш ва техник-технологик қайта жиҳозлаш мақсадларида узоқ муддатли инвестицияларни жалб қилинишини ва бунинг асосида босқичма-босқич инновацион иқтисодиётга ўтишни⁴⁶⁰ тақозо этади.

Республикамиз банклари учун инновацион амалиёт – банкрот корхоналарни банк балансига қабул қилиб, уларни самарали бошқарувини ташкил этиш асосида йирик банklar томонидан 6 бошқарувчи компаниялар ташкил этилди (ОАЖ «NBU Invest Group», ОАЖ «NBU Investment», «Asaka Invest», «Agro Invest Improvement», «Agro Invest Recovery», «PSB Industrial Investment»).

Бунда олиб борилган ишлар натижасида банklar балансига қабул қилинган иқтисодий ночор корхоналардан 56-таси умумий қиймати 592 млрд. сўмга янги салоҳиятли инвесторларга сотилди. Банklar томонидан модернизация қилинган ва қайта тикланган корхоналар томонидан умумий қиймати 53,1 млрд. сўмлик маҳсулот ишлаб чиқарилган ва хизматлар кўрсатилган, жами 7,6 млн. АҚШ долларлик экспорт амалга оширилган бўлиб, 7,4 минг янги иш ўринлари ташкил этилган. Ушбу ишларни амалга оширишида банklar томонидан жами 73,6 млрд. сўмлик маблағлар инвестиция қилинган⁴⁶¹. Лекин фаолияти тикланган корхоналар ишлаб чиқарилган маҳсулотларининг экспорт салмоғи пастлигича қолмоқда.

⁴⁶⁰ Чекель С.В. и авторская группа. Экономический рост и инновации: теория, практика и моделирование// Исследовательский проект Института Прогнозирования и Макроэкономических Исследований при поддержке Программы развития ООН, Ташкент, -2010.

⁴⁶¹ Предприятия-банкроты обретают вторую жизнь, газета «Бизнес-вестник Востока» №68-69 (1281-1282) 26 августа 2010 года.

Республикамизда амалга оширилаётган 2011-2015 йилларда саноатни ривожлантириш дастури доирасида ишлаб чиқаришни модернизациялаштириш ва техник-технологик қайта жиҳозлаш лойиҳаларини ҳамда банкларнинг банкрот корхоналарни инвестицион-инновацион ривожлантириш ишлари самарадорлигини янада оширишга қаратилган мақсадли молиялаштириш мақсадларида инвестицион-инновацион лойиҳалар ташаббускорларига нисбатан ўрта муддатли имтиёзли (ёки фойсиз) солиқ кредитларини жорий (яъни давлат солиқларидан вақтинчалик озод) қилиш ва уларни қайта молиялаштириш бўйича давлат (унинг номидан эмитент сифатида Молия вазирлигининг Ғазначилиги чиқади)нинг узоқ муддатга (камида 5-6 йилларга) мўлжалланган купонли (Ўзбекистон Республикаси Марказий банки қайта молиялаштириш ставкасининг 3/4 қисми миқдоридан кам бўлмаган) ва номинал қиймати 100000 (бир юз минг) сўм бўлган инвестицион облигацияларини эркин муомалага мунтазам равишда разрядлар билан (ҳар бир разрядда камида 5,0 млрд. сўм ҳажмида) чиқариш концепцияси мақсадга мувофиқ.

Бундай давлат облигациялари республиканинг барча ҳудудларида юридик ва жисмоний шахслар орасида очиқ жойлаштирилишини ҳамда бундан тушган пул маблағлари эмитент томонидан Ўзбекистон Республикаси иқтисодиёт вазирлиги тавсияси ва унинг ҳузуридаги товар бозорлари конъюнктурасини ўрганиш ҳамда инвестиция лойиҳалари ва дастурларини экспертизадан ўтказиш республика Маркази экспертизаси ҳулосаси асосида 2011-2015 йилларда саноатни ривожлантириш дастури контекстида жорий йил давлат инвестиция дастурига кирган ташаббускор субъектлар лойиҳалари ҳамда тижорат банкларининг банкрот корхоналарни инвестицион-инновацион ривожлантириш (ишлаб чиқаришни модернизациялаштириш ва техник-технологик қайта жиҳозлаш) лойиҳаларини мақсадли молиялаштириш назарда тутилади.

Бунда фойсиз (ёки имтиёзли) ўрта муддатли (3 йилдан ошмаган давр учун) давлат солиқ кредитлари фақат лойиҳа ташаббускорлари ва банкларнинг банкрот компанияларига уларнинг инвестицион-инновацион ривожлантириш лойиҳаларини амалга оширишнинг камида бошланғич 2-3 йили даврида давлат бюджетига тўланиши зарур бўлган солиқлар миқдори доирасида берилиши (ушбу солиқлардан вақтинчалик озод қилиниши) мумкин.

Экспертизасидан ўтган ва эмитент томонидан солиқ кредитига эга бўлган лойиҳа ташаббускори ва унга ўхшаш банкнинг банкрот компанияси муомалага чиқарилган давлат облигациялари бўйича автомат равишда эмитентдан олган солиқ кредити муддати давомида ва суммаси миқдоридан олган техникаси ва технологияси қийматида эмитентга субсидиялар таъминотчи шахс бўлиб қўшилиши талаб этилади. Бундай талаб бир вақтнинг ўзида ташаббускорларнинг кредит масъулиятини ва иккиламчи бозорда муомалада бўлган давлат облигациялари рейтингини, мос равишда иккиламчи бозор нархини ва курс тафовути бўйича даромадлилигини, оширади.

Агарда инвестицион-инновацион лойиҳани амалга ошириш учун хорижий валюта талаб қилинса ва экспертлар комиссияси буни тасдиқласа ҳамда иқтисодиёт вазирлиги тавсия этса, у ҳолда солиқ кредити суммаси эмитент томонидан керакли валютада берилиши назарда тутилади. Бунда асосий талаб – лойиҳани амалга ошириш асосида ишлаб чиқарилган камида 30 фоиз маҳсулот экспортга чиқарилиши ҳисобланади. Зарурий миқдордаги хорижий валюта маблағлари халқаро ва чет эл молия ташкилотлари кредит линияларидан, Республика тараққиёт ва тикланиш фонди (ТТФ) ҳамда тижорат банкларидан эмитент томонидан унинг купонли валютавий давлат инвестицион тилхатлари воситасида олиниши мумкин. Мазкур валютавий инвестицион тилхатлар таъминоти сифатида эмитент томонидан жойлаштирилган давлат облигацияларидан миллий валютадаги эмиссион тушуми суммаси ва лойиҳа ташаббускорларининг экспертизадан ўтган лойиҳасига миллий валютада олган солиқ кредити суммаси олинади. Ушбу суммалар Марказий банкнинг расмий курси бўйича хорижий валютада ҳисобланиб борилади ва конвертацияланади.

Давлат облигациялари нақд бўлмаган шаклда эгасининг исми ёзилган шаклда чиқарилади. Уларнинг электрон ҳисоби Давлат Марказий депозитарийсида (регистраторда) олиб борилади, расмий котировкаси фонд биржасида амалга оширилади. Облигацияларни жойлаштириш ва купонлар бўйича йиллик туловлар эмитент томонидан белгиланган ваколатли тижорат банк томонидан амалга оширилади. Бу банк облигацияларни жойлаштириш бўйича эмиссион синдикат тузишга, дилер ва маркет-мейкер бўлишга ҳақли.

Эмитентнинг валютавий инвестицион тилхатлари мақсадли бўлиб, нақд бўлмаган шаклда эгасининг исми ёзилган турда

чиқарилади. Уларнинг электрон ҳисоби Республика валюта биржаси депозитарийсида олиб борилади, иккиламчи муомаласи ва расмий котировкаси ушбу биржада амалга оширилади. Бундай валютавий тилхатлар бўйича бош дилер ва маркет-мейкер бўлиб ТТФ бўлади ва иккиламчи бозорда хорижий валютага эга бўлган юридик ва жисмоний шахслар иштирок этиши мумкин.

Таклиф этилган давлат облигациялари ва тилхатларини муомалага чиқариш ва бунда инвестицион фаолликни янада ошириш учун Ўзбекистон Республикаси И.А. Каримовнинг махсус қарори ва у билан тасдиқланган тегишли низомлар зарур.⁴⁶²

6.13. Жаҳон молия бозорининг метастабилizаторли макрорегуляторлар глобал тизими концепцияси

Беқарорлиги билан тавсифланувчи жаҳон глобалашуви жараёнлари, айниқса жаҳон молиявий-иктисодий инқирози (ЖМИИ) ва ундан кейинги даврларда деярли барча давлатлар, жумладан Ўзбекистон, учун ўз молия-кредит тизими (МКТ)ни инновацион ривожлантириш билан боғлиқ муносабатни янги босқичга олиб чиқиш ва унда МКТни интеграцион жараёнлар билан уйғунлиги, барқарорлиги, рақобатбардошлилиги ва молиявий хавфсизлигини таъминлаш долзарб муаммодир. Бунда МКТни мета, меза, макро ва микро даражада фаолият юритувчи регулятив тузилмасининг модели ва механизмини шакллантириш муҳим ҳисобланади.

Жаҳон иктисодиётининг 100 йиллик тарихини таҳлил қилсак, жаҳон МКТнинг молиявий инқирозлар билан тўлалигини ва уларнинг ҳар бирини ўзига хос сабаб, давомийлик (ўртача 1-2 йил), тизимлилиқ ва оқибатлардан иборатлигини кўриш мумкин.⁴⁶³ Бунда ҳар бир инқирознинг навбатдагисидан тахминан 5-9 йил ажратади, уларнинг тенденцион ҳаракати иктисодий давр (цикл)лар билан мос келади ва синхрон кечади. Ваҳоланки, молиявий инқирозлар бошланиш фазаси бўйича иктисодий инқирозлардан бир мунча – тахминан 1 ва 2 чоракка (яъни, 3-6 ой) фарқланади – илгарироқ

⁴⁶² Бунда Ўзбекистон Республикасининг 1992 йилдаги ютуқли 12 фондли ичкы қарз облигацияларини 1948 йилдаги ёки 1961 йилдаги собиқ Совет Иттифоқи давлат облигациялари каби сўқдирилган схемага қўлланишга мақсадли мувофиқ бўлган мумкин.

⁴⁶³ Шохяззодий Ш.Ш. В чём причины мирового финансового кризиса и сколько времени он может продолжаться?//Молия, Т., №2, 2008.-сс.7-20; Мировой финансово-экономический кризис: характер, масштабы и предпринимательство в мире и Узбекистане меры//Молия, Т., №2, 2009.-сс.16-22; Макроэкономические условия и потенциал антикризисных мер – главные предпосылки стратегического развития рынка ценных бумаг в Узбекистане//Биржа эксперт, Т., №7-8, 2009.-сс.50-57; Жаҳон молиявий-иктисодий инқирози: сабаблари, давомийлиги ва сабаблар//Иктисодиёт ва таълим, Т., 2008-66.114-119.

содир бўлади ва тугайди. Хусусиятига кура ҳар бир алоҳида характерга эга бўлган молиявий инқироз – тизимли риск⁴⁶⁴ сифатида – МКТнинг бошқа сегментларини нисбатан ижобий ҳолатида содир бўлиши ва автоматик тарзда бошқа сегментларига «домино эффектига» ўхшаш равишда тарқалиб кенг куламли молиявий инқирозга олиб келиши мумкин.⁴⁶⁵

Дунёдаги кўпчилик давлатлар ЖМИИдан кейинги давридаги ва умуман келажакдаги ривожланишини инновацион иқтисодиётга ўтиш билан боғламоқдалар. Хусусан ЖМИИ барча мамлакатларга ўзининг салбий оқибатлари билан бирга улардаги ривожланишнинг мавжуд иқтисодий моделини зудлик билан алмаштириш заруратини намоён этди.⁴⁶⁶

Бунда айтиш жоизки, ҳар бир инқироз (жумладан ЖМИИ) иқтисодий ўсиш омиллари ўз кучини йўқотганида юзага келади ва мавжуд молиявий ва иқтисодий тузилма самарали фаолият юрита олмаслиги туфайли иқтисодий ривожланишнинг янги моделига ўтиш зарурати юзага келади. Инқирозни бартараф этиш учун иқтисодий ўсиш ва рақобатни таъминлайдиган янги молиявий инновациялар бошқа турдаги инновациялар (техник ва технологик, биологик ва ҳ.к. соҳаларда) билан ҳамоҳанг равишда яратилиб амалиётга жорий этилиши зарур.

Молиявий инқирозлар таҳлилидан яна шуни кўриш мумкинки, уларнинг барчасини содир бўлиши ва бартараф этилишида молиявий инновациялар муҳим рол уйнаган. Бунда ҳар қандай молиявий инновациялар бир томондан МКТ ва унинг молия бозорини инновацион ривожланишини таъминлайди, иккинчи томондан унда маълум даражада тизимли риск (бозорда нокулай салбий ўзгаришлар билан боғлиқ йўқотишлар rischi) ривожига сабаб бўлади, учинчи томондан эса бундай риск ва инновациялар МКТ рақобатбардошлилигини ошириб молиявий инқирозларга мойил қилади ва уни ҳар қандай самарасиз институт ва молиявий инструментлардан ҳолис қилади (тозалайди).

⁴⁶⁴ Risk Management and Control Guidance for the Securities Firms and Their Supervisors, IOSCO, 1998; Миркин Я.М., Миркин В.Я. Англо-русский толковый словарь по банковскому делу, инвестициям и финансовым рынкам. -М.: Альпина Бизнес Букс, 2006; Миркин Я.М. Риски финансового кризиса в России: факторы, сценарии и политика противодействия//Финансовая академия при Правительстве РФ, 2008.-148 с. (www.mirkin.ru).

⁴⁶⁵ Kawai Masahiro, Newfarmer Richard, Schmukler Sergio. Crisis and Contagion in East Asia: Nine Lessons.- World Bank, 2003.-р.3. Масалан, АҚШда 2007 йилнинг августида содир бўлган ипотека инқирози 2008 йилда ЖМИИни келтириб чиқарди.

⁴⁶⁶ Тезкорлик билан жоизки, ҳар бир инқироз ўзида иқтисодиёт ривожланишнинг даврий характерга эга эканлигини намоён қилди.

Умуман олганда, инқирозлар тарихи ва ЖМЙИнинг таҳлил натижалари муҳим сабоқ сифатида қабул қилиниши ва келажакда содир бўлиши мумкин бўлган молиявий инқирозларни башорат қилишга ҳамда уларни олдини олиш билан боғлиқ механизм ва чораларни олдиндан ишлаб чиқишга хизмат қилиши мумкин. Бунда муҳим сабоқ сифатида жаҳон МКТнинг ЖМЙИ олдида ночор эканлигини айтиш мумкин. Фикримизча, бунга сабаб сифатида қуйидагиларни келтириш мумкин⁴⁶⁷:

1. Ҳанузгача даврий қайтарилувчан инқирозлар шаклида намоён бўлувчи тизимли рискни⁴⁶⁸ бошқариш муаммолигича қолмоқда. Ушбу рискнинг ҳаракати иқтисодий даврларга (циклларга) мос келмоқда.

2. Ривожланган ва ривожланаётган мамлакатлар МКТлари орасида кучли дисбаланс (номутаносиблик) сақланмоқда. Хусусан, ривожланган молия бозорлари капитализациясининг жаҳон молия бозори капитализациясидаги улуши тахминан 84%⁴⁶⁹, барча ривожланаётган бозорларники эса — 16% эканлиги индустриал давлатларнинг ҳанузгача кучли устунлигини кўрсатади.

3. Дунё мамлакатларининг аксарияти молия бозорлари бири-бири билан сезиларли даражада боғлиқликда (корреляция коэффиценти +0,7) ривожланмоқда. Бундай ҳолат глобал микёсда яхлит жаҳон молия бозори архитектурасини шаклландириб беради.⁴⁷⁰

4. МКТда молиявий инновациялар ва спекулятив операциялар кўламининг кескин ортиши ҳамда тизимда назоратнинг заифлашгани.

5. Миллий МКТларининг жаҳон иқтисодиётидаги ҳажми кескин ортиши. Хусусан⁴⁷¹, бугунги кунга келиб, дунё жамияти

⁴⁶⁷ Шоҳзаъамий Ш.Ш. В чём причина мирового финансового кризиса и сколько времени он может продолжаться? // Молия, Т., №2, 2008.-с.7-20; Мировой финансово-экономический кризис: характер, масштабы и предпринимаемые в мире и Узбекистане меры // Молия, Т., №2, 2009.-с.16-22; Макроэкономические условия и потенциал антикризисных мер – главные предпосылки стратегического развития рынка ценных бумаг в Узбекистане // Биржа эксперт, Т., №7-8, 2009.-с.30-37; Жаҳон молиявий-иқтисодий инқироз: сабаблари, давомийлиги ва сабоқлари // Иқтисодиёт ва таълим, Т., 2008.-с.114-119.

⁴⁶⁸ Risk Management and Control Guidance for the Securities Firms and Their Supervisors, IOSCO, 1998; Миркин Я.М., Миркин В.Я. Англо-русский толковый словарь по банковскому делу, инвестициям и финансовым рынкам.-М.: Альпина Бизнес Букс, 2006.

⁴⁶⁹ Бунда G7 мамлакатларнинг улуши таъминан 74%, АҚШники эса — 40%.

⁴⁷⁰ Шоҳзаъамий Ш.Ш., Чепель С.В. Учебно-методическое пособие по использованию данных Всемирного банка по мировой экономике в анализе общеэкономических условий развития РПБ для изучения соответствующих тем по дисциплине «Финансовый менеджмент». -Т.: Iqtisod-moliya, 2009.-48 с.; Шоҳзаъамий Ш.Ш. Экономическая системология: концепция и применение.-Т.: Iqtisod-moliya, 2010.-420 с.; Каковы предпосылки формирования единого мирового рынка ценных бумаг, кто и почему при этом способен выступать источником мирового финансового кризиса? // Экономика и финансы, М., №2 (155), 2009.-с.24-25.

⁴⁷¹ www.worldbank/ndi.org, www.imf.org, www.efc.com, www.s&p.com.

активларининг катта қисми (тахминан 900,0 трлн. АҚШ долл.) қимматли қоғозларда мужассамлашган бўлиб, бу курсаткич жаҳон ЯИМ (тахминан 75 трлн. долл.)дан 12 мартта куп. Бунда базавий қимматли қоғозлар ҳажми тахминан 168,1 трлн. долл. (яъни акциялар – 80,5 трлн.долл., облигациялар – 87,6 трлн.долл.) бўлиб, ушбу миқдор жаҳон ЯИМдан 2,2 мартта ортиқ. Бунда коллектив инвестициялар институтларининг қимматли қоғозлар портфелининг жами ҳажми тахминан 700 трлн.долл. бўлиб, бу миқдор жаҳон ЯИМдан 9,3 мартта куп. Бу институтлар ривожланаётган мамлакатлар иктисодиётига турлича таъсир курсатиш ва молиявий инқирозларга сабаб бўлиш имконига эга.

6. Жаҳон МКТда ҳанузгача реал активлар бўйича «купию»ларни бартараф қилиш механизми йўқ.⁴⁷²

7. ЖМШИ шароитида халқаро молия ташкилотларининг глобал беқарорликни бартараф этиш бўйича ҳаракатлари етарлича ва самарали бўлмади. Ҳозирда ҳам мазкур инқироздан тулиқ чиқилди деб бўлмайди ва навбатдаги глобал инқирознинг қайтарилиш эҳтимоли йўқ эмас.

8. ЖМШИ даврида АҚШ долларининг ҳукмронлиги барчага аён бўлди ва жаҳон валюта тизимининг бу валюта олдидаги ожизлиги сезилиб қолди.

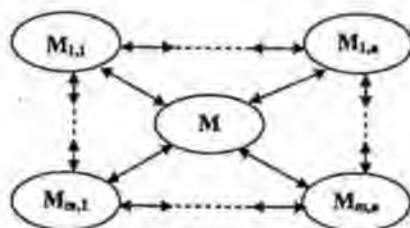
Юқорида айтилганлар асосида 2.8- ва 2.9-расмлардаги макрорегулятор моделлари ҳар бир давлатда мақсадга мувофиқ. Бунинг таркибида эса молия бозори сифатини таъминлашнинг икки поғонали интеграллашган комплекс тизими зарур (5.6-параграф), яъни юқори поғонаси миллий молия бозори миқёсида ва қуйи поғонаси эса бозор институтлари доирасида жорий этилиши лозим.

Глобал миқёсда 6.8-расмда берилган модел кўринишидаги жаҳон молия бозорининг метастабиллизаторли (М) миллий макрорегуляторлар ($M_{m,n}$) глобал тизими уринли деб биламиз.⁴⁷³

Метастабиллизатор миллий макрорегуляторларнинг мақсад ва вазифалари ҳамда функцияларни ҳисобга олинган ҳолда ташкиллашади. Унинг бош органи таркибига миллий макрорегуляторлар ва халқаро молия институтларнинг расмий вакиллари киради.

⁴⁷² Шохъязми Ш.Ш. Как можно оценить «спузырь» на рынке ценных бумаг? // Биржа эксперт, Т., №1, 2010.- с.35-38; Смирнов А. Кредитный «спузырь» и перколяция финансового рынка // Вопросы экономики, М., №10, 2008.-с.4-31.

⁴⁷³ Шохъязми Ш.Ш. Концепция системы макрорегуляторов финансовых рынков с метастабиллизатором // Материалы международной научно-практической конференции «Эффективность антикризисных программ и приоритеты посткризисного развития (на примере Узбекистана)».- Т.: Узбекистан, 2010.



6.8-расм. Глобал даражада молиявий барқарорлаштирувчи метарегулятор моделининг архитектураси

Метастабиллизаторни молиялаштириш манбаи:

- унинг аъзоларининг аъзолик бадаллари;
- унга аъзо давлатлар ва халқаро молия ташкилотларининг кредитлари;

- жаҳон молия бозоридаги халқаро (трансчегаравий) миқёсдаги операциялардан (валюта, кредит, лизинг, суғурта ва фонд операциялар ҳажмидан) олинадиган даромадга 0,01% миқдорда солинадиган халқаро солиқ (И. Фишер солиғига ўхшаш).⁴⁷⁴

Умуман олганда тавсия этилган метарегулятор модели келажакда содир бўлиши мумкин бўлган молиявий инқирозлар олдини олиш механизми сифатида хизмат қилиши мумкин.

6.14. Инвестицион-инновацион лойиҳаларни молиялаштиришнинг институционал консолидациялашган усули

Йирик инвестицион-инновацион лойиҳаларни етарли миқдорда молиялаштириш муаммоси иқтисодиётнинг деярли барча тармоқларида учрайди. Чунки бундай лойиҳалар одатда ташкилий нуқтаи назардан бир вақтнинг ўзида бир нечта молиявий манбалар консолидациялашувини талаб этади. Бунда молиялаштиришнинг институционал консолидациялашган, яъни йирик инвестицион-инновацион лойиҳани амалга оширилишидан манфаатдор бўлган турли институт (ташкилот)лар бирлашувига асосланган, усулини қўллаш мақсадга мувофиқ.

Ҳозирда бундай усул қуйидаги схемаларда амалга оширилиши мумкин: кредит синдикатига бирлашиш, молия-саноат гуруҳига бирлашиш, кредит уюшмасига аъзо бўлиш, холдинг доирасида,

⁴⁷⁴ Бу даромадлар трансчегаравий оқимлар таркибига киради.

фонд эмиссия синдикати ёрдамида маблағларни жалб қилиш (IPO ва депозитар тилхатлар чиқариш асосида), бирлашган траст орқали, улушли инвестициялаш. Ушбу схемаларда давлат ва халқаро молиявий ташкилотлар ҳам иштирок этиши мумкин.

Молиялаштиришнинг институционал консолидациялашган усули конкрет схемасини ёки схемалар пакетини ёки улар комбинациясини танлаш инвестицион-инновацион лойиҳани амалга оширишнинг конкрет шартлари, шароитлари ва талабларига ҳамда инвесторларнинг мақсадий манфаатларига боғлиқ бўлади. Бунда молия инженерининг бевосита иштирокисиз самарали молиялаштириш схемасини танлаш ва уни амалга ошириш мушкул бўлади. Чунки молия инженери ушбу китобнинг I, II ва IV бобларида берилган методологик базис, III бобида келтирилган фундаментал масалалар ва V бобидаги амалий масалалар ечими билан куролланган бўлиб, бу борада VI бобдаги каби зарурий инновацион маҳсулот ишлаб чиқади ва уни самарали реализация қила олади.

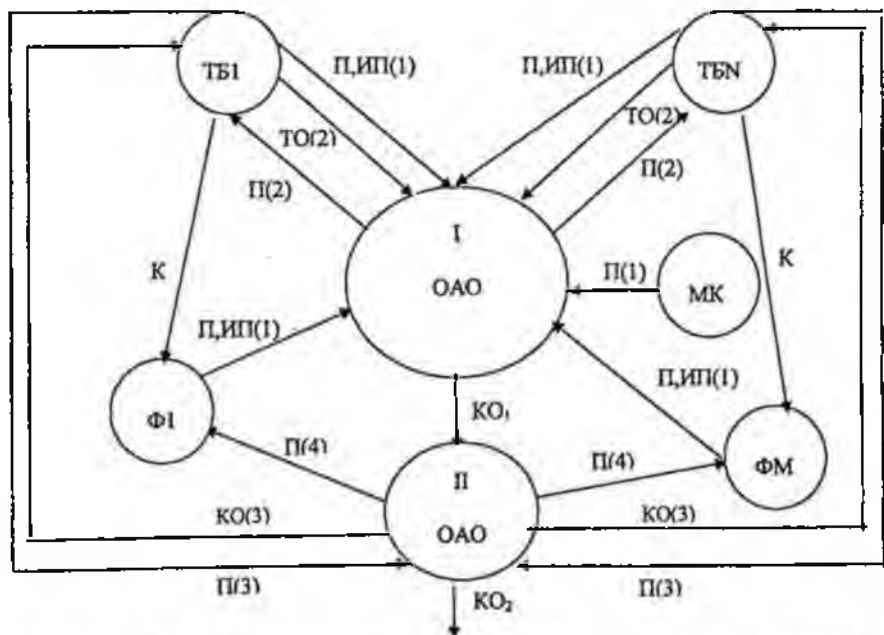
6.15. Кредит-эмиссион-инвестицион траст синдикати лойиҳаси

Корпоратив бизнесни молиялаштириш амалиётида кредит-эмиссион-инвестицион траст синдикатига бирлашиш усулидан фойдаланиб эмиссия қилинган қимматли қоғозлар ҳамда улар ва кредит воситасида жалб қилинган инвестицияларни мазкур синдикат аъзолари ўртасида самарали тақсимлаш ва қайта тақсимлаш механизми схемасини (6.9-расм) қўллаш мумкин. Бунда асосий молиявий инструментлар сифатида кредит ва қимматли қоғозлар қўлланилади. Ташкилий ташкилий нуқтан назардан бир вақтнинг ўзида бир нечта молиявий ва номолиявий бизнес институтлари консолидациялашади.

Ушбу 6.9-расмда: ОАО – очик акциядорлик жамияти (синдикат бошқарувчиси) ва КО – унинг корпоратив облигациялари; ТБ1-ТБН – тижорат банклари (N-банклар сони); ТО(2) – банк томонидан чиқарилган таъминланмаган облигациялар (икки рақами – операциялар кетма-кетлиги босқичи сони); Ф1-ФМ – фирмалар (М-фирмалар сони); МК – молиявий кооператив; П,ИП(1) – ОАО устав фондига киритилган пул маблағлари ва инвестициялар портфели (қимматли қоғозлар пакетларидан иборат портфел); П(1) – устав фондга пул маблағлари; П(2) – ТО (таъминланмаган облигациялар) сотиб олиш учун тўланадиган пул маблағлари; П(3) – КО сотиб

олиш учун туланадиган пул маблағлари; П(4) – фирма (Ф) устав фондидан чиқиш учун туланадиган пул маблағлари (пул ресурслари билан таъминлаш мақсадида); К – ТБ томонидан фирмага бериладиган кредит; I ва II – ОАО корпоратив облигациясининг биринчи ва иккинчи эмиссиялари.

Молиялаштириш ва қайта молиялаштиришнинг бундай синдикати ўз аъзоларининг молиявий барқарор ва рақобатбардошлигини таъминлаш мақсадига хизмат қилади. Бунда ОАО томонидан акция ва облигациялар IPO, PPO, SPO механизмлари ҳамда консолидациялаштирилган траст (ишончли бошқарув), ТБ томонидан акциялар чиқариш ва синдикатлашган кредитлар бериш усуллари ҳам қўлланилиши мумкин. Ўз-ўзидан кўриниб турибдики, молия инженерининг бевосита иштирокисиз самарали молиялаштириш схемасини танлаш ва уни амалга ошириш мушкул бўлади. Чунки молия инженери ушбу китобнинг I, II ва IV бобларида берилган методологик базис, III ва V бобларидаги масалалар ечими билан қуролланган бўлиб, бу борада VI бобдаги каби зарурий инновацион маҳсулот ишлаб чиқади ва уни самарали реализация қила олади.



6.9-расм. Кредит-эмиссион-инвестицион траст синдикатининг ташкилий тузилмаси

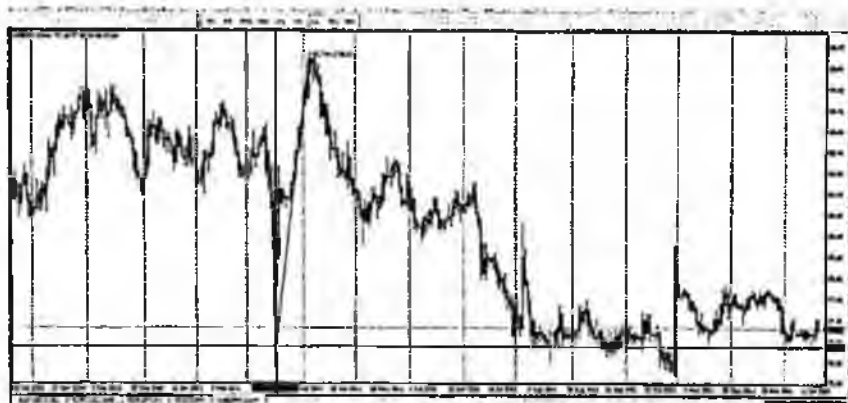
6.16. Халқаро валюталар FOREX бозорида паст рискли юқори фойда олиш стратегияси (нарх-наво молия инжиниринги маҳсулоти сифатида)

Халқаро валюталар FOREX бозорида иштирок этувчи брокер ва трейдерларнинг бош мақсади – валюталар курсига турли омиллар таъсирида иложи борица паст рискли юқори миқдорда фойда олиш муаммоси ечимига эришиш ҳисобланади. Бу муаммо нарх-наво молия инжиниринги асосида ўз ечимини топиши мумкин.

Ҳозирда мазкур муаммо ечимига қаратилган кўп сонли усуллар (арбитраж ва эҳтимолий-математик-статистик моделларга, фундаментал ва техник таҳлилларга асосланган усуллар)ни қўловчи турли стратегия ва дастурлар мавжуд бўлиб, уларнинг ҳар бири ўзига хос хусусият ва имкониятларга ҳамда ижобий ва салбий тарафларга эга. Уларни мураккаб (арбитраж ва эҳтимолий-математик-статистик моделларга, мураккаб фундаментал ва техник таҳлилга асосланган) ва содда (тенденциялар техник таҳлилига асосланган) усуллар гуруҳларига ажратиш мумкин. Бунда профессионал институтлар кўпроқ мураккаб усулларни қўллайди, лекин амалиётда улар содда усуллар (масалан, Мартингел ва Войтович усуллари)дан ҳам фойдаланади.

Умуман олганда ҳозирда юқорида қўйилган муаммонинг идеал ечимини берувчи стратегия мавжуд эмас. Лекин маълум ҳолатлар учун бошқа усул ва стратегиялардан баъзи жиҳатлари (айниқса риск даражаси пастлиги ва даромад миқдори юқори-роқлиги) билан фарқли бўлган такомиллаштирилган савдо стратегиялари ишлаб чиқилиши мумкин. Бунга қуйидаги ҳолат сабаб бўлади.

Валюта бозорида сунъий равишда валюта курсларини кескин кўтарилиши ҳолатлари даврийлигини кузатиш мумкин. Бунда интервенция амплитудасини кескин ўсиши, унинг кескин қайтиши (пасайиши) ва флет (барқарорлик) даври давомийлиги орасида боғлиқлик мавжуд бўлиб, бунинг асосида навбатдаги интервенция бошланиши вақтини тахминан башорат (прогноз) қилса бўлади. Мисол тариқасида 2011 йил давомида Япон йенасининг АҚШ долларига нисбатан курси бўйича бўлиб ўтган тенденцияни (6.10-расм) кўриш мумкин.



6.10-рсам. 2011 йилда кузатилган учта интервенция мисолида

Биринчи интервенция Япония ҳукумати томонидан 2011 йилнинг март ойида зилзила асосида бўлган цунами муносабати билан экспорт салоҳиятини барқарорлаштириш мақсадида амалга оширилди, натижада валюта курси кескин равишда 900 пунктга сунъий туширилди. Бу эса натижада, валюта курсининг қайтиши ва флет учун 4,5 ой давом этишига олиб келди. Ушбу 4,5 ойлик давр тугагач, навбатдаги интервенция 2011 йилнинг 4 августида вужудга келтирилди. Интервенциянинг амплитудаси 400 пункт бўлгани сабабли уни даври 3,0 ой давом этди.

Кейинги интервенция 2011 йилнинг 31 октябрида 400 пункт миқдорида амалга оширилиб, унинг қайтиши ва флет даври 2012 йилнинг феврал ойида ҳам давом этмокда. Одатга кўра, аввалги йиллардаги тенденциялар асосида тахминан 2012 йилнинг март ойида (экспортнинг фаол фазасига туғри келади) навбатдаги сунъий интервенцияни башорат қилиш мумкин. Япония экспортга ихтисослашган давлат бўлганлиги сабабли, унда купрок экспорт махсулотларининг сотилмай қолган қолдиги ёки демпинг сиёсати учун интервенция сунъий равишда амалга оширилади.

Бундай ҳолат таҳлили валюта FOREX бозорида нисбатан кам риск (R) билан юкори даромад (P) олиш имконини беради.

Шу муносабат билан, қуйида келтирилган содда стратегия мақсадга мувофиқ.⁴⁷³

⁴⁷³ Ушбу умумий стратегия муайяфнинг гояси бўлиб, унга асосланган ҳолда Р.А.Қабиров иштирокида бир нечта субстратегиялар ишлаб чиқилди ва улар турли депозитлар бўйича моделиштирилиб текширилди.

Масалан, агарда интервенциялар даврийлиги ўртача 3 ойда қайтарилса, ҳар бир даврни қуйидаги 7 булакка бўлиб савдони амалга ошириш лозим:

1. Интервенция давом этиши вақти T1 – 1 ҳафта;
2. Интервенцияни кескин қайтиш вақти T2 – 1 ҳафта;
3. Пасайиш трендини қамровчи флет вақти T3 – 3 ҳафта;
4. Флетдаги бурилиш вақти T4 – 1 ҳафта;
5. Ўсиш трендини қамровчи флет вақти T5 – 3 ҳафта;
6. Флетдаги бурилиш вақти T6 – 1 ҳафта;
7. Навбатдаги (башорат асосида кутилаётган) интервенциядан олдинги вақт T7 – 2 ҳафта.

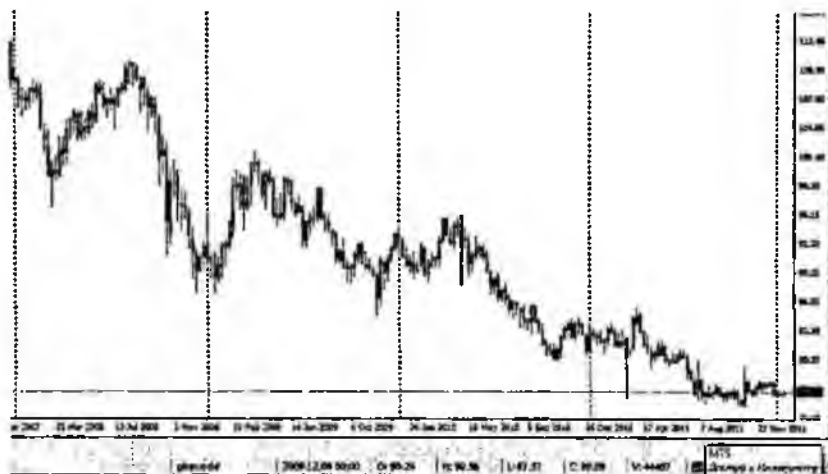
Бунда T2, T4, T6 ва T7 оралиқлардаги вақтларни рискни пасайтириш мақсадида дам олиш учун ажратиш мумкин. Лекин T1, T3 ва T5 вақтларни ўз ичига қамровчи содда усулга асосланган такомиллаштирилган стратегия ва ундаги бу вақтларга мос субстратегияларни қўллаш тавсия этилади. Бунда айтиш жоизки, кўпчилик классик усул (масалан, Мартингель усули) ва унга асосланган стратегиялар амалиётда валюта бозор нархининг тез қайтиши (разворот)га мослаштирилган бўлиб, уларни кескин ўзгарувчан трендларда қўллаш хавфли (рискли).

Шу сабабли, юқорида келтирилган бизнинг такомиллаштирилган стратегиямизни қўллаш валюта бозор курсининг амалиётда бўладиган мураккаб ва кескин ўзгариш ҳолатларида кам риск билан максимал фойда олиш имкониятини беради. Ушбу стратегиянинг афзаллигини қуйидаги фактлар ва субстратегик моделлар ёрдамида изохлаш мумкин.

Масалан, охириги 3 йил (2008-2010 йиллар) давомида валюта курсининг 2000 пунктдан зиёд ошиши ва тахминан 50 фоиз нисбатда туширилиши (яъни интервенция қилиниши) валюта курсининг ҳозирги қийматини 1000 пункт тушиши билан тенг деб баҳолаш мумкин (6.11-расм).

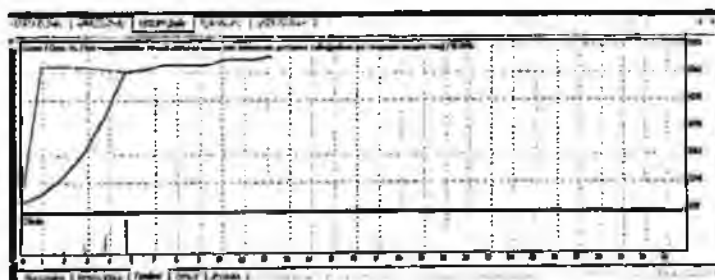
6.11-расмга кўра, 1 АҚШ доллари 110 йендан 90 йенгача тушганда, япон йенаси курси 20 фоизга ошган. Лекин 1 АҚШ доллари 80 йендан 60 йенгача пасайганда, йена курси 20 фоизга эмас, балки 30 фоизга ошади. Бу ҳолат япон экспорт маҳсулотининг АҚШ доллари қийматида 30 фоизга ошишини билдиради, яъни аввалги валюта курси ўсишидан 1,5 баробарга катта. Шу сабабли, стратегияни 7 даврга бўлиб амалга ошириш мақсадга мувофиқ. Чунки, валюта курсининг юқорида кўрсатилган нисбатда (яъни 1,5

баробарга) ўсиши ва интервенциянинг даврийлиги қонуниятлари ушбу стратегияни аҳамиятли қилади.



6.11-расм. 2008-2010 йиллардаги тенденциялар

Ушбу стратегия доирасида T1 вақт давомида исталган депозит миқдори (суммаси)да ишлайдиган субстратегия ишлаб чиқилиб, унинг самараси 500 шартли бирлик (АҚШ доллари миқдорида) миқдоридаги бошланғич маблағ (депозит)ни киритишга асосланган моделда синаб кўрилди. Ушбу субстратегиянинг USD/JPY валюталар жуфтлиги бўйича савдо натижаси 6.12 (а ва б)-расмларда акс эттирилган бўлиб, уларга кўра риск (зарар) -50,94 шартли бирликни ва соф фойда 5442,67 шартли бирликни ташкил этди.

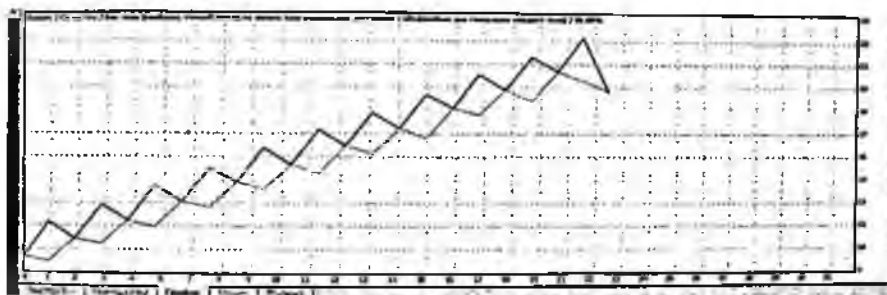


6.12а-расм. Субстратегия бўйича 2011 йил 31 октябрь ҳолати миқдорида маблағ ва баланснинг ўсиш графиклари (USD/JPY)

Виды и источники	1999	Оценочные данные	2000	Краткие комментарии
Средств роста компании (руб.)	0			
Источники дохода	10.00			
Чистая прибыль	9.32	Общая прибыль	19.48	Общий убыток
Прибыльность	2.92	Прибыльность (по плану)	6.42	
Аккумуляция капитала	3.50	Национальные ресурсы	9.82 (24.25%)	Оценочные ресурсы
Всего средств	32	Дивиденды (по плану) (% от прибыли)	11 (56.59%)	Дивиденды (по плану) (% от прибыли)
		Прибыльные средства (% от плана)	11 (56.59%)	Убыточные средства (% от плана)
Средств баланса		прибыльные средства	1.48	Убыточные средства
Средств		прибыльные средства	1.48	Убыточные средства
Национальные ресурсы		национальные ресурсы (руб.)	1 (1.48)	национальные ресурсы (руб.)
Национальные		национальные ресурсы (руб.)	1 (1.48)	национальные ресурсы (руб.)
Средств		национальные ресурсы	1 (1.48)	национальные ресурсы

6.136-расм. Субстратегия буйича 2011 йил 14-25 ноябрь ҳолати мисолида олинган фойданинг ҳисоботи (USD/JPY)

Турли микдордордаги депозитлар асосида амалга оширилган моделлаштириш натижалари Т3 вақт ва Т5 вақт буйича субстратегияларни амалиётда қўллашдан юқори самара олиш мумкинлини тасдиқлади.



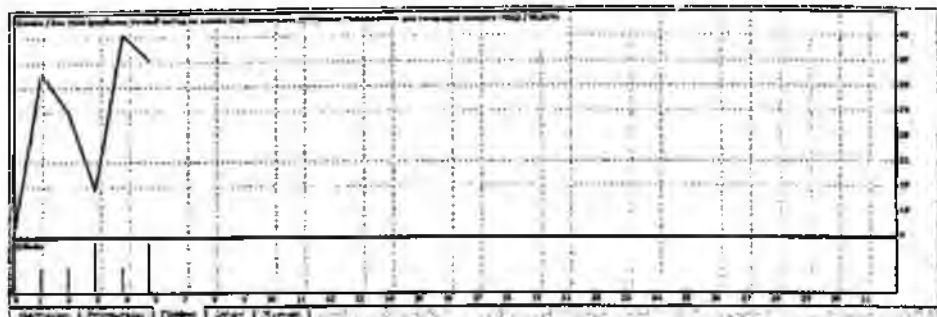
6.14а-расм. Субстратегия буйича 2011 йил 12-30 декабрь ҳолати мисолида маблағ ва баланснинг ўсиш графиклари (USD/JPY)

Виды и источники	1999	Оценочные данные	2000	Краткие комментарии
Средств роста компании (руб.)	0			
Источники дохода	10.00			
Чистая прибыль	9.32	Общая прибыль	21.28	Общий убыток
Прибыльность	2.92	Прибыльность (по плану)	6.42	
Аккумуляция капитала	3.50	Национальные ресурсы	9.82 (24.25%)	Оценочные ресурсы
Всего средств	32	Дивиденды (по плану) (% от прибыли)	11 (56.59%)	Дивиденды (по плану) (% от прибыли)
		Прибыльные средства (% от плана)	11 (56.59%)	Убыточные средства (% от плана)
Средств баланса		прибыльные средства	1.48	Убыточные средства
Средств		прибыльные средства	1.48	Убыточные средства
Национальные ресурсы		национальные ресурсы (руб.)	1 (1.48)	национальные ресурсы (руб.)
Национальные		национальные ресурсы (руб.)	1 (1.48)	национальные ресурсы (руб.)
Средств		национальные ресурсы	1 (1.48)	национальные ресурсы

6.14б-расм. Субстратегия буйича 2011 йил 12-30 декабрь ҳолати мисолида олинган фойданинг ҳисоботи (USD/JPY)

Умумий стратегия доирасида Т5 вақти давомида ишлайдиган 6.15 (а ва б)-расмларда натижалари келтирилган қўшимча субстратегияни қўллаш ҳам тавсия этилади. Чунки бунда аввалги моделга

нисбатан риск бошқачароқ йул билан бошқарилганлиги эвазига риск (зарар) -23,53 шартли бирликни ва соф фойда 27,53 шартли бирликни ташкил этди.



6.15а-расм. Субстратегия бўйича 2011 йил 12-30 декабрь ҳолати мисолида маблағ ва баланснинг ўсиш графиклари (USD/JPY)

Базис ва истисно	1005	Осиёни солиқчи тўли	10023	Клиентнинг янги оғи	10.00%
Осиёни расмийлаштириш граф...	0				
Нисбатан даража	10.00				
Частикли	27.53	Общий убыток	51.05	Общий убыток	-23.53
Графикли	2.17	Результатив в отрыве	\$ 51		
Абсолютная прибыль	3.10	Максимальная прибыль	36.79 (33.31%)	Относительная прибыль	71.34% (23.14)
Всего сделок	8	Кредитная позиция (% выигранных)	2 (50.00%)	Долговая позиция (% выигранных)	2 (50.00%)
		Прибыльные сделки (% от всех)	2 (40.00%)	Убыточные сделки (% от всех)	1 (40.00%)
Средняя прибыль		Средняя прибыль	25.95	Средняя убыток	-12.87
Средняя		Средняя прибыль	25.93	Средняя убыток	-7.84
Максимальная стоимость		Максимальная прибыль	1 (25.59)	Максимальная прибыль	2 (14.28)
Максимальная		Максимальная прибыль	25.95 (1)	Максимальная прибыль	1 (14.28)
Средняя		Средняя прибыль	1	Средняя прибыль	2

6.15б-расм. Субстратегия бўйича 2011 йил 12-30 декабрь ҳолати мисолида олинган фойданинг ҳисоботи (USD/JPY)

Юқорида келтирилган субстратегик моделлар асосида айтиш мумкинки, умумий савдо стратегиясини Т1, Т3, Т5 вақтлардан иборат иш даврларга ажратиб, уларнинг ҳар бирига мос субстратегия қўллаш Мартингел ва Войтович усулларига қараганда бир мунча юқорироқ самарага олиб келади. Бунда стратегиядан манфаатдорликка эга бўлишликка қизиқиш билдирган инвесторларни ушбу стратегияга мослаштирилган тармоқланган маркетинг схемаси бўйича бирлаштириб халқаро валюта FOREX бозорида умумий фаолиятни ташкиллаштириш мумкин.⁴⁷⁶

⁴⁷⁶ Монография муаллифининг тақлифи.

6.17. Олий маълумотли молия инженерларини тайёрлаш лойиҳаси

Тараққиётнинг инновацион “Ўзбек модели”га асосланган Давлатнинг замонавий прогрессив макроиқтисодий сиёсати доирасидаги инновацион молия ва иқтисодиётни модернизациялаштириш сиёсати талабларига мос равишда Ўзбекистонда 5341500-“Молия инжиниринги” бакалавриат таълим йўналиши ва унинг негизида 5А341501 – “Давлат молия инжиниринги”, 5А341502 – “Банк молия инжиниринги”, 5А341503 – “Корпоратив молия инжиниринги”, 5А341504 – “Молия институтлари инжиниринги” бўйича магистратура мутахассисликларини тиклаш бутунги кун учун ўта долзарб муаммо бўлмоқда (5.12-параграф). Қолаверса, республика саноати ва МКТ инновацион ривожланиши даражаси ва бозор иқтисодиёти муносабатларининг босқичма-босқич ривожланиши, ундаги муаммоларни англай олувчи, олдиндан кўра билувчи ҳамда уларни ҳал қилиш борасида аниқ, ишончли ва қатъий инновацион молиявий маҳсулотлар яратувчи ва улар бўйича самарали қарорлар қабул қилувчи кучли олий маълумотли мутахассисларга бўлган талабларнинг юқорилиги бу йўналишда кадрлар тайёрлаш масаласи ечимини талаб қилмоқда.

Эслатиш жоизки, “Молия инжиниринги” бакалавриат таълим йўналиши АҚШ, Буюк Британия, Германия, Япония ва Швейцариядан кейин илк бор Тошкент молия институтида очилган бўлиб, унга 2005-2006 ўқув йилидан то 2010-2011 ўқув йилигача абитуриентлар талабаликка қабул қилинган. Ушбу институтда талабалар давлатнинг замонавий инновацион макроиқтисодий сиёсати контекстида инновацион молиянинг халқаро андозаларига мос равишда тайёрланиши йўлга қўйилган. Лекин ҳозирда ушбу йўналиш негадир янги Классификатордан чиқарилиб ташланган.

Фикримизча, мазкур бакалавриат таълим йўналиши ва унинг негизидаги магистратура мутахассисликларини тиклаш ва юқорида келтирилган ривожланган мамлакатлардагидек олий маълумотли молия инженерларини тайёрлашни давом эттириш зарур.⁴⁷⁷

⁴⁷⁷ Бунда 18-иловада берилган “Молия инжиниринги” бакалавриат таълим йўналиши бўйича Давлат таълим стандарти (ДТС) ва 19-иловада берилган намунавий ўқув режа мақсадга мувофиқ. Намунавий ўқув дастурлари ушбу илмий монографияда берилган тизимли молия инжиниринги бўйича материаллар асосидан тузилган. 5.12-параграфдаги масала доирасида молия-кредит ва ҳисоб соҳалари мутахассисларининг малакасини ошириш тизимини такомиллаштириш бўйича таклиф 20-иловада берилган.

ХУЛОСА

Тадқиқот ишимизнинг асосий илмий натижаси бўлиб давлатнинг замонавий инновацион макроиктисодий ва фаол инвестиция сиёсати контекстида жаҳон амалиётидаги молия-кредит соҳаси (МКС) инновацион ривожланиши тенденциялари ва муаммоларини комплекс урганиш асосида молия-кредит тизими (МКТ) инновацион ривожланиши методологияси ва проблематикасини ўрганувчи ва молия илм-фани учун янги бўлган тизимли молия инжинирингининг илмий концепциясини шакллантириш ҳисобланади.

Ушбу иш доирасида қуйидаги хулосаларга келинди:

1. Дунёнинг ҳар қандай мамлакати, жумладан Ўзбекистоннинг инновацион ижтимоий-иктисодий тараққиёти кўп жиҳатдан мамлакатнинг инновацион молиясига асосланган МКСнинг инновацион ривожланиши жараёнларига боғлиқ бўлиб, бундай жараёнлар ушбу соҳага унинг молиявий глобаллашув шароитида комплекс ва ўзгарувчан таъсир этувчи ташқи ва ички омилларга боғлиқ кечади. Ушбу жараёнлар ҳозирда молия инжиниринги ва унинг инновацияларига асосланган бўлиб, унинг ёрдамида кенг қамровда (яъни мета-, халқаро меза- ва макроиктисодий поғонада) халқаро миқёсда миллий МКСларнинг барқарор ва рақобатбардош ривожланиши ҳамда молиявий хавфсизлиги таъминланади. Тор қамровда (яъни миллий меза-, микро- ва наноиктисодий поғонада) эса миллий МКС институтларининг молия инжиниринги ва унинг инновациялари ёрдамида уларнинг барқарор ва рақобатбардош ривожланиши ҳамда молиявий хавфсизлиги таъминланади;

2. Агарда МКСдаги инновацияларнинг тарихий ретроспективасини ХХI-аср бошларигача бўлган давргача чуқур ва объектив таҳлил қилсак, у ҳолда молиявий инновацияларнинг ривожланиш тенденциялари ўз-ўзидан жамиятнинг ривожланиши ҳамда фан ва техника инновациялари тарихи билан бевосита боғлиқликда шаклланган деб айтсак хато бўлмайди. Ҳозирги шароитда эса замонавий молия инжиниринги (кенг ва тор қамровларда комплекс қаралса) жаҳон ва миллий МКТларининг уйғунликда инновацион ривожланиши катализатори ҳамда бундай ривожланишни таъминлайдиган молиявий ижод методологияси ва инновациялар яратиш усули, воситаси эканлиги яққол кўринади. Бунда ўз-ўзидан молия инжиниринги традицион ва инновацион иктисодиёт ҳамда уларнинг таркибида ҳамisha мавжуд бўладиган инновацион молия

ривожининг бош омилларидан бири эканлиги намоён бўлади. Шу билан бирга, жаҳон молия инжиниринги амалиётининг ривожланиш жараёни инновацион молия ва уларнинг биргаликдаги таъминоти – ташкилий, илмий-методологик, регулятив ҳуқуқий-меъёрий, информацион, инструментал, институционал, функционал – турларининг ривожланиши билан бирга уйғунликда кечган. Шунинг учун ҳам инновацион молия ғояси янги эмаслиги, уни азалдан ҳамisha мавжудлиги, молия инжиниринги амалиётининг унга мос равишда азалдан ҳамisha узлуксиз ривожланганиб келишини билдиради;

3. Жаҳон иқтисодиёти ва молияси амалиёти ривожланишининг муайян даврларида янгидан-янги молиявий муносабатларнинг ва уларнинг ҳар бирига мос келадиган инновацион маҳсулотларнинг пайдо бўлиши МКСнинг барча бўғинларига (давлат, муниципал, корпоратив молияга ва молия бозорларига) хос турли амалий концепцияларни вужудга келишини таъминлади. Лекин бунда яхлит назарий концепциянинг йўқлиги МКТ инновацион ривожланишини комплекс ўрганувчи тизимли молия инжиниринги (ТМИ) илмий концепциясини ва унга мос инновацион молия назариясини вужудга келишини тақазо этади;

4. ТМИ ғояси МКСнинг ҳар бир йўналишини мазмунан ва шаклан қамрайди. Бу эса ТМИ концепцияси Жаҳон банки ва Халқаро валюта фонди томонидан МКС таркибига берилган тавсифига туғридан-туғри мос келишини ҳамда иқтисодиётнинг инновацион ривожланишида инновацион молия ғояси ўринли эканлигини билдиради;

5. Жаҳон тажрибасида молия инжинирингининг ҳозиргача маълум даражада шаклланган концептуал йўналишларини шартли равишда 9-та гуруҳга – қимматли қоғозлар ва улар бозори инновациялари, жумладан IPO, PPO ва SPO, билан боғлиқ молия инжиниринги, валюта бозори инструментлари ва улар инновациялари билан боғлиқ молия инжиниринги, активлар секьюритизация билан боғлиқ молия инжиниринги, банкларнинг инновацион маҳсулотлари ва очиқ молия бозорларидаги операциялари билан боғлиқ молия инжиниринги, суғурта компанияларининг инновацион маҳсулотлари ва очиқ молия бозорларидаги операциялари билан боғлиқ молия инжиниринги, номолиявий компаниялар корпоратив молия инжиниринги, жумладан бизнес-инжиниринг ва бизнес-реинжиниринг, Ислом модели доирасидаги

инновациялар билан боғлиқ молия инжиниринги, иқтисодиёт субъектларининг очик молия бозорлари ва улардан фарқли реал товар (хизмат)лар бозорларидаги операцион фаолиятда қўлланилувчи инновацион нарх-наво инжиниринги (бозор нарх-навоси молия инжиниринги), тизимли молия инжиниринги концепцияси – ажратиб ўрганиш мумкин. Бу йўналишларнинг ҳар бири ўзига хос тарих, тенденция, муаммо ва хусусиятларга эга;

6. Ҳар бир молиявий инновация (маҳсулот) реал илмий, ҳуқуқий, иқтисодий, информацион базис билан таъминланган инновацион капитал бўлиб, ундан кутиладиган самарани бериши зарур. Бозор шароитида барча инновацион маҳсулотларни молия инжинирингининг инновацион товари деса бўлади, чунки уларни молия инженерини молиявий инновациялар бозорининг талаб ва таклифидан келиб чиқиб яратади ҳамда ўз манфаати йўлида улар бўйича бозор муносабатларини қуради;

7. Молия инжинирингининг инновацион маҳсулотлари таснифи ва тавсифидан тизимли молия инжинирингини замонавий МКСни, унинг жаҳондаги мавжуд концептуал йўналишлари ва молиявий маҳсулотларини тулиқ қамраб олувчи концептуал йўналиш эканлигини кўриш мумкин;

8. Умуман олганда, молиявий инновация жараёни бу ҳодиса ва муносабатлар занжири бўлиб, улар оқибатида молия инжиниринги маҳсулотлари гоё шаклидан «етилган» маҳсулот шаклига ўтади ва молиявий-иқтисодий фаолиятга татбиқ этилади;

9. Инновация жараёнларини ташкил қилишнинг қўллаб аниқ шакллари бўлишига қарамасдан унинг қўйидаги асосий шакллари ажаптиш мумкин: маъмурий-хўжалик дастурий мақсадга қаратилган, кооператив мақсадга қаратилган, ташаббускорлик. Молиявий инновация жараёнининг энг оддий модели, фикримизча, жами жараёни мантикий равишда алоҳида, функцияли қисмларга ёки босқичларга бўлиш натижасидир. Молия инжинирингини ташкиллаштириш моделлари асосида молиявий маҳсулотнинг янги турини яратиш ва ўзлаштиришнинг босқичли жараёни ётади;

10. Молия инжиниринги нуқтан назаридан, МКС инновацион молиявий маҳсулотлар билан боғлиқ ишлаб чиқариш муносабатлари тизими, молия бозори эса инновацион молиявий маҳсулотлар бозоридир. Молия инжиниринги МКСнинг барча таркибий қисмларида, жумладан, молия бозорида ҳам, бевосита мавжуд бўлиб, унинг инновацион ривожланишини белгилайди. Бунда МКТ

анъанавий ва инновацион молиявий маҳсулотлар билан боғлиқ турли институционал ишлаб чиқариш муносабатлари тизими, молия бозори эса бир вақтнинг ўзида ҳам молиявий инструментлар ва ҳам инновацион молиявий маҳсулотлар бозори эканлиги яққол намоён бўлади. Демак, жаҳон глобаллашуви ва бунда омиллар таъсири шароитида молия инжиниринги МКТнинг инновацион ривожланиши катализатори ҳамда бундай ривожланишни таъминлайдиган молиявий ижод методологияси – инновациялар яратиш методологияси – эканлиги яққол кўринади, ўз-ўзидан молия инжиниринги инновацион иқтисодиёт ривожининг бош омилларидадан биридир. Молия инжиниринги молия бозорига ва инвестиция муҳитига бевосита таъсир кўрсатиб, унинг инновацион ривожланишини белгилайди. Бунда молия бозори инновацион молиявий маҳсулотлар бозори эканлиги яққол намоён бўлади. Макроиқтисодий сиёсат, МКТ ва молия инжиниринги амалиёти бир-бири билан узвий ва регулятив боғлиқ;

11. Молиявий инновациялар ва инструментлар қиймати ва нархи ўзаро боғлиқ ва эквивалент;

12. ТМИ тизимли масалаларини иккита йирик синфга – тизимли таҳлил ва тизимли синтезга ажратиш мумкин. Уларнинг ҳар бир синфи, ўз навбатида, МКТ ТМИнинг муайян даврдаги ва поғонадаги (мета, макро, меза, микро ва нано даражада) талаблари ва шарт-шароитлари доирасида конкрет қўйилган мақсадлари ва белгиланган вазифалари асосида уларга мос равишда турли хил хусусий кўриниш, шакл, ҳажм, мураккаблик ва мазмунда ҳамда кетма-кетликда қўйилиши ва ечилиши мумкин. Шу билан бирга, мазкур синфлар бир-бири билан узвий боғлиқликда бўлган бир бутун алоҳида, аммо анча мураккаб бўлган, тизимли «таҳлил-синтез» (ёки тизимли «синтез-таҳлил») масаласи сифатида ва унинг хусусий ҳоллари (кўриниш, шакл, ҳажм, мураккаблик ва мазмунда ҳамда кетма-кетликда ҳам қўйилиши ва ечилиши мумкин;

13. ТМИ ўз ичига глобал (мета) ва меза (дунё ва мамлакат минтақалари) молия, давлат ва муниципал молияси, корпоратив молия (яъни молиявий ва номолиявий институтлар молияси), уй ҳўжаликлари (жумладан индивидумлар) молияси инновацион молиявий маҳсулотлари ҳамда иқтисодиёт субъектларининг очик молия бозорлари ва турли хил реал товар (хизмат)лар бозорларидаги инновацион нарх-наво инжиниринги каби молия инжиниринги йўналишларини комплекс олади. Бунда ТМИнинг

ҳар бир йўналиши ўзига хос хусусиятларга эга бўлиб, МКТнинг турли иерархик – мета, халқаро мезо, макро, миллий мезо, микро ва нано – поғоналарда иқтисодиёт субъектлари молиявий барқарорлиги, рақобатбардошлиги ва хавфсизлигини таъминловчи инновациялар билан боғлиқ;

14. Замонавий МКСдаги бозор муносабатлари жараёнидаги кучли рақобат муҳити ва бунда турли рискларни юзага келиши ўзидан ТМЙнинг қўлдан-қўл ўзига хос муаммовий амалий масалаларини келтириб чиқарадики, уларни ҳал қилиш янги молиявий инновацияларни яратилишини ва МКТ амалиётига жорий қилинишини таъминлайди.

15. Миллий МКТ рақобатбардошлиги ва барқарорлиги асосан тизимли молия инжинириинги ва унинг инновацияларига (маҳсулотларига) боғлиқ бўлиб, бунда молия инженерларининг роли беқиёсдир. Бунда молиявий инновациялар бир томондан МКТ таркибида маълум даражада тизимли риск шаклланишига сабаб бўлади, иккинчи томондан МКТ инновацион ривожланишини таъминлайди, учинчи томондан эса молиявий инновацияларнинг назоратсиз кўпайиши ва тизимли рискнинг содир бўлиб ривож топиши МКТ инқирозини келтириб чиқаради ва бунда унинг кучли институтлари рақобатбардошлилигини навбатдаги янги поғонага кўтариб, ҳар қандай самарасиз институт ва молиявий инструментлардан ҳолис қилиб (тозалаб) боради. Шунинг учун ҳам айнан олий маълумотли, молиявий ижод методологиясини мукаммал эгаллаган ҳамда унинг асосида самарали молиявий инновациялар яратишга ва уларни МКТ инновацион ривожланишига трансферини сифатли амалга оширишга қодир бўлган ҳамда бир вақтнинг ўзида тизимли рискни назорат қилиб уни олдиндан аниқ баҳолайдиган, молиявий инновациялар ва тизимли рискнинг МКТ инқирозига олиб келиш хавфини бартараф эта оладиган ёки бундай инқирозий ҳолат натижаларидан ўз манфаати йўлида фойдалана оладиган, молия инженерларни тайёрлаш ва уларнинг малакасини мунтазам равишда ошириб бориш зарурий масалалардан ҳисобланади. Шу билан бирга, муҳим масалалардан бири сифатида молия инженерларининг ижодий инновацион фаолиятини мувофиқлаштириш ҳамда уларнинг яратган инновацияларига бўлган муаллифлик ҳуқуқларини давлат рўйхатидан ўтказиш ва ҳимоялашни кўрсатиш мумкин. Мазкур масалалар айниқса жаҳон молиявий-иқтисодий инқирози оқибатлари ила нафақат Ўзбекис-

тонда, балки барча ривожланган ва прогрессив ривожланаётган мамлакатлар МКТ инновацион, рақобатбардош ва молиявий хавфсиз ривожланишида долзарбдир. Чунки бу масалаларнинг фақат самарали ечими асосидагина молиявий инқирозларга қарши таъсир курсатиш, керак бўлса, уларни ўз фойдасига йуналтириш, умуман рисклар ва рақобатбардошлиликни ҳамда инқирозий ва инновацион ривожланиш жараёнларини онгли ва малакали бошқариш мумкин.

Юқорида берилган хулосалар асосида айтиш мумкинки, ТМИ замонавий МКСни ва унинг жаҳондаги мавжуд барча концептуал йуналишларини қамраб олувчи яхлит илмий концепция бўлиб, Ўзбекистон шароитида тараққиётнинг «Ўзбек модели»га асосан давлатнинг ижтимоий-иқтисодий сиёсатида мос равишда миллий МКТни инновацион ривожлантиришнинг тизимли назарий-методологик базиси ва амалий воситаси сифатида давлат, маҳаллий ҳокимиятлар ва корпоратив секторнинг инновацион ривожлантиришда қабул қилиниши мумкин.

ИЛОВАЛАР

1-илова.⁴⁷⁸



П1-расм. АҚШда ипотека гарови билан таъминланган қимматли қоғозлар чиқариш

Манба: Федерал уй-жой Агентлиги, Thomson Reuters, Bloomberg



П2-расм. АҚШ ипотека қимматли қоғозлари бозорида инвесторлар иштироки

Манба: Barclays

⁴⁷⁸ Б.Сатторов, Д.Абдурахимова ва Н.Абдурахимовлар ёрдамида тайёрланган.

П.1-жадвал

**Ипотека мажбуриятларида молия институтларининг
иштироки⁴⁷⁹, млрд.АҚШ доллари ва фонзда**

т/р	Ипотека институтлари	1988 йил		1998 йил		2009 йил	
		сумма	%	сумма	%	сумма	%
1	Банклар	333	32	462	38	1444	42
2	Кичик компаниялар	271	26	85	7	275	8
3	Сугурта компаниялари	229	22	196	16	310	9
4	Давлат	73	7	73	6	138	4
5	Ипотека агентликлари	31	3	254	21	1032	30
6	Бошқалар	104	10	147	12	241	7
	Жами:	1041	100	1217	100	3440	100

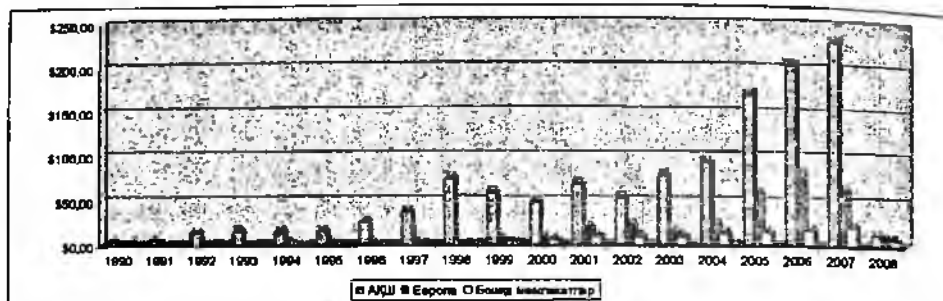
П.2-жадвал

**Европа мамлакатлари ипотека облигациялари
бозорларининг ҳажми⁴⁸⁰**

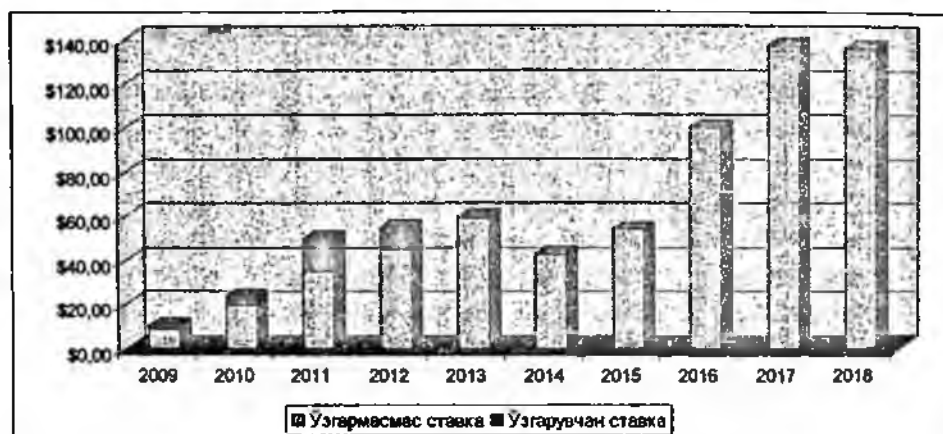
№	Давлат	Облигациялар бўйича қарздорлик	Улуш %
Ипотека облигациялари 2007 йилнинг боши ҳолатига, млрд. евро			
1	Германия	472	44
2	Дания	306	29
3	Швеция	162	15
4	Франция	70	7
5	Норвегия	22	2
6	Испания	16	1,5
7	Австрия	10	1
8	Бошқалар	4	0,5
9	Жами	1062	100
Ипотека облигациялари 2010 йилнинг боши ҳолатига, млрд. евро			
1	Германия	374	45
2	Дания	216	28
3	Швеция	96	12,5
4	Франция	47	6,1
5	Норвегия	16	2,1
6	Испания	7	0,9
7	Австрия	8	1,1
8	Бошқалар	2	0,26
9	Жами	766	100

⁴⁷⁹ Манба: www.europansecuritisation.com маълумотларига асосан ҳисобланган.

⁴⁸⁰ Қуйдаги Интернет-сайтларнинг маълумотларига қўра ҳисоблаб топилган: www.eurostat.org,
www.russianipoteka.ru



П.3-расм. Ипотека билан таъминланган қимматли қоғозлар чиқарилишининг мамлакатлар бўйича тақсимланиши⁴⁸¹, млрд. АҚШ доллари



П.4-расм. Ипотека билан таъминланган қимматли қоғозларни чиқарилиши прогнози⁴⁸², млрд. АҚШ доллари

П.3-жадвал

**Активларнинг турлари бўйича секьюритизацияси,
млн. АҚШ долл.**

Йил	Авто кредит	Кредит карточкалар	Аякомлар	Ипотека	Талабалар кредити	Бошқалар	Жами
1996	33,223	48,737	12,391	36,158	8,048	28,199	166,756
1997	36,442	40,571	8,322	65,724	12,564	38,144	202,066
1998	39,504	43,07	10,143	83,953	10,229	60,206	247,105
1999	43	40,677	12,527	74,815	11,093	53,986	236,098
2000	67,468	57,143	11,465	74,402	18,562	52,426	281,467

⁴⁸¹ Манба: www.europeansecuritisation.com маълумотларига асосан ҳисобланган.

⁴⁸² Манба: www.europeansecuritisation.com маълумотларига асосан ҳисобланган.

2001	70,176	68,618	8,5	112,21	14,884	51,818	326,206
2002	88,764	70,337	6,42	150,775	27,74	29,867	373,903
2003	75,988	66,731	9,451	229,074	42,993	37,304	461,542
2004	66,909	53,742	8,463	425,029	48,043	49,345	651,531
2005	84,946	67,834	10,443	460,494	63,24	66,56	753,515
2006	81,926	66,899	8,778	483,913	67,129	45,231	753,876
2007	74,104	99,527	5,76	216,89	61,371	52,071	509,732
2008	36,164	59,06	3,07	3,816	28,204	9,178	139,492
2009	62,748	46,095	7,655	2,07	22,096	10,25	150,913
2010 I- чорак	20,729	1,622	1,775	267	4,682	3,185	32,26

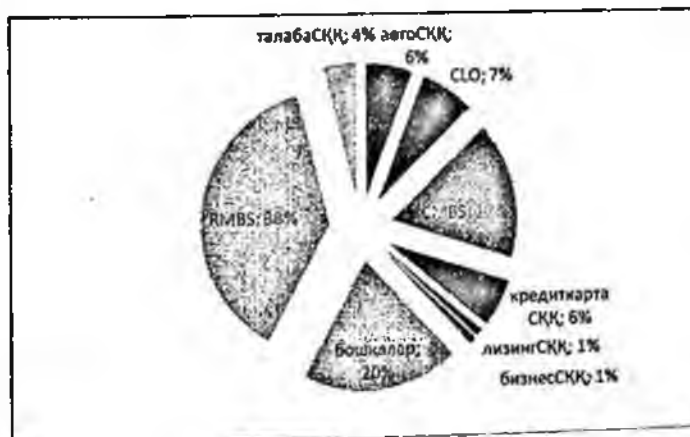
BILLING CODE 4410-23-C

TABLE D—TOTAL U.S. ASSET AND MORTGAGE BACKED SECURITIZATIONS ISSUED PER YEAR

(Dollars in millions)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Total 2002 3Q2010
Auto	95,484	86,350	72,881	103,717	82,000	66,773	35,489	53,944	43,104	638,724
CLN	30,388	22,584	32,192	69,441	171,906	138,827	27,489	2,033		494,860
CMBS	89,900	107,354	136,895	245,883	305,714	318,863	33,583	38,750	27,297	1,305,329
Credit Cards	73,004	67,385	51,186	62,916	72,518	94,470	61,629	46,581	6,149	535,839
Equipment	7,062	9,022	6,288	9,000	8,404	6,056	3,014	7,240	5,010	61,137
Floorplan	3,000	8,315	11,848	12,670	12,173	6,925	1,000	4,559	6,619	67,510
Other	135,364	196,789	330,161	444,137	516,175	165,515	19,672	10,652	24,806	1,843,601
RMBS	287,916	396,288	503,911	724,115	723,257	641,808	28,612	48,032	39,830	3,393,819
Student Loan	25,367	40,067	45,759	62,212	65,745	5,812,212	28,199	20,839	13,899	369,210
Total	747,506	932,134	1,191,216	1,734,122	1,957,991	1,498,370	238,868	233,079	168,843	

Note: 2010 Data are through the month of September.



П.5-расм.АҚШда 2011 йил 1-ярым йилликда секьюритизация
бозори (СҚҚБ) конъюктураси

П.1-жадвал

Деривативлар бозорида очик позициялар ҳажми (2009 й.),
млрд. АҚШ долл.⁴⁸³

1	2	3	4	5	6	7	8	9
403,8	117,3	117,3	58,3	25,6	25,5	21,7	15,4	14,3
10	11	12	13	14	15	16	17	18
12,5	10,2	10,4	8,3	6,7	6,4	3,5	2,9	2,5
19	20	21	22	23	24	25	26	27
2,25	1,09	0,97	0,75	0,57	0,39	0,37	0,36	0,34

П.2-жадвал

Номинал нархи бўйича жаҳон деривативлар бозори ҳажми,
млрд. АҚШ долл.⁴⁸⁴

1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
88	95	111	142	197	258	298	415	595	692	700

П.3-жадвал

Жаҳон молия бозорининг ўртача ликвидлиги,
2006-2009 йй.⁴⁸⁵

	Дериватив- лар бўйича	Секьюритизациялашти- рилган мажбуриятлар бўйича	Кенг пуллар бўйича	Пул базаси бўйича
Жаҳон ЯИМдаги улуши, %	934	128	112	8
Ликвид- лик, %	75	10	9,7	0,9

⁴⁸³ Маъба: WFE. Изоҳ: 1-27 рақамлар билан жаҳоннинг 27 йиллик фонд биржалари курсатилган, яъни мис равишда: АҚШ, Елгеҳ, Елгопект, Корея, Швеция, Япония, Хиндистон, Сингапур, Тайван, Гонконг, ЖАР, Бразилия, Испания, Австралия, Италия, Польша, Греция, Канада, Аргентина, Малайзия, Норвегия, Россия, Дания, Венгрия, Мексика, Австрия, Исроил. BIS маълумотларига кўра, жаҳон деривативлар бозори 1990-йиллардаги 20 трлн. доллардан 2009 йилда 700 трлн. долларга ўсган.

⁴⁸⁴ Маъба: BIS маълумотлари бўйича тузилган.

⁴⁸⁵ Маъба: ХВФ, Жаҳон банки ва WFE маълумотлари асосида тузилган.

П.1-жадвал

Жаҳон акциялар бозори капитализацияси, млрд. АҚШ долл.⁴⁸⁶

Давлат	2000	2002	2004	2006	2008	2009
Австрал.	372,8	380,1	776,4	804,0	585,4	508,2
В.брит.	2577,0	1765,2	2865,2	3058,2	2460,1	1956,8
Герман.	1270,2	686,0	1194,5	1221,1	1079,0	921,1
Испания	504,2	461,7	940,7	959,9	726,2	659,3
Италия	768,4	162,0	789,6	798,1	614,8	528,4
Канада	842,1	579,7	1177,5	1482,2	888,7	7481,3
АҚШ	15104,0	9065,5	16323,5	17000,9	14266,0	11054,7
Франция	1446,6	936,4	1559,1	1712,7	1355,9	1112,5
Япония	3157,2	2069,3	3557,7	4572,9	2953,1	2173,8
РБ*	29630,6	18581,6	33264,2	36459,9	28701,8	21534,9
Аргент.	45,8	16,6	40,6	47,6	35,0	31,5
Бразилия	203,6	126,8	330,3	474,6	226,4	118,4
Ҳиндист	142,8	125,5	386,3	553,1	278,7	203,2
Индонез.	26,8	30,1	73,3	81,4	54,7	51,7
Қозғист.	1,3	1,3	3,9	9,0	2,4	2,0
Хитой	591,0	463,5	447,7	401,9	513,0	487,3
Корея	148,4	246,9	419,5	718,0	325,1	318,1
Мексика	125,2	103,9	171,9	239,1	122,5	119,4
Польша	31,3	26,4	71,5	93,6	37,4	33,4
Россия	41,0	114,7	247,7	531,0	197,0	73,2
Сауд.Ар.	67,8	74,9	306,2	646,2	157,3	142,1
Тайван	247,6	261,2	441,4	476,0	379,1	336,0
Туркия	69,7	34,2	98,3	161,5	68,4	59,7
Украина	1,9	4,4	11,8	29,2	4,7	1,9
ЖАР	204,3	162,0	442,5	549,3	260,7	209,6
Ўзбекист.	0,53	0,54	0,8	0,8	0,8	0,8
ШБ*	2474,7	2318,7	4600,9	6472	3504	2483
Дунё	32105,4	20900,3	37865,1	42931,9	32205,9	22723,8

⁴⁸⁶ Манба: Emerging Stock Markets Factbook, IFC, Washington 2000-2009; Global Stock Markets Factbook 2009, S&P, N.Y., 2009; Emerging Stock Markets Review, December 2009; S&P, 2009; WFE database (www.worldexchanges.org); FEAS Yearbook (www.feas.org); биржалар маълумотлари асосида тузилган. Ўзбох:
* - РБ - ривожланган бозорлар, ШБ - шаклланаётган бозорлар.

**Миллий фонд биржаларида сотиладиган акциялар
эмитентлари сони.⁴⁸⁷**

Давлат	2000	2002	2004	2006	2007	2008	2009
Ривожланган бозорлар (РБ)							
Австрал.	1330	1334	1355	1405	1515	1643	1332
Б.брит.	1926	2438	2405	2311	2486	2757	2408
Герман.	744	749	715	684	660	648	629
Испания	1019	1480	1846	1995	2049	2049	1580
Италия	291	288	288	271	269	275	270
Канада	4000	4000	3771	3599	3572	3719	3400
АҚШ	7281	6367	5854	5295	5225	5145	5127
Франция	808	791	733	694	663	664	659
Япония	2470	2471	2460	2174	2276	2323	2279
Барча РБ	23427	23342	22894	22110	22492	22990	22353
Шаклланаётган бозорлар (ШБ)							
Аргент.	129	116	110	106	103	100	100
Бразил.	464	426	396	389	386	342	316
Гонконг	779	857	968	1027	1086	1124	1012
Ҳиндист*	5853	5795	5650	5644	4730	4763	4650
Индонез.	286	315	330	333	331	336	332
Қозогист.	55	60	74	68	79	83	71
Хитой	1035	1160	1224	1285	1373	1377	1264
Корея	702	1390	1509	1558	1570	1619	1529
Мексика	173	167	163	158	151	150	145
Польша	225	230	202	202	225	234	225
Россия	249	236	196	214	215	277	246
Сауд.Ар.	73	76	68	70	73	77	78
Тайван	531	584	638	669	697	691	658
Туркия	315	310	288	285	297	304	301
Украина	139	155	155	155	155	278	165
ЖАР	583	510	429	390	368	348	329
ШБ	20710	20991	21348	21928	21631	22009	21236
Дунёда	44137	44333	44242	44038	44123	44999	43251

⁴⁸⁷ Маълумот: Emerging Stock Markets Factbook, Washington; Global Stock Markets Factbook 2009, S&P, N.Y., 2009; Emerging Stock Markets Review. December 2009, S&P, 2009 FIBV, FEAS, FIABV, World Bank; WDI, алоҳида биржалар маълумотлари асосида тузилган. Изоҳ: *- Мулбаий фонд биржаси. Ҳиндистон миллий статистикаси бундан ҳам юқтароқ рақамни келтирган – 9600 эмитент. Ўзбекистон бўйича барча акциядорлик жамиятлари сони 2000 йилда 4909 дана бўлган ва 2009 йилда 1619 дана қолган.

Жаҳон мажбуриятлари бозори ҳажми (давлат ва хусусий эмитентлар, ички ва ташқи қарзлар), млрд. АҚШ долл.⁴⁸⁸

Давлат	2001	2002	2003	2005	2007	2009
Австрал.	305	285	345	614	644	494
Б.брит.	1565	1577	1823	2445	2524	2230
Герман.	2082	2575	3193	4558	4178	4025
Испания	363	543	766	1452	1537	1104
Италия	1345	1620	2027	3055	2914	2602
Канада	777	779	810	1055	1098	981
АҚШ	16118	17601	19016	22541	23278	20835
Франция	1332	1517	1930	3065	2873	2593
Япония	6432	6007	6621	9163	8874	8087
Барча РБ	33373	35071	39582	53014	52927	46872
Аргент.	154	123	103	114	98	111
Бразилия	356	375	287	462	627	388
Хиндистон	140	134	160	246	292	201
Индонез.	0	0	0	68	60	75
Хитой	276	421	394	508	613	460
Корея	351	342	436	642	705	510
Мексика	127	153	199	258	300	222
Польша	37	52	66	121	126	86
Россия	70	68	78	109	126	88
Туркия	69	107	116	201	218	167
ЖАР	65	47	66	123	115	95
Украина				8	9	5
Барча ШБ	2300	2667	3069	4274	4654	3764
Дунёда	35673	38121	43020	58003	57581	51114
В % к ВВП	114	122	133	143	131	141
Хусусий эмитентлар	16514	23590	26121	34341	34609	30485
ЯИМга нисбатан, %	53	76	81	84	79	84

⁴⁸⁸ Манба: BIS Quarterly Review, Statistical Annex (www.bis.org); (www.minfin.ru); CBONDS (www.cbonds.ru) маълумотлари асосида тузилган (секселлар бўйича мажбуриятлар ҳисобга олинмаган). Халқаро таъсислотларнинг қозғалари ҳисобга олинган (ЕТТБ, Жаҳон банки ва х. – 400 дан 550 млрд.долл. 2001-2003 йй.).

Қимматли қоғозлар бўйича жаҳондаги қарз мажбуриятларида
алоҳида давлатларнинг улуши, %⁴⁸⁹

Давлат	2001	2002	2003	2005	2007	2009
Австрал.	0,9	0,7	0,8	1,0	1,1	1,1
В.брит.	4,4	4,1	4,2	4,4	4,2	4,4
Герман.	5,8	6,8	7,4	7,9	7,9	7,3
Испания	1,0	1,4	1,8	2,2	2,5	2,7
Италия	3,8	4,2	4,7	5,1	5,3	5,1
Канада	2,2	2,0	1,9	1,9	1,8	1,9
АҚШ	45,2	46,2	44,2	40,8	38,9	40,4
Франция	3,7	4,0	4,5	5,1	5,3	5,0
Япония	18,0	15,8	15,4	15,8	15,8	15,4
Барча РБ	93,6	92,0	92,0	91,7	91,4	91,9
Аргент.	0,4	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2
Бразилия	1,0	1,0	0,7	0,8	0,8	1,1
Ҳиндистон	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,5
Индонез.	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1
Хитой	0,8	1,1	0,9	0,9	0,9	1,1
Корея	1,0	0,9	1,0	1,0	1,1	1,2
Мексика	0,4	0,4	0,5	0,4	0,4	0,5
Польша	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2
Россия	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Тайван	0,8	1,1	1,2	1,2	1,2	1,2
Туркия	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4
ЖАР	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2
Барча ШБ	6,4	7,0	7,1	7,4	7,4	8,1
Дунёда	100	100	100	100	100	100

⁴⁸⁹ Manba: BIS Quarterly Review, Statistical Annex (www.bis.org); (www.minfin.ru); CBONDS (www.cbonds.ru)
маълумотлари асосида тузилган (векселлар бўйича мажбуриятлар ҳисобга олинмаган).

П.1-жадвал

Мамлакатларнинг жаҳон капитализациясидаги улуши, %⁴⁹⁰

	2000	2002	2004	2006	2007	2008	2009
Дунёда	100	100	100	100	100	100	100
РБ	92,3	91,3	88,9	87,8	84,9	84,6	84,3
G7, жумл.:	78,3	78,6	73,1	72,6	69,6	68,69	68,63
АҚШ	47,0	50,4	43,4	43,1	40,1	39,7	39,2
Япония	9,8	8,2	9,9	9,4	10,7	10,8	10,9
УК	8,0	7,8	8,4	7,6	7,5	7,4	7,2
Германия	4,0	3,9	3,3	3,2	3,1	2,9	2,7
Италия	2,4	1,9	0,8	2,1	1,9	1,85	1,83
Канада	2,6	2,2	2,8	3,1	3,4	3,6	3,7
Франция	4,5	4,2	4,5	4,1	4,0	3,9	3,8
ШБ	7,7	8,7	11,1	12,2	15,1	15,4	15,7

П.1-жадвал

G7 бўйича жамланган инвестициялар ҳажми, млрд.долл.⁴⁹¹

1995- 2009йй.	Хориждаги инвестициялар				Мамлакатдаги инвестициялар			
	ТТХИ	Портфел	Бошқа	Жами	ТТХИ	Портфел	Бошқа	Жами
АҚШ	1794	1446	1632	4872	1621	2918	1791	6330
Япония	270	1062	1439	2771	26	637	1169	1832
Герм.	231	386	970	1587	91	638	756	1485
Франц.	445	252	623	1320	410	433	571	1414
Б.брит.	499	1210	1835	3544	327	1133	2219	3679
Италия	165	395	388	948	105	545	373	1023
Канада	136	78	153	367	131	327	164	622
Жами	3540	4829	7040	15409	2711	6631	7043	16385

⁴⁹⁰ Манба: World Bank (WDI2008), IFC; Global Stock Markets Factbook, S&P; Emerging Stock Markets Review, WFE database (www.worldexchanges.org); FEAS Yearbook (www.feas.org) маълумотлари асосида тузилган.

⁴⁹¹ Манба: International Financial Statistics Yearbook. Washington маълумотлари асосида тузилган. ТТН – тўғридан-тўғри инвестициялар.

П.2-жадвал

Халқаро инвестициялар оқими тузилмасининг ўзгариши
(ўрт. йиллик кўрсаткич), %⁴⁹²

Давлат- лар*	Инвестициялар кириши					Инвестициялар чиқиши				
	2005	2006	2007	2008	2009	2005	2006	2007	2008	2009
ИРД	63,0	66,6	68,7	56,7	55,5	84,4	82,9	84,3	81,1	83,0
РД	33,8	29,7	26,8	36,6	37,4	14,0	15,4	13,3	15,8	14,1
УИД	3,2	3,7	4,6	6,7	7,1	1,6	1,7	2,4	3,1	2,9
Жами:	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

П.3-жадвал

Халқаро инвестициялар оқими тузилмасининг ўзгариши
(ўртача йиллик кўрсаткич), млрд. АҚШ долл.⁴⁹³

Дав- лат	Инвестициялар кириши					Инвестициялар чиқиши				
	2005	2006	2007	2008	2009	2005	2006	2007	2008	2009
ИРД	613,1	972,8	1358,6	962,3	55,5	742,0	1157,9	1809,5	1506,5	83,0
РД	529,3	433,8	529,3	620,7	37,4	122,7	215,3	285,5	292,7	14,1
УИД	30,9	54,5	90,9	114,4	7,1	14,3	23,7	51,5	58,5	2,9
МДХ*	26,1	44,7	78,1	103,5	111,1	14,0	23,3	50,1	57,9	63,7
Жами:	973,3	1461,1	1978,8	1697,4	1851,3	879,0	139,0	2146,5	1857,7	2011,1

П.4-жадвал

РД ва УИД томонидан жалб қилинган ТТИ динамикаси,
1998-2009 йй., млрд.долл.⁴⁹⁴

	1998	2000	2001	2002	2003	2004	2006	2007	2008	2009
РД	210	275	235	174	201	310	380	280	295	327
УИД, %	10	6	8	10	15	16	17	15	13	15

П.5-жадвал

G7 мамлакатларидаги инвестициялар, млрд.долл.⁴⁹⁵

	1980	1990	1996	1998	2004	2006	2008	2009
Ялпи ТТИ	83	283	358	439	1200	5300	2800	3100
Портфел	61	330	1163	653	3500	8400	4700	3900

⁴⁹² Манба: UNCTAD, World Investment Report 2010 (2009 й бўйича тахминий); * - ИРД-индустриал ривожланган давлатлар, РД-ривожланаётган давлатлар, УИД-ўтиш иқтисодиётига мансуб давлатлар.

⁴⁹³ Манба: UNCTAD, World Investment Report 2009; * - МДХ мамлакатлари УИД ичиди.

⁴⁹⁴ Манба: FDI from Developing and Transition Economies: Implications for Development//World Investment Report/UNCTAD, 2009.

⁴⁹⁵ Манба: World Investment Report/UNCTAD, 2010; International Capital Markets: Developments, Prospects and Key Policy Issues. IMF, Washington D.S.; International Financial Statistics Yearbook.

Танлаб олинган кўрсаткичлар бўйича 2000-2009 йилларда энг юқори натижаларга эришган ривожланаётган давлатлар, %.⁴⁹⁶

ЯИМ ўсиши суръати (≥5%)			Инвестициялар ўсиши суръати (≥6%)		Фонд бозори ҳажмини ўсиш суръати (≥90%)	
№	Давлатлар	Микдор	Давлатлар	Микдор	Давлатлар	Микдор
1	Озорбайжон*	10,6	Озорбайжон*	33,1	Сингапур	180,1
2	Қозогистон**	10,4	Қозогистон**	14,4	БАА*	167
3	Арманистон*	9,9	Албания*	16,2	Ҳиндистон**	141
4	Тожикистон	9,7	Болгария*	14,6	Индонезия*	159
5	Хитой**	9,2	Камбоджа*	18,9	Хитой**	93
6	Украина**	8,4	Хитой**	13,5	Корея	127
7	Латвия**	7,4	Латвия**	12,6	Мексика	183
8	БАА*	7,4	Эстония**	11,8	Польша	112
9	Эстония**	7,2	Вьетнам*	11,2	Россия**	155
10	Вьетнам*	7,2	Грузия*	11,1	С.Арабистони	87
11	Россия**	6,9	Россия**	10,9	Тайвань	114
12	Камбоджа*	6,8	Арманистон*	10,8	Туркия	163
13	Беларус**	6,7	Литва**	10,1	Украина**	211
14	Литва**	6,7	Украина**	9,9	ЖАР*	182
15	Албания*	6	Беларус**	9,5	Беларус**	183
16	Молдова**	6	Молдова**	9	Молдова**	81
17	Грузия*	5,9	Эквадор	9	Чили	90
18	Лаос	5,9	Индонезия*	8,9	Венгрия*	84
19	Ҳиндистон**	5,7	Сурия	8,8	Чехия	83
20	Эрон*	5,6	Руминия**	8,4	Словакия	80
21	Бангладеш*	5,4	Эрон*	8,2	Словения	73
22	Иордания*	5,4	Таиланд*	7,8	Хорватия*	78
23	Руминия**	5,3	Ҳиндистон**	7,7	Қозогистон**	187
24	Малайзия	5,2	Бангладеш*	7,6	Руминия**	89
25	Босния и Герцог.	5,1	Хорватия*	7,3	Латвия**	73
26	Таиланд*	5,1	Иордания*	6,5	Литва**	82
27	Қирғизистон	5	Венгрия*	6,5	Эстония**	78
28	Болгария*	4,9	ЖАР*	6	Аргентина	74

⁴⁹⁶ Маълум: Жаҳон банки, МВФ маълумотлари асосида тузилган. Примечание: ** - ушбу индикатор бўйича; * - иккинчи индикатор бўйича; юлдузчасиз - фақат бир индикатор бўйича.

**Ўзбекистонда макроиқтисодий шароитлар ва инвестиция
муҳитининг ривожланиши динамикаси**

II.1-жадвал

**Иқтисодиёт ривожининг асосий макроиқтисодий
курсаткичлари, %⁴⁹⁷**

Курсаткичлар	2000	2001	2002	2003	2004	2005
ЯИМ, %	103,8	104,2	104,0	104,4	107,7	107,0
ЯИМ, млрд.сўм	3255,6	4925,3	7450,2	9837,8	12261	15210,4
Саноат	105,9	107,6	108,3	106,2	109,4	107,3
Қишлоқ хўжалиги	103,1	104,2	106,2	107,3	108,9	105,4
Қурилиш	106,0	105,8	104,9	104,5	104,8	104,9
Хизматлар соҳаси	137,2	138,2	137,9	137,4	137,2	138,4
Соф солиқлар, %	12,5	11,9	12,6	13,7	14,1	11,0
Давлат бюджети даромадлари, % ЯИМ	21,1	21,2	21,3	21,1	21,5	21,7
Давлат бюджетининг ижроси	-1,0	-1,0	-0,8	-0,4	-0,4	-0,3
Инфляция (ИПЦ)	28,2	26,6	21,6	26,7	22,1	7,8
Ишсизлик	0,4	0,4	0,4	0,3	0,4	0,3
Экспорт, млн.долл.	3264,7	3170,4	2988,4	3725,0	4853,0	5408,8
Импорт, млн.долл.	3247,3	3136,9	2356,2	2964,2	3816,0	4091,3
Ташқи қарз, % ЯИМ	м.й	56,2	44,1	43,7	37,3	31,3
Қайта молиялаштириш ставкаси, %	26,8	26,8	34,5	20,0	18,8	16,0
M2, %	37,1	54,3	29,7	27,1	47,8	54,3
Монетизация, % ЯИМ	м.й	10,2	9,4	9,2	12,5	13,1
Аҳоли, млн.киши	24,46	24,81	25,12	25,43	25,71	26,4
Аҳолининг реал даромадлари, %	112,5	112,8	113,1	113,2	114,7	118,6
Аҳоли даромадлари, млрд.сўм	2377,4	3605,6	5196,7	6490,4	7781,6	9989,8
ЯИМда кичик бизнес ва хусусий тадбиркорликнинг улуши, %	31,0	33,8	34,6	35,0	35,6	38,2

⁴⁹⁷ Манба: Давлат статистика қўмитаси ва Марказий банк маълумотлари асосида тузилган.

Курсаткичлар	2006	2007	2008	2009	2010
ЯИМ, %	107,3	109,5	109,0	108,1	108,5
ЯИМ, млрд.сўм	20759,3	28186,2	36839,4	48097	61831,2
Саноат	110,8	112,1	112,7	109,0	8,3
Қишлоқ хўжалиги	106,7	106,1	104,5	105,7	6,8
Қурилиш	105,1	105,5	105,6	105,0	8,1
Хизматлар соҳаси	135,9	142,7	145,3	147,2	149,0
Соф солиқлар, %	11,1	9,5	9,3	9,1	9,0
Асосий капиталга инвестициялар, %	109,3	122,9	128,3	124,8	124,3
Асосий капиталга инвестициялар, млрд.сўм	3883,3	5479,7	8483,7	12532	15409,1
Давлат бюджети даромадлари, % ЯИМ	21,6	21,8	23,8	22,5	23,6
Давлат бюджетининг ижроси	0,5	1,1	1,5	0,2	0,3
Инфляция (ИГПЦ)	6,8	6,8	7,8	7,4	7,3
Ишсизлик	0,2	0,2	0,2	0,2	5,4
Экспорт, млн.долл.	6389,8	8991,5	11492,9	11771	13044,5
Импорт, млн.долл.	4781,6	6728,1	9704,0	9438	8799,7
Ташқи қарз, % ЯИМ	23,1	17,0	14,8	9,5	м.й.
Қайта молиялаштириш ставкаси, %	14,0	14,0	14,0	14,0	12,0
М2, %	36,8	46,1	32,4	-	м.й.
Монетизация, % ЯИМ	14,0	16,4	18,4	20,0	22,0
Аҳоли, млн.киши	26,75	27,1	27,45	27,7	28,1
Аҳолининг реал даромадлари, %	122	127,3	123	126,6	129,8
Аҳоли даромадла-ри, млрд.сўм	12954,9	16872,7	22626,3	28644,8	36950,7
ЯИМда кичик бизнес ва хусусий тадбиркорликнинг улуши, %	42,1	45,5	48,2	48,6	52,5

П.2-жадвал

**Инвестициялар тузилмасининг ўзгариш динамикаси
(2005-2009 йй., %) ⁴⁹⁸**

Манбалар	2005	2006	2007	2008	2009
Давлат бюджети	12,2	10,4	9,0	6,2	8,1
Хусусий сектор	60,3	60,0	59,0	53,9	46,9
Хорижий инвестициялар	21,7	18,5	22,8	26,6	32,4
Бошқалар	7,8	10,3	9,2	11,3	12,6

П.3-жадвал

Худудлар бўйича ЯИМ тақсимоти (улуши %) ⁴⁹⁹

	2007	2008	2009
Ўзбекистон Республикаси	100,0	100,0	100,0
Қрақалпоғистон Республикаси	2,7	2,7	2,6
Андижон вил.	6,5	6,9	6,8
Бухоро вил.	5,6	5,6	5,6
Жиззах вил.	2,8	2,7	2,6
Қашқадарё вил.	7,6	7,7	7,8
Навоний вил.	6,0	5,8	5,9
Наманган вил.	3,7	3,9	4,0
Самарқанд вил.	6,3	6,5	6,5
Сурхондарё вил.	3,7	3,7	3,7
Сирдарё вил.	1,7	1,7	1,7
Тошкент вил.	10,4	9,4	9,5
Фарғона вил.	7,9	7,7	7,6
Хоразм вил.	3,6	3,4	3,3
Тошкент шаҳри	14,8	16,9	17,0

⁴⁹⁸ Манба: Давлат статистика қўмитаси маълумотлари. Изох: ТТИ ҳаёми 2009 йилда 8,2 млрд.долларга етди (2008 йилдагига нисбатан 1,8 баробар кўп).

⁴⁹⁹ Манба: Давлат статистика қўмитаси маълумотлари.

П.4-жадвал

Тижорат банкларининг кредитлари, депозитлари ва умумий капиталли, млрд.сўм⁵⁰⁰

Курсаткичлар	2005	2006	2007	2008	2009
Активлар	5630,6	7207,5	9276,1	12064,7	15703,1
Кредитлар	3876,0	4104,2	4777,6	6374,4	8558,2
Депозитлар, жумладан:	1688,7	2544,5	3829,2	5771,6	7943
- юридик шахсларга;	1239,2	1866,2	2834,6	4127,6	н.д.
- жисмоний шахсларга	449,5	678,3	994,6	1644,0	н.д.
Умумий капитал	930,9	1070,1	1502,6	2104,3	010,4
Инвестицион кредитлар	3178,3	3325,5	3715,5	4987,2	8477,3
Кредитларнинг активлардаги улуши	68,83	56,94	51,5	52,8	54,5
Активларнинг ЯИМга нисбати	35,4	34,1	32,9	32,8	32,7

П.5-жадвал

Ўзбекистон қимматли қўғозлар бозорининг ривожланиш динамикаси⁵⁰¹

Курсаткичлар	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Акциядорлик жамиятлари сони	4909	4757	4716	4305	2271	2114
АЖ устав фонди, млрд.сўм	4987,0	4854,0	1895,6	1993,6	2271,0	2787,3
Чикарилган акциялар, млн.дона	6597,8	6623,5	6822,7	7052,2	2506,8	4623,0
Эмиссиялар сони	630	650	625	514	310	214
АЖ соф фойдаси, млрд.сўм			215,9	255,8	420,6	487,4
Акциялар бозоридаги савдо ҳажми, млрд.сўм, жумладан:	17,1	26,1	41,7	74,7	115,1	142,5
Бирламчи бозорда	0,62	1,22	2,025	6,416	27,55	61,578
-ташкиллашган бозорда	0,46	0,68	1,645	6,31	5,45	1,72
-ташкилланмаган бозорда	0,16	0,54	0,38	0,107	22,1	59,85

⁵⁰⁰ Манба: Ўзбекистон иқтисодиёти, 2009 й.

⁵⁰¹ Манба: Давлат мулк қўмитаси, Қимматли қўғозлар бозори фааллигини мувофиқлаштириш ва шартлар юзидан Маркази, Марказий банк, РҚБ «Тошкент» ва Ўзбекистон иқтисодиёти (2000-2009 йй.).

Иккиламчи бозорда, млрд.сўм	16,48	24,88	39,67	68,28	87,55	53,8
-ташқиллашган бозорда	0,68	1,13	5,54	12,45	22,76	26,3
-ташқиллашмаган бозорда	15,8	23,75	34,13	55,83	64,79	27,5
Корпоратив облигациялар (КО) бозори ҳажми, млрд.сўм, жумл.:	0,484	0,590	5,818	16,147	28,772	11,106
-бирламчи бозорда	0,4	0,5	1,2	3,63	22,0	11,7
-иккиламчи бозорда	0,1	0,3	0,6	3,3	9,2	12,1
ДҚМО, млрд.сўм, жумл.:	112,8	67,7	68,4	45,5	41,1	18,2
-бирламчи бозорда	47,3	29,3	21,7	30,1	28,5	11,2
-иккиламчи бозорда	65,5	38,4	46,7	15,4	12,6	7,0
ҒУММ, млрд.сўм, жумл.:	-	-	-	-	30,0	36,1
-бирламчи бозорда	-	-	-	-	20,7	18,7
-иккиламчи бозорда	-	-	-	-	9,3	17,4
Марказий банк облигациялари (МБО), млрд.сўм, шу жумл.:	-	-	1,0	1,5	2,3	2,9
-бирламчи бозорда	-	-	0,8	1,2	1,9	2,4
-иккиламчи бозорда	-	-	0,2	0,3	0,4	0,5
Депозит сертификатлар**	2,341	3,584	9,081	24,283	25,6	34,7
Жамғарма сертификатлари**	100,0	382,045	96,0	390,7	322,6	440,3
АБСХ/АЖ устав фойди (%)	0,85	1,4	2,2	3,7	5,06	5,1
АБСХ/ЯИМ (%)	0,52	0,53	0,56	0,76	0,93	0,93
Ҳисобланган дивидендлар, млрд.сўм	136	124	85,1	34,7	99,3	56,8
Инвесторлар сони, шу жумл.:	1199459	1144221	979497	945370	976604	1029372
жисмоний шахслар	1192325	1134098	965345	927243	954002	1001761
юримдик шахслар	7134	10123	14152	18127	22602	27611

Курсаткичлар	2006	2007	2008	2009	давоми 2010
Акциядорлик жамиятлари (АЖ) сони	2017	1925	1822	1619	1402
АЖ устав фонди, млрд.сўм	2996,4	3255,5	4545,6	5805,1	8108,5
Чиқарилган акциялар, млн.дона	2093,7	2928,0	3761,5	2145,2	1774,1
Эмиссиялар сони	113	118	128	245	335
АЖ соф фойдаси, млрд.сўм	1278,6	1323,2	1352,1	1371,4	2415,1
Акциялар бозоридаги савдо ҳажми, млрд.сўм, шу жумладан:	330,79	389,72	705,7	748,1	1477,3
Бирламчи бозорда:	53,33	268,77	483,4	560,4	930,0
-ташкиллашган бозорда	2,77	135,11	31,0	18,5	20,4
-ташкиллашмаган бозорда	50,56	133,66	452,4	541,9	909,6
Иккиламчи бозорда:	218,2	120,95	222,3	187,7	547,3
-ташкиллашган бозорда	115,3	77,45	87,9	73,4	44,8
-ташкиллашмаган бозорда	102,9	43,5	134,4	114,3	502,5
КО бозори ҳажми, млрд.сўм, шу жумл.:	0,012	4,5	5,0	1,5	
-бирламчи бозорда	2,3	4,5	2,2	0,9	
-иккиламчи бозорда	9,0	2,7	0,4	0,6	
ДҚМО, млрд.сўм, жумл.:	1,5	68,4	45,5	н.т.	н.т.
-бирламчи бозорда	1,4	56,1	41,2	н.т.	н.т.
-иккиламчи бозорда	0,1	12,3	4,3	н.т.	н.т.
ГУММ, млрд.сўм, жумл.:	57,6	н.д.	н.д.	29,4	н.д.
-бирламчи бозорда	38,5	н.д.	н.д.	19,3	н.д.
-иккиламчи бозорда	19,1	н.д.	н.д.	10,1	н.д.
МБО, млрд.сўм, шу жумл.:	206,0	н.д.	н.д.	н.т.	н.д.
-бирламчи бозорда	206,0			н.т.	н.д.
-иккиламчи бозорда	-			н.т.	н.д.
Депозит сертификатлар**	50,3	68,1	н.д.	5,5	н.д.
Жамғарма сертификат.**	670,4	990,1	1500,0	202,0	н.д.
АБСХ/АЖ устав фонди (%)	11,4	12,2	15,5	12,9	18,5
АБСХ/ЯИМ (%)	1,59	1,38	1,93	1,56	2,39
Дивидендлар, млрд.сўм	191,7	198,6	199,5	204,0	246,3
Инвесторлар сони, жумл.:	1106960	1193712	1203230	1345121	1359047
жисмоний шахслар	1068106	1113750	1121720	1221342	1234364
юридик шахслар	38854	79962	81510	123779	124683

Молия инструментларининг даромадлилиги

Кўрсаткичлар	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Дивидендлар, млрд.сўм	136	124	85,1	34,7	99,3	56,8
КО бўйича ўртача купон ставкаси	24,3	25,0	28,0	29,3	27,0	24
ДҚМО бўйича ўртача вазнлашт. даромад	19	18	14	11	11,6	12,4
ҒУММ бўйича ўртача вазнлашт. даромад	-	-	-	-	15	13
МБО бўйича йиллик ставка*	-	20	22	20	18	18
Аҳолининг ўрта муддатли депозитлари бўйича ўртача вазнлаштирилган ставка (сўмда)	32,2	38,1	40,2	36,2	34,5	27,1
Банклараро бозор: А) 6m UZIBOR (йил охирига)	-	-	-	-	-	16,38
Б) 12m UZIBOR (йил охирига)	-	-	-	-	-	17,19
Сўмнинг АҚШ долларига нисбатан ўртача вазнлашт. ставкаси	360,7	646,3	885	995,5	991,8	1119
Қисқа муддатли кредитлар бўйича ўртача вазнлашт. ставка, %	25,7	28	32,2	28,1	21,2	18,8
Ўрта муддатли кредитлар бўйича ўртача вазнлашт. ставка, %	-	20,3	16,3	24,5	17,5	14,9

давоми

Кўрсаткичлар	2006	2007	2008	2009	2010
Дивидендлар, млрд.сўм	191,7	198,6	199,5	204,0	246,3
КО бўйича ўртача купон ставкаси	20	15	15	15	15
ДҚМО бўйича ўртача вазнлаштирилган даромад	11,8	11,2	10,7	н.т.	н.т.
ҒУММ бўйича ўртача вазнлаштирилган даромад	7	7	6	5,5	5,5
МБО бўйича йиллик ставка*	18	18	18	н.т.	н.т.

⁵⁰² Маълум: EBRD, Strategy for Uzbekistan, July 2005; Ўзбекистон иқтисодиёти (2000-2009 йй); Марказий банк. Изох: * - таъмининг максимал миқдори; ** - прогноз маълумоти; н.т. - санди бўлмаган.

Аҳолининг ўрта муддатли депозитлари бўйича ўртача вазнлаштирилган ставка (сўмда)	26,4	24,2	22,3	22,1	22,0
Банклараро бозор:					
А) 6m UZIBOR (йил охирига)	12	12	11	10	10
Б) 12m UZIBOR (йил охирига)	14	14	13	12	12
Сўмнинг АҚШ доллариға нисбатан ўртача вазнлаштирилган ставкаси	1219	1263,6	1319	1466	1540
Қисқа муддатли кредитлар бўйича ўртача вазнлаштирилган ставка, %	16,6	16,1	15,7	15,2	15,1
Ўрта муддатли кредитлар бўйича ўртача вазнлаштирилган ставка, %	16,4	15,5	16,8	15,9	15,5

II.7-жадвал

Фонд бозорининг институционал тузилмаси⁵⁰³

Институтлар, донa	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Акция эмитентлари	4909	4757	4716	4305	2271	2114
Корпоратив облигация эмитентлари	2	3	7	8	10	9
Банклар	28	29	30	30	29	29
Инвесторлар, шу ж.:	1199459	1144221	979497	945370	976604	1029372
Жисмоний шахслар	1192325	1134098	965345	927243	954002	1001761
Юридик шахслар	7134	10123	14152	18127	22602	27611
Сугурта компаниялари	27	28	28	21	22	25
Фонд биржаси	2	2	2	2	2	2
Профессионал иштирокчи	323	317	277	302	244	318
Инвестицион воситачи	110	105	103	103	74	91
Инвестицион компания**	7	9	10	11	10	12
Инвестицион маслахатчи	29	27	26	23	18	25

⁵⁰³ Маълум: Давлат мулк қўмитаси, Қimmatли қoғoзлар бoзoри фaолиятиги мувофиқлаштириш ва назорат қилиш Мaркaзи, Мaркaзий бaнк, Мoлжa вазирлиги.

Депозитарий	32	32	30	33	20	36
Реестр юритувчи**	57	59	58	52	33	46
Бошқарувчи компания	33	32	31	38	51	65
Инвестиция фонди (ИФ)	14	15	16	17	18	17
Хусусийлашт. ИФ	24	23	22	14	8	8
Хисоб-клиринг палата	2	1	1	1	1	2
Номинал сақловчи**	14	13	10	10	12	16
Биржадан ташқари савдо ташкилотчиси	1	1	-	-	-	1
Трансфер-агент***	-	-	-	-	-	-

давоми

Институтлар, донор	2006	2007	2008	2009	2010
Акция эмитентлари	2017	1925	1822	1619	1402
Корпоратив облигация эмитентлари	1	-	46	23	2
Банклар	28	29	30	30	31
Инвесторлар, шу ж.:	1106960	1193712	1203230	1345121	1359047
Жисмоний шахслар	1068106	1113750	1121720	1221342	1234364
Юридик шахслар	38854	79962	81510	123779	124683
Сугурта компаниялари	26	27	30	31	31
Фонд биржаси	2	2	2	2	2
Профессионал иштирокчи	312	300	221	153	118
Инвестицион воситачи	89	92	99	61	34
Инвестицион компания**	12	12	йўқ	йўқ	йўқ
Инвестицион маслаҳатчи	24	22	21	17	15
Депозитарий	38	38	37	34	30
Реестр юритувчи**	47	47	йўқ	йўқ	йўқ
Бошқарувчи компания	65	58	51	26	23
Инвестиция фонди (ИФ)	13	11	10	7	7
Хусусийлаштирилш ИФ	5	2	2	2	2
Хисоб-клиринг палата	2	2	2	2	2
Номинал сақловчи**	15	15	йўқ	йўқ	йўқ
Биржадан ташқари савдо ташкилотчиси	2	2	2	2	2
Трансфер-агент***	-	-	-	2	3

П.8-жадвал

**Алоҳида тармоқлар бўйича солиққа тортилувчи фойдани ўсиш
коэффициенти⁵⁰⁴**

Тармоқ	Ўсиш коэффициенти. %		Реал ставка, %	
	2009	2010	2009	2010
Ўзбекнефтегаз	1,2	1,2	21,6	21,6
Ўзбекэнерго	1,7	1,7	30,6	30,6
Ўзхлопкопром	1,9	2,0	34,2	34,4
Ўздонмахсулот	1,8	1,8	32,4	32,4
Ўзплодоовощвинпром	2,0	2,0	36,0	36,0
Ўзмасложиртабакпром	2,8	2,8	50,4	50,4
Ўзсельхозмаш	2,9	2,9	52,2	52,2
Ўзэлтехсаноат	2,1	2,1	37,8	37,8
Ўзавтойул	2,0	2,0	36,0	36,0
Ўзкоммуналхизмат	1,6	1,6	28,8	28,8
Ўзпищепром	1,3	1,3	23,4	23,4
Ўзқурилматериаллари	1,5	1,5	27,0	27,0
Республика бўйича	1,5	1,6	27,0	27,2

П.9-жадвал

**Фонд бозори профессионал инштирокчиларига қўйилган
иқтисодий меъёрлар⁵⁰⁵**

№	Фаолият тури	Миқдори, валютада
1	Инвестицион фонд	400,0 тыс. АҚШ долл.
2	Инвестиция воситачи	50,0 минг евро
3	Депозитарий	100,0 минг евро
4	Бошқарувчи компания	50,0 минг евро
5	Инвестиция маслаҳатчиси	10,0 минг евро
6	Хисоб-клиринг палата	100,0 минг евро
7	Трансфер-агент	20,0 минг евро
8	Биржадан ташқари савдо ташкилотчиси	200,0 минг евро

⁵⁰⁴ Манба: муаллиф ҳисоб-хисоблари.

⁵⁰⁵ Манба: Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг "Қишлоқли қончалар бозори тўғрисидаги қонуний амалга ошириш бўйича чоралар тўғрисида"ги қарори, №284, 29.12.2008 й. (1-чилов).

П.10-жадвал

**Фонд бозорида юридик ва жисмоний шахсларнинг инвестицион
фаоллиги, млрд.сўм⁵⁰⁶**

	2006	2007	2008	2009
Тижорат банклари	3,7	6,0	8,4	9,2
Суғурта компаниялари	4,9	6,1	5,9	14,5
Қўшма корхоналар	2,8	7,3	2,7	5,1
Жисмоний шахслар	0,1	0,8	0,9	2,8

П.11-жадвал

Суғурта компаниялари ривожланиши динамикаси (СК)⁵⁰⁷

	2004	2005	2006	2007	2008	2009
СК сони	22	25	26	27	30	31
Суғурта тўловлари ҳажми, млрд.сўм	4,1	4,7	6,9	7,9	14,2	19,9
Суғурта премиялари ҳажми, млрд.сўм	30	32	44,6	72,3	87,1	142,7
Суғурта премиялари, %	22	30	16	45,5	18	62,2
Суғурта тўловлари, %	1	5	7	4,5	3	8,3
Тўловларнинг премияларга нисбати	13,7	14,7	15,5	10,9	16,3	13,9
Премияларнинг ЯИМдаги улуши, %	0,3	0,25	0,23	0,28	0,18	0,17

П.12-жадвал

**Инвестиция фондларининг ривожланиш динамикаси ва соф
активлари, 2001 - 2008 йй.⁵⁰⁸**

Кўрсаткич	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
ХИФ	23	22	14	8	8	5	2	2
ИФ	15	16	17	18	17	13	11	10
Соф активлар, млн.сўм	2664,4	1378,6	1334,2	5418,6	3880,8	3501,5	3029,4	2807,6

⁵⁰⁶ Манба: Давлат статистика қўмитаси маълумотлари.

⁵⁰⁷ Манба: Молия вазирлиги.

⁵⁰⁸ Манба: Марказий депозитарий.

П.13-жадвал **Ўзбекистон иқтисодиётига жалб этилган**

инвестицияларнинг асосий кўрсаткичлари динамикаси ⁵⁰⁹

Кўрсаткич	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Амалдаги баҳола, жами, млрд. сўм	744,5	1194,2	1442,4	1867,4	2473,2	3165,2	4041,0	5479,7	8587,1	12531,9	15409,1
Жорий йилга нисбатан, %	101,0	103,7	103,8	104,5	105,2	107,0	109,1	122,9	128,3	147,7	122,8
ЯИМда инвестиция миқдори, %	22,9	24,2	19,3	19,3	20,3	20,8	19,5	19,4	22,7	26,1	26,3
Марказлашган инвестициялар, млрд. сўм	421,7	605,5	561,1	638,6	786,1	755,8	915,8	1099,7	1717,0	2517,9	3623,2
Капитал қўйилмаларда марказлашган инвестициялар, %	55,4	50,7	38,9	35,0	31,8	23,9	23,1	20,1	20,2	21,0	20,6
Марказлашмаган инвестициялар, млрд. сўм	331,8	588,7	881,3	1213,8	1687,1	2409,4	3109,0	4380,0	6766,7	10014,1	14243,2
Капитал қўйилмаларда марказлашмаган инвестициялар, %	44,6	49,3	61,1	65,0	68,2	76,1	76,9	79,9	80,0	79,9	80,2

П.14-жадвал

Инвестициялар (молиялаштириш манбалари бўйича), % ⁵¹⁰

Йил	Молиялаштириш манбаи, %								
	млрд.сум	%	Дав-бюдж.	Корх.	Аҳоли	Хориж. инв.	Банк кредит.	Бошқ.	Бюдж. ташқил.
2000	744,5	1,0	29,2	27,1	12,0	23,2	6,9	0,4	1,2
2001	1320,9	3,7	21,5	31,0	10,3	28,0	8,1	0,6	0,5
2002	1526,6	3,8	25,0	40,0	12,0	20,4	1,6	0,7	0,3
2003	1978,1	4,5	17,7	41,8	11,1	26,3	1,9	0,8	0,4
2004	2629,0	7,3	14,9	43,2	12,4	24,5	2,3	0,3	2,4
2005	3012,9	5,7	12,2	46,0	11,4	21,7	3,5	0,3	4,8
2006	3838,3	9,3	10,4	48,4	11,8	18,5	3,7	0,3	6,8
2007	5903,5	25,8	9,0	47,6	11,4	22,8	5,0	0,3	6,1
2008	7575,0	28,3	6,2	42,4	9,0	26,6	7,9	0,4	7,9
2009	12531,9	47,7	8,1	46,9	8,2	32,4	8,7	0,4	4,1
2010	15409,1	22,8	7,8	47,3	8,8	28,8	9,1	0,3	3,9

⁵⁰⁹ Ўзбекистон иқтисодиёти. Ахборот ва таҳлилий ширк. Йиллик натижалари ва Ўзбекистон Республикаси давлат статистика қўмитаси маълумотлари асосида муаллиф томонидан тузилган.

⁵¹⁰ Источник: составлено по данным Госкомстата РУз.

П.15-жадвал

Барча молиялаштириш манбалари бўйича капитал
қўйилмаларнинг ҳажми (млрд. сум)

№	Худудлар	Йиллар					
		2004	2005	2006	2007	2008	2009
Республика бўйича		2 629,0	3 165,2	4 041,0	5 903,5	7 575,0	10 458,1
шу жумладан:							
1.	Қорақалпоғистон Республикаси	174,3	149,3	211,7	600,2	739,1	872,0
2.	Андижон вилояти	87,0	130,4	140,9	198,3	262,9	344,5
3.	Бухоро вилояти	174,7	260,7	337,8	727,1	762,0	1 014,7
4.	Жиззах вилояти	62,6	77,2	96,2	107,0	158,3	228,9
5.	Қашқадарё вилояти	339,4	456,5	756,8	873,7	1 360,7	2 217,6
6.	Навоний вилояти	144,1	229,1	354,3	434,3	420,4	641,8
7.	Наманган вилояти	96,4	107,9	141,3	226,4	299,5	423,3
8.	Самарканд вилояти	157,1	203,5	233,4	305,5	407,6	548,3
9.	Сурхондарё вилояти	109,7	170,8	211,5	288,2	452,2	595,5
10.	Сирдарё вилояти	54,1	54,5	82,3	89,1	127,5	175,7
11.	Тошкент вилояти	256,3	337,4	340,6	515,7	659,5	921,3
12.	Фарғона вилояти	120,1	162,3	178,2	272,9	384,6	538,5
13.	Хоразм вилояти	123,8	63,3	113,4	164,7	187,6	259,8
14.	Тошкент шаҳри	729,4	741,8	840,3	1 100,4	1 353,1	1 676,2

П.16-жадвал

Инвестициялар ҳудудий тузилмасидаги ўзгаришлар (%)⁵¹¹

№	Худудлар	Йиллар			
		2005	2006	2007	2008
Республика бўйича		100	100	100	100
1.	Қорақалпоғистон Республикаси	4,7	5,5	12,8	9,8
2.	Андижон вилояти	4,1	3,3	3,2	3,5
3.	Бухоро вилояти	8,2	8,4	7,6	10,1
4.	Жиззах вилояти	2,4	2,2	2,1	2,1
5.	Қашқадарё вилояти	14,4	18,2	18,7	18,0
6.	Навоний вилояти	7,2	7,8	7,6	5,5
7.	Наманган вилояти	3,4	3,3	3,0	4,0
8.	Самарканд вилояти	6,4	6,1	5,5	5,4
9.	Сурхондарё вилояти	5,4	5,0	6,6	6,0
10.	Сирдарё вилояти	1,7	2,0	2,0	1,7
11.	Тошкент вилояти	2,6	3,0	7,7	8,7
12.	Фарғона вилояти	5,1	4,4	4,2	5,1
13.	Хоразм вилояти	2,7	2,0	2,4	2,5
14.	Тошкент шаҳри	23,4	19,3	16,6	17,9
Тақсимланмаган маблағлар		8,3	9,5	1,3	-0,3

⁵¹¹ Манба: Давлат статистика қўмитаси, Ўзбекистон иқтисодиёти (2000-2009 йй.).

П.17-жадвал

**Давлат инвестиция дастурлари доирасида жалб қилинган
хорижий инвестициялар динамикаси, млн. АҚШ долл.⁵¹²**

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011*
Хорижий инвестициялар	748,0	895,8	1285,9	1882,0	2941,7	3015,2	3612,0
Ҳукумат кафолатидаги кредитлар, %	28,9	25,7	21,2	24,4	16,2	18,4	27,4
ТТХИ	545,5	683,8	1013,6	1378,2	2495,8	2757,4	2244,9
ТТХИ, %	75,1	78,3	78,8	76,8	84,8	81,8	63,6

П.18-жадвал

Хорижий инвестиция ва кредитларнинг минтақавий таркибининг ўзгариши, (%)⁵¹³

	2001 й	2002 й	2003 й	2004 й	2005 й	2006 й	2007 й	2008 й	2009 й
Ўзбекистон Республикаси	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Қорақалпоғистон Республикаси	1,7	1,6	2,8	8,4	5,1	6,1	0,5	1,6	0,3
Андижон вилояти	1,1	4,6	4,9	1,8	3,7	2,5	1,1	3,4	5,4
Бухоро вилояти	2,1	1,0	2,9	4,8	4,1	3,8	36,0	11,7	1,4
Жиззах вилояти	3,4	4,4	0,1	1,2	0,7	1,9	0,4	1,1	1,3
Қашқадарё вилояти	25	24,4	16,9	9,5	7,9	17,7	16,7	31,7	35,0
Навоний вилояти	5,8	11,8	3,5	1,4	7,8	0,8	0,5	2,9	0,2
Наманган вилояти	0,9	2,7	3,7	1,6	1,9	1,7	1,1	2,6	1,9
Самарқанд вилояти	3,4	2,4	1,9	3,5	5,2	4,0	1,1	2,2	2,4
Сурхондарё вилояти	1,0	0,3	0,2	2,4	1,6	1,7	0,9	5,0	0,9
Сирдарё вилояти	0,9	1,5	0,4	2,1	1,4	2,3	0,2	0,6	2,9
Тошкент вилояти	8,7	7,4	8,9	10,6	8,1	6,3	3,6	3,4	9,6
Фарғона вилояти	4,5	14	22,8	2,3	2,4	3,1	1,4	4,9	4,1
Хоразм вилояти	1,5	2,7	10,2	3,7	1,4	4,6	1,9	0,8	0,5
Тошкент шаҳри	39,8	21,1	20,8	46,7	45,7	43,7	34,9	28,1	34,1
Тақсимланмаган маблағлар	-	0,1	-	-	3,0	-	-	-	-

⁵¹² Маnbа: Давлат статистика қўмитаси, Ўзбекистон иқтисодиёти (2000-2011 йй.); изох: * - режавий миълумот.

⁵¹³ Маnbа: Давлат статистика қўмитаси, Ўзбекистон иқтисодиёти (2000-2010 йй.).

П.19-жадвал

Акция бозори орқали жалб қилинган хорижий инвестициялар⁵¹⁴

Курсаткич	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2010
ХПНХ, млрд.сум	1,6	3,7	3,8	5,1	16,4	13,2	26,6	9,08	20,1
ХПНХ/АБХ, %	6,1	8,8	5,1	4,4	11,5	4,0	6,8	1,3	2,9
ХПНХ/АББХ, %	131,1	185,0	59,4	18,5	26,7	24,7	9,9	1,9	4,1
ХПНХ/АИБХ, %	6,4	9,3	5,5	5,8	30,4	6,1	22,0	4,1	10,2

П.20-жадвал

Худудий инвестиция дастурлари доирасида жалб қилинган хорижий инвестициялар динамикаси, млн. АҚШ долл.⁵¹⁵

№	Худудлар	Йиллар			
		2008	2009	2010	2011*
1.	Қорақалпоғистон Республикаси	0,8	1,4	4,8	10,0
2.	Андижон вилояти	10,7	20,2	24,0	22,1
3.	Бухоро вилояти	9,1	9,2	16,3	3,4
4.	Жиззах вилояти	2,0	7,6	10,4	7,6
5.	Қашқадарё вилояти	173,1	137,7	90,8	18,0
6.	Навоий вилояти	14,2	7,2	11,7	7,3
7.	Наманган вилояти	1,0	7,3	10,5	9,0
8.	Самарқанд вилояти	17,3	13,6	22,5	15,8
9.	Сурхондарё вилояти	11,2	3,8	11,8	11,9
10.	Сирдарё вилояти	10,9	11,4	15,1	18,4
11.	Тошкент вилояти	85,7	41,8	64,5	62,7
12.	Фарғона вилояти	21,0	20,9	32,0	31,8
13.	Хоразм вилояти	6,9	3,7	4,7	8,0
14.	Тошкент шаҳри	181,2	144,0	171,1	152,0
Жами:		546,6	429,8	402,0	378,0

⁵¹⁴ Манба: муаллифнинг ТИФ вазирлиги, ҚҚБФМНҚ маркази маълумотларига асосан ҳисоблари. Изох: ХПНХ – хорижий портфел инвестициялар ҳақми, АБХ – акциялар бозори ҳақми, АББХ – акцияларнинг бйраамчи бозори ҳақми, АИБХ – акцияларнинг иккитамчи бозори ҳақми.

⁵¹⁵ Манба: Давлат статистика қўмитаси, Ўзбекистон иқтисодиёти (2000-2011 йй.); изох: * -режалый маълумот.

П.21-жадвал
Тармоқлар кесимида молиявий натижалар⁵¹⁶

№	Тармоқ	Фойда, зарар (-), млрд. сўм			
		2007	2008	2009	2010
	Ўзбекистон	2968,7	3885,7	5320,4	5468,3
1	Саноат	1816,4	2279,3	2733,6	2778,5
2	Транспорт	724,8	954,9	1803,5	1846,2
3	Алоқа	71,8	172,4	152,1	101,4
4	Курилиш	5,6	51,0	59,1	61,8
5	Савдо ва овқатланиш	94,1	181,1	226,3	324,2
6	Геология, геодезия ва гидромет хизм.	1,6	17,9	13,7	11,5
7	Коммунал хўжалик	-61,2	-58,3	-62,1	-61,4
8	Фан	2,7	3,0	6,3	7,5
9	Молия-кредит соҳаси	164,8	240,9	277,2	308,7
10	Бошқа тармоқлар	32,6	40,5	64,2	72,3

П.22-жадвал
Худудлар кесимида корхоналар молиявий натижалари⁵¹⁷

№	Худуд	Фойда, зарар (-), млрд. сўм			
		2007	2008	2009	2010
	Ўзбекистон	2968,7	3885,7	5246,7	5468,3
1	Қорақалпоғистон	28,98	63,2	57,2	44,7
2	Андижон вилояти	117,1	150,2	196,3	263,8
3	Бухоро вилояти	266,4	321,2	237,9	104,7
4	Жиззах вилояти	8,7	10,5	13,4	16,1
5	Қашқадарё вилояти	344,8	507,4	556,9	620,7
6	Навоий вилояти	16,8	185,8	283,1	312,5
7	Наманган вилояти	18,4	19,9	26,5	39,0
8	Самарқанд вилояти	36,3	73,9	73,2	72,3
9	Сурхондарё вилояти	24,3	53,7	51,7	49,7
10	Сирдарё вилояти	12,5	21,7	19,2	16,8
11	Тошкент вилояти	456,8	570,9	699,4	645,8
12	Фарғона вилояти	70,7	208,2	201,5	197,8
13	Хоразм вилояти	16,3	23,9	19,9	15,3
14	Тошкент шаҳри	1131,6	1689,0	1978,7	2846,1

⁵¹⁶ Источник: по расчетам автора

⁵¹⁷ Источник: по расчетам автора

**Акциядорлик жамиятларида турли бошқарувга бириктирилган
давлат акциялари пакетининг гуруҳланиши⁵¹⁸**

Йиллар	Устав фондида давлат улуши бўлган АЖлар сони	Шу жумладан, ишончли бошқарувга берилган		
		Давлат ишончли вакиллари	Ишончли бошқарувчи- ларга	Компаниялар бошқарувчи- ларига
2001	2948	426	2522	-
2002	2857	162	2695	-
2003	2742	172	2570	-
2004	2190	132	2045	13
2005	1536	189	1234	113
2006	958	60	827	71
2007	697	57	584	56
2008	389	54	283	52
2009	323	51	235	47
2010	284	94	33	18

8-илова.

**“Давлатнинг замонавий макроиктисодий ва фаол инвестицион
сиёсати туфайли миллий МКТ ривожланишида эришилган
ютуқлар – моллия инжинирингининг инновацион маҳсулотлари
сифатида – қандай натижалар берган?”⁵¹⁹**

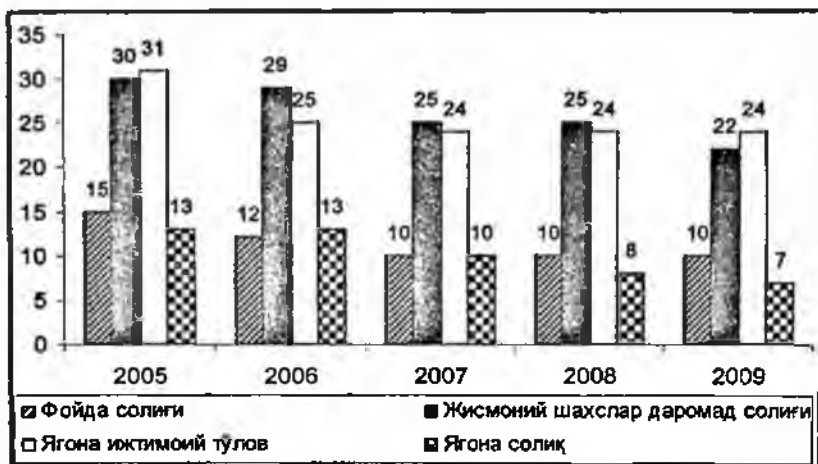
Инновацион фискал сиёсат.

Ўзбекистонда амалга оширилаётган фискал сиёсат солиқ ставкаларини ўзгартириш кўринишида амалга оширилмоқда. “Хужалик юритувчи субъектларнинг солиқ юкани янада камайтириш, микрофирма ва кичик корхоналар учун ягона солиқ туловининг 10 фоиздан 8 фоизга, 2009 йилдан бошлаб эса 7 фоизга туширилиши, жисмоний шахслардан олинадиган даромад солиғи ставкаларининг камайтирилиши ва аynи пайтда уни ҳисоблаш тартибларининг такомиллаштирилиши тадбиркорлик, кичик ва хусусий бизнесни изчил ривожлантириш учун кучли рағбатлантирувчи омиллар яратди”⁵²⁰. Алоҳида солиқ турлари бўйича солиқ ставкаларини олиб қарайдиган бўлсак 2005 йилда 13 фоизни ташкил этган ягона солиқ ставкаси 2009 йилда 8 фоизга туширилди. Ягона ижтимоий тулов эса 31 фоиздан 24 фоизга туширилди, (П.1-расм).

⁵¹⁸ ЎЗР Давлат мулк қўмитаси маълумотлари асосида муаллиф томонидан тузилган.

⁵¹⁹ Бунда Х.М. Акромовнинг диссертацияси маълумотларидан фойдаланилган (Ўзбекистон Республикаси ҳисматли қозғалар бозорининг ривожланишига макроиктисодий сиёсатнинг таъсири. Канд. дисс. автореферати.-Тошкент, 2010.-22 б.).

⁵²⁰ Қаримов И.А. Жаҳон моллиён-иктисодий киндроз, Ўзбекистон шаронтида уни бартараф этишининг йўллари ва чоралари. - Т.: “Ўзбекистон”, 2009. Б. 24.



П.1-расм. Ўзбекистондаги айрим солиқ турларининг фойз ставкалари динамикаси, %.⁵²¹

Ўтиш иқтисодийёти мамлакатларида бозор муносабатлари ривожлана боргани сари марказлашган инвестицияларни молиялаштириш камаяди ва марказлашмаган инвестициялар улуши кескин ортади. Ўзбекистонда ўзлаштирилган барча инвестицияларнинг қарийб 54 фойзини корхоналар ва аҳоли маблағлари ташкил этади. Бу мамлакатимизда солиқ юкини камайтириш ва ҳужалик юритувчи субъектларнинг инвестицион фаоллигини рағбатлантириш бўйича олиб борилаётган солиқ сиёсати қанчалик тўғри эканлигини яна бир бор тасдиқлайди.⁵²²

Банк тизимини янада ривожлантириш мақсадида⁵²³ тижорат банклари акциядорлари-жисмоний шахсларнинг дивиденд тарзида олган даромадлари 2010 йилнинг 1 январига қадар солиққа тортишдан озод қилинди, шунингдек⁵²⁴, барча турдаги дивиденд солиғи 2010 йилнинг 1 январидан 2014 йилнинг 1 январига қадар озод этилди, тижорат банкларининг депозитларига ва қимматли қарз қўғозларига 1 йилдан ортиқ муддатга жойлаштиришдан олинadиган фойзли даромадлари бўйича юридик шахслар 2009 йилнинг 1 сентябрь ойидан бошлаб беш йил муддатга солиққа тортишдан озод этилди.⁵²⁵ Солиқ ставкаларининг пасайиши иқтисодийётга ижобий таъсир этгани ҳолда, солиқ солинадиган базанинг кенгайиши

⁵²¹ Ўзбекистон Республикаси солиқ қўмитаси маълумотлари асосида диссертант томонидан тайёрланди.

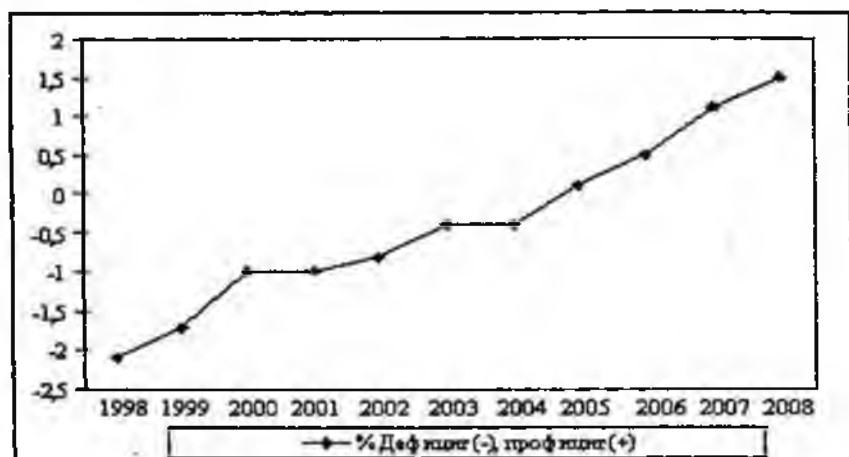
⁵²² Каримов И.А. Жаҳон молиявий-иқтисодий инқирози, Ўзбекистон шариғида унч бартараф этилишига йўللари ва чоралари. -Т.: Ўзбекистон, 2009. Б. 19.

⁵²³ Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2005 йилда қабул қилган "Банк тизимини янада зўрқонлаштириш ва ислоҳ қилиш тўғрисида"ги қарорига мувофиқ.

⁵²⁴ Президентининг 2008 йил 29 декабрдаги ПҚ №1024-сонли "Ўзбекистон Республикасининг 2009 йилги асосий макроеқтисодий кўрсаткичлари ва Давлат бюджети параметрлари тўғрисида"ги қарорига мувофиқ.

⁵²⁵ Президентининг 2009 йил 28 октябрдаги №1166-сонли "Тижорат банкларидан инвестиция лойиҳаларини молиялаштиришга йўналтирилмаган узок муддатли кредитлар улушини қўпайтиришга рағбатлантириш борасидаги қўшимча чора-тадбирлар тўғрисида"ги қарорига мувофиқ.

хисобига 2005 йилдан бошлаб давлат бюджети ижроси профицит билан якунланмоқда (П.2-расм).



П.2-расм. Ўзбекистон Республикаси давлат бюджети ижроси, фоизда⁵²⁶.

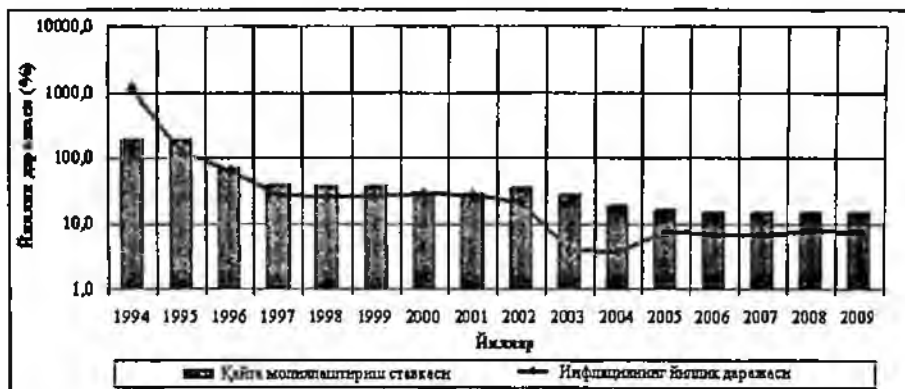
Давлат бюджети ижросининг профицит билан якунланиши одатда бюджет тақчиллигини қоплаш мақсадида муомалага чиқариладиган давлат қимматли қоғозларга эҳтиёжнинг йилдан йилга камайтириб юбормоқда.

Инновацион монетар сиёсат.

Мамлакатимизда олиб борилаётган монетар сиёсат жаҳон амалиётида қўлланилаётган монетар сиёсатнинг анъанавий дастакларига асослангани билан Ўзбекистон шароитида инновационлилик хусусиятига эга. Улар қуйидагилардан иборат: қайта молиялаштириш ставкасини ўзгартириш; тижорат банклари мажбурий захира талаблари миқдорини белгилаш; газна мажбуриятлари билан боғлиқ очик бозордаги амалиётлар; марказий банк облигациялари савдоси; сўмни хорижий валюталарга нисбатан баҳосини ўзгартириб бориш.

Қайта молиялаштириш ставкаси. Ўзбекистонда фаол қўлланилаётган пул-кредит сиёсати инструментларидан бири бу марказий банкнинг қайта молиялаштириш ставкаларини жорий этишдир. Қайта молиялаштириш ставкаси динамикасини таҳлил қиладиган бўлсак уни тушиш тенденциясига эга эканлигини кўришимиз мумкин (П.3-расм). Ушбу П.3-расм маълумотларидан Ўзбекистон Республикаси Марказий банкнинг қайта молиялаштириш ставкасини сўнгги 2006-2009 йиллар мобайнида ўзгармасдан қолганлигини кўришимиз мумкин.

⁵²⁶ Ўзбекистон иқтисодиёти. Ахборот ва таҳлилий шарҳ. Йиллик нашрлари ва Ўзбекистон Республикаси давлат статистика қўмитаси маълумотлари асосида тузилган.



11.3-расм. Ўзбекистон Марказий банки қайта молиялаштириш ставкаси ва йиллик инфляция даражаси, фоизда⁵²⁷.

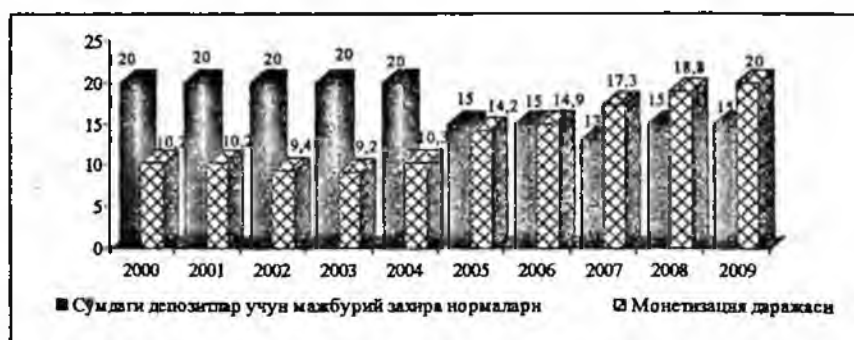
Бу эса тижорат банкларининг депозитлари ва кредитлари фойз ставкаларининг барқарорлигига ижобий таъсир курсатди. Ушбу таъсир ипотека бозори учун ҳам ижобий ҳолат ҳисобланади. Чунки тижорат банклари депозитларининг фойз ставкалари кутарилади. Тижорат банкларининг депозитлари ва кредитлари фойз ставкаларининг барқарорлашуви эса бўш маблағларни ипотека кредитлари томон йўналишига сабабчи бўлади.

Жаҳон тажрибаси шундан далолат берадики, марказий банклар дисконт ставкаси орқали тижорат банкларининг кредит сиёсатига таъсир этиш йўли билан муомаладаги пул массасини назорат қилиб боради. Мамлакатимизда марказлашган кредитларнинг республикамиз тижорат банклари кредит ресурслари умумий ҳажмидаги улушининг озлиги марказий банкнинг тижорат банклари кредит портфелига таъсири кучайтирилишини ва банкларнинг инвестицион фаоллиги оширилишини тақозо этади. Тижорат банклари инвестицион фаоллигини чекловчи ва кредит баҳоси юқори бўлишининг сабаби қайта молиялаштириш ставкаси юқорилигидадир.

Ҳозирги вақтда Японияда қайта молиялаштириш ставкаси 0-0,10%, АҚШда 0-0,25%, евроҳудудга кирувчи мамлакатларда 1,0% бўлиб, қатор ўтмиш иқтисодиёти ва ривожланаётган мамлакатларда эса 5-10% ни ташкил этмоқда. Ўзбекистонда инфляцияни 7-8% даражасида сақлаш мақсадида қайта молиялаштириш ставкаси 12% миқдорида ушлаб турилибди.

Қайта молиялаштириш ставкасининг пасайиш тенденциясини давом эттириш мақсадга мувофиқ бўлади. Чунки мамлакатимизда инфляция жиловланган бўлиб, дисконт ставкасини тушириш ҳам, муомалада пул массаси кўпайиши ҳам, инфляция муаммосини вужудга келтирмайди. Шунингдек, мамлакатимизда монетизация коэффициенти метёрий даражадан анча паст бўлиб, 2009 йилда 20,0 фойзга тенг бўлди, (11.4-расм).

⁵²⁷ Ўзбекистон иқтисодиёти. Ахборот ва таҳлилий ширк. Йиллик маълумотлари ва Ўзбекистон Республикаси Марказий банки маълумотлари асосида тузилган.



П.4-расм. Ўзбекистонда сўмдаги депозитлар учун мажбурий захира нормалари ва монетизация даражаси⁵²⁸.

Монетаризм асосчиларидан бири ҳисобланган М.Фридменнинг “пул” қондасига мувофиқ давлат ҳар доим муомаладаги пул массасини ўсишини қўллаб-қувватлаши керак. Унинг мазкур қондаси пул массасини қатъий назорат остида йилига 3-5 фоиз атрофида ўсишини назарда тутди ва у иқтисодиётда фаолликни кучайтиради. Унинг фикрича, пул таклифи йилига 3-5 фоиздан юқори бўлса, унда инфляция ўса бошлайди. Агар, иқтисодиётда пул таклифи ушбу миқдордан кам бўлса, ЯИМнинг ўсиш суръати пасая бошлайди.

Жаҳон иқтисодиётининг ҳозирги ҳолати ва ривожланиш тенденциялари таҳлили ушбу қонданинг аксарият ҳолларда тўғри эъмолигини кўрсатади (П.1-жадвал).

П.1-жадвал

Айрим давлатларнинг монетар кўрсаткичлари тенденцияси, (ўтган йилга нисбатан ўзгариши, фоизда)⁵²⁹

Давлатлар	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2001-2008 ўртача
АҚШ									
Пул массаси	6,4	9,6	6,2	4,5	5,7	4,6	5,2	6,0	5,4
ЯИМ	1,1	1,8	2,5	3,6	3,1	2,7	2,1	0,4	2,2
инфляция	2,8	1,6	2,3	2,7	3,4	3,2	2,9	3,8	2,8
Япония									
Пул массаси	3,3	1,8	1,8	0,8	0,4	-0,4	0,8	0,8	1,2
ЯИМ	0,2	0,3	1,4	2,7	1,9	2,0	2,4	-0,6	1,3
инфляция	-0,7	-0,9	-0,3	0,0	-0,3	0,3	0,0	1,4	-0,1

⁵²⁸ Ўзбекистон Республикаси Марказий банки маълумотлари асосида тузилган.

⁵²⁹ World Economic Outlook October 2009. Washington, DC.: International Monetary Fund, 2009. P. 171-181.

Корея Республикаси									
Пул массаси	8,1	14,0	3,0	6,3	7,0	12,5	10,8	12,0	8,8
ЯИМ	4,0	7,2	2,8	4,6	4,0	5,2	5,1	2,2	4,0
инфляция	6,2	0,9	5,2	8,3	12,8	4,8	9,6	28,0	8,8
Хитой									
Пул массаси	15,0	18,3	19,6	14,6	17,6	16,9	16,7	17,8	17,1
ЯИМ	8,3	9,1	10,0	10,1	10,4	11,1	13,0	9,0	10,1
инфляция	0,7	-0,8	1,2	3,9	1,8	1,5	4,8	5,9	2,4
Россия									
Пул массаси	36,3	33,8	38,5	33,7	36,3	48,8	47,5	1,7	34,6
ЯИМ	5,1	4,7	7,3	7,2	6,4	7,7	8,1	5,6	6,5
инфляция	21,5	15,8	13,7	10,9	12,7	9,7	9,0	14,1	13,4

Қайта молиялаштириш ставкаси ва тижорат банкларининг мажбурий захира нормалари микдорини пасайтириш ҳисобига пул массасини оширилиши ЯИМни жонланишига туртки бўлиши мумкин, бироқ М.Фридмен белгилаб берган йиллик 3-5 фоизлик ўсишдан кўра кўпроқ ўсиши инфляцияга жуда кучли таъсир этмайди. Масалан, АҚШда 2001-2008 йилларда пул массаси ўртача 5,4 фоизга ўсгани ҳолда, инфляция суръати 2,8 фоизда сакланиб қолган, Корея Республикасида эса пул массаси ўртача 8,8 фоизга ўсгани ҳолда, инфляция даражаси 4 фоиз микдорида сакланиб қолган. Пул массасини ортиши ЯИМнинг ўсишига кучли таъсири этгани ҳолда, инфляцияни бир маромда сакланиб қолганини Хитой мисолида кўришимиз мумкин. 2001-2008 йилларда ушбу мамлакатда пул массаси 17,1 фоизга ўсиб, ЯИМ ҳажмини ўртача 10,1 фоизга ўсишини таъминлади ва инфляция ўртача 2,4 фоиз микдорида сақлаб қолинди, (П.1-жадвал).

Тижорат банклари мажбурий захира нормалари. Марказий банк томонидан пул массасини назорат қилиш учун фойдаланиладиган иккинчи дастак тижорат банклари депозитлари учун мажбурий захиралар нормасини белгилаш ҳисобланади.

Ўзбекистонда тижорат банкларининг мажбурий захира нормалари динамикаси умуман пасайиш тенденциясига эга эканлигини кўришимиз мумкин. Лекин, 2008 йилда ушбу кўрсаткич 13 фоиздан 15 фоизга ўсди, (П.2-жадвал) ва 2009 йилда ҳам ушбу кўрсаткич сақлаб қолинди. Жаҳон банки амалиёти кўрсатишича, ривожланган ва ривожланаётган мамлакатларда мажбурий захира нормалари ставкаси 2-8 фоиз атрофида бўлиши, пул-кредит сиёсатининг пул массасига кескин ва самарали таъсир этиш дастаги ҳисобланади. Республикамизда мажбурий захира нормаларининг сезиларли даражада юқори эканлиги иктисодиётимиздаги пул массасида тижорат банклари кредитлари улуши паст бўлишига олиб келмоқда. АҚШ, Япония, Германияда пул массасининг 90 фоиздан кўпрогини тижорат банклари кредитлари ташкил этади. Умуман, мамлакатимиз тижорат банклари

кредитлари ҳажми бошқа ривожланаётган мамлакатларга нисбатан ҳам қиёсий таққослаганда паст эканлиги кузатилади.

П.2-жадвал

Ўзбекистонда тижорат банклари депозитлари бўйича мажбурий захира нормалари динамикаси (фоизда)⁵³⁰

Йиллар	Депозитлар бўйича		
	3 йил муددатли	3 йил муددатдан ортиқ	хорижий валютага
1995	25	10	25
1996	25	10	0
1997	20	10	0
1998	20	10	0
1999	20	10	0
2000	20	20	0
2001	20	20	0
2002	20	20	0
2003	20	20	0
2004	20	20	0
2005	15	15	5
2006	15	15	8
2007	13	13	13
2008	15	15	15

Ўзбекистон тижорат банклари кредитларининг умумий суммаси 2001 йили 1970 миллиард сўми ташкил этиб, бу ЯИМнинг 39,9 фоизини ташкил этган эди. 2009 йилга келиб бу кўрсаткич бироз ўсиб, 8558 миллиард сўми ташкил этгани ҳолда, ЯИМнинг 17,8 фоизига тенг бўлди (П.3-жадвал). Яъни, тижорат банклари кредитлари ўсиш динамикаси ЯИМнинг ўсиш динамикасидан ортда қолмоқда. Пул массасида тижорат банклари кредитларининг салмоқли мавқега эга эканлигини эътиборга оладиган бўлсак, уларнинг ўсиш суръатлари ЯИМдан ортда қолаётганлиги иқтисодиётда пул тақчиллиги келиб чиқишига сабаб бўлиши мумкин.

⁵³⁰ Ўзбекистон иқтисодиёти. Ахборот ва таҳлилий шарҳ. Йиллик нашрлари ва Ўзбекистон Марказий банки маълумотлари асосида тузилган.

П.3-жадвал
Ўзбекистонда монетар сиёсат кўрсаткичлари динамикаси⁵³¹

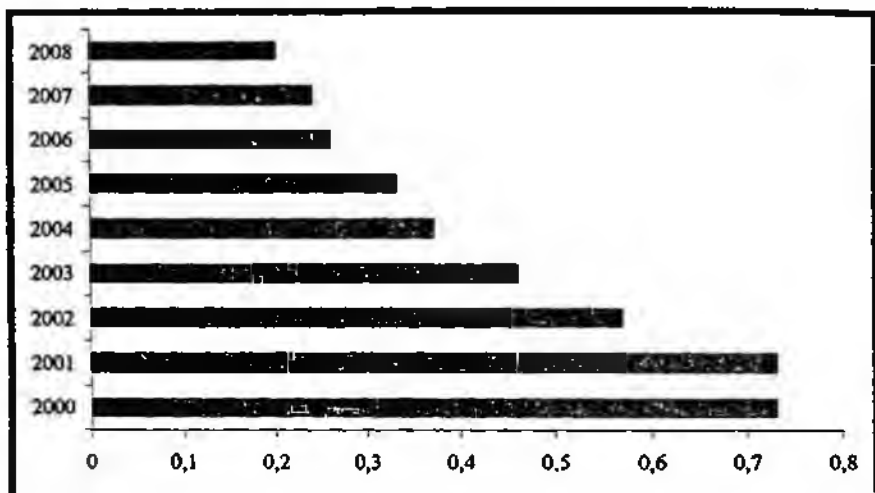
Кўрсаткичлар	Йиллар								
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Сўмнинг валюта курси, (1 АҚШ долл. нисб.), сўм	688	970	980	1058	1180	1240	1291	1321	1511
Инфляциянинг йиллик даражаси, %	26,6	21,6	3,8	3,7	7,8	6,8	6,8	7,8	7,4
Мажбурий захира ставкаси, %	20	20	20	20	15	15	13	15	15
Тижорат банклари кредити, млрд. сўм	1970	2821	3151	3572	3853	4095	4754	6322	8558
Қайта молиялаш ставкаси, %	26,8	34,5	27,2	18,8	16,0	14,0	14,0	14,0	14,0
Сўмда берилган қисқа муддатли кредитларнинг ўртача йиллик фойз ставкаси	28,0	32,2	28,1	21,2	18,8	19,4	18,5	16,4	15,9
Сўмда берилган узок муддатли кредитларнинг ўртача йиллик фойз ставкаси	20,3	16,3	24,5	17,6	14,9	16,4	15,5	16,8	15,9
Монетизация коэф., %	10,2	9,4	9,2	10,3	14,2	14,9	17,3	18,8	20,0

П.3-жадвалда келтирилган маълумотлардан кўринадики, сўмнинг АҚШ долларига нисбатан девальвация жараёни давом этмоқда. Бу резидентларнинг импорт туловлари билан боглиқ бўлган харажатлари ошишига, миллий валютада эмиссия қилинган қимматли қоғозларга жалб этилган инвестицияларнинг реал қиймати пасайишига олиб келади.

Очиқ бозор операциялари. Биз юқорида кўриб ўтганимиздек, давлатнинг макроиктисодий сиёсати воситаларидан бири бу – очик бозордаги амалиётлардир. Ҳукуматнинг қарз мажбуриятлари портфели мамлакатда энг йирик молиявий портфел бўлиб ҳисобланади. Ички қарзни бошқаришнинг мустақкам сиёсати молиявий бозор ривожланишининг катализатори ҳисобланади. Фикримизнинг далили сифатида қуйидаги тажрибани келтиришимиз мумкин: АҚШ ҳукумати юзага келган молиявий-иктисодий инқирозни бартараф этиш учун газна мажбуриятларини сотишдан тушган маблағларни молиявий тапшилотларга паст фойзли кредитлар кўринишида тақсимламоқда. Давлат қимматли қоғозларининг самарали бозори давлат бюджет тақчиллигини молиялаштириш учун марказий банк ёрдамидан камроқ фойдаланиб, бюджет тақчиллигини инфляциян йўлсиз қоплаш имконини беради. Давлат қимматли қоғозлари фойз ставкалари бошқа молиявий активларни баҳолашда мўлжал бўлиб хизмат қилади, бу ўз

⁵³¹ Ўзбекистон иқтисодиёти. Ахборот ва таҳлилий ширх. Йиллик натижалари ва Ўзбекистон Марказий банки маълумотлари асосида тузилган.

навбатида, пул ва облигацияларнинг сифимли ва ликвидли бозорларининг ривожланишида катализатор бўлиб хизмат қилади. Бироқ мамлакатимизда олиб борилаётган бюджет сиёсати таҳлили Марказий банкнинг очик бозордаги операциялари ҳажмини паст эканлигини кўрсатмоқда (П.5-расм).



П.5-расм. Давлат қимматли қоғозларнинг ЯИМдаги улуши⁵³².

Даставвал, давлат қимматли қоғозлари 1996 йилда 3 ойлик давлат қисқа муддатли облигациялари кўринишида чиқарилди. 2002 йилга келиб унинг ўрнини ўрта ва узок муддатли давлат қазна мажбуриятлари эгаллади. Бироқ сўнгги йилларда эришилаётган давлат бюджети профицити давлатнинг очик бозорда кенгрок амалиётлар олиб боришига эҳтиёж қолдирмаяпти.

Инновацион фаол инвестиция сиёсати.

Макроиқтисодий сиёсатнинг муҳим йўналишларидан бири бу - инвестиция сиёсатидир. Ўзбекистонда қулай инвестиция сиёсатини юритиш орқали хорижий инвестиция ва кредитлар, корхона ва аҳоли маблағлари, банк кредитлари ва давлат бюджети маблағларини иқтисодиётга кенг жалб этиш борасида ижобий тенденцияга эришиб келинмоқда. 2000 йилда жами инвестицияларнинг ЯИМдаги салмоғи 22,9 фозни ташкил этган бўлса, 2009 йилга келиб бу кўрсаткич 26,1 фозга тенг бўлди (7-илованинг П.13-жадвали). Мамлакатимизда инқирозга қарши чоралар дастурида мулжалланган иқтисодиётни модернизациялаш ва янги тармоқларни ривожлантириш режасини амалга ошириш учун 2010 йилда жами инвестицияларнинг ЯИМдаги улуши 30,3 фозга етказиш кўзда тутилган.

Таҳлиллар кўрсатишича миллий иқтисодиётимизга жалб этилган инвестиция ҳажми барқарор суръатларда ўсиб бормоқда ва унинг таркибида марказлашмаган инвестициялар улуши жадал суръатларда ўсиб бормоқда, (7-

⁵³² Ўзбекистон Марказий банки ва Молия вазирлиги маълумотлари асосида тузилган.

илованинг П.13-жадвали). Ушбу жараён ижобий ҳолат бўлиб, мамлакатда ЯИМ барқарор суръатларда ривожланиши учун шарт-шароит яратмоқда.

Ички инвестицияларни жалб қилишдаги муаммолар:

■ Инвестицион лойиҳаларни молиялаштиришда кредит учун гаров предметининг етарли бўлмаслиги, кредит таъминотини расмийлаштириш жараёнларининг мураккаблиги;

■ Инвестицион лойиҳа (маҳсулотлар бозори) бўйича маркетинг тадқиқотларининг чуқур олиб борилмаслиги ва бу лойиҳанинг келгусидаги пул оқимлари ҳаракатининг барқарорлигига ҳамда кредитни қайтариш манбанинг ишончлилигига салбий таъсир этиши;

■ Инвестицион лойиҳалар ташаббускорлари дуч келаётган асосий муаммолардан бири - молиялаштиришнинг муқобил усулларида (лизинг кредити) суст фойдаланиши, лизингнинг мазмун-моҳиятини чуқур англаб етмаслиги;

■ Инвестицион лойиҳаларни амалга ошириш натижасида қўзланган даромаднинг (лойиҳа бўйича пул киримлари) ўз вақтида келиб тушмаслик рискининг мавжудлиги ва бундай рискларнинг омиллари ишлаб чиқариш жараёни ва маҳсулотни сотиш билан, харидорлар билан ўзаро ҳисоб-китоблар билан, бозор конъюнктурасининг ўзгариши ёки мавсумий тебранишлар билан боғлиқ бўлиши;

■ Тижорат банкларининг кредит-молия муассасаларига ҳос бўлмаган вазифаларни бажариши. Қўл ҳолларда банклар назорат қилувчи ва қўзатувчи органлар сифатида ҳаракат қилмоқда ва бу ҳол инвестицион лойиҳалар ташаббускорларининг банк тизими билан муносабатига салбий (банкка бўлган ишонччи йўқолишига олиб келиши) таъсир кўрсатади.

■ Инвестицион лойиҳалар ташаббускорларининг (қарз олувчи корхоналарнинг) кредитга қобиллигини баҳолаш ишларининг, айрим ҳолатларда, ҳолисона ўтказилмаслиги;

■ Инвестицион лойиҳаларнинг техник-иқтисодий асосномасини сифатсиз тайёрланиши.

Муаммоларни бартараф этиш бўйича таклифлар:

■ Тижорат тузилмаларини кафолатга бўлган талабини таъминлаш мақсадида кафолат-гаров жамғармалари тизимини шакллантириш;

■ Инвестицион лойиҳаларни молиялаштириш учун қўшимча молиявий манбаларни жалб қилиш мақсадида МСҒларини ташкил этишни жадаллаштириш;

■ Аҳоли бўш пул маблағларини инвестицион жараёнларга жалб қилиш мақсадида қимматли қоғозлар бозорини янада ривожлантириш, турли қимматли қоғозларни муомалага чиқариш (масалан, уй-жой сертификатлари ва уй-жой облигациялари);

■ Ишлаб чиқаришни тузилмавий-технологик қайта қуришни жадаллаштириш мақсадида марказлашган кредит ресурсларининг бир қисmini тез қоплайдиган инвестицион лойиҳаларни молиялаштиришга қаратиш, шу жумладан кичик бизнес объектларига йўналтириш;

■ Инвестицион лойihalарни молиялаштиришнинг мукобил усули бўлган лизингдан фойдаланишни кенгайтириш;

■ Инвестицион лойihalарни сифатини ошириш, лойihalарни капитал қўйилмалар самарадорлиги талабларига мос келиши мақсадида тижорат асосида донмий равишда фаолият юритадиган инвестицион лойihalар қўргазмасини ташкил қилиш ва х.к.

Ташқи иқтисодий сиёсат. Мамлакатимизда амалга оширилаётган фаол иқтисодий фаолият натижасида 1998 йилдан буён ташқи савдо баланси актив сальдо билан яқунланмоқда, (7-илованинг П.1-жадвали).

Маълумки, эриштилаётган ижобий сальдо маблағларининг салмоқли қисми 2007 йилда ташкил этилган Ўзбекистон Тикланиш ва тараққиёт фондида жамғарилмоқда. 2009 йилда 3 миллиард 700 миллион АҚШ долларидан⁵³³ ортиқ низом жамғармасига эга бўлган Ўзбекистон Тикланиш ва тараққиёт фонди ўтган икки йил мобайнида 17 та йирик саноат ва инфратузилма иншоотларини молиялаштириш учун 550 миллион АҚШ долларидан зиёд миқдорда кредитлар ажратди.

Ташқи савдодаги ижобий сальдо мамлакат валюта захира фондига ижобий таъсир ўтказиб, пул массаси ўсишига сезиларли ҳисса қўшмоқда. Албатта, айнан пул массасининг ўсиши фойз ставкалари тушишига ва ипотека кредитларига бўлган талабнинг қўпайишига олиб келади.

9-илова.⁵³⁴

1. Секьюритизациянинг жаҳон амалиётидаги моделлари

1. Икки поғонали модел.⁵³⁵

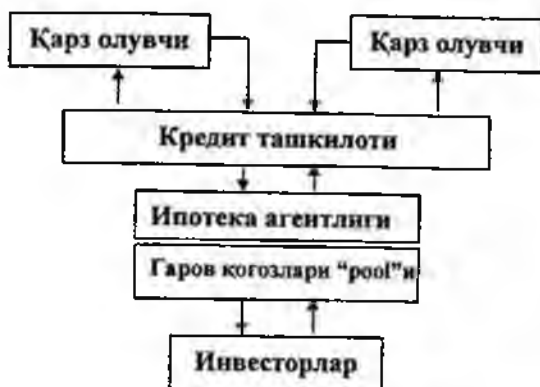
Икки поғонали модел (П.1-расм) дастлаб (1934 йилда) ипотека ссудаларининг иккиламчи бозорини (MBS - mortgage-backed securities - бозорини) ташкил қиладиган самарали молиявий технологиялар ва кучли молиявий оқимларга эга бўлган уй-жой қурилишини инвестициялашга қаратилган бўлиб, бунда уй-жой учун ссуда масалалари бўйича АҚШ банкларининг Федерал кенгаши муҳим аҳамиятга эга (унинг фаолияти ликвидли банк воситалари манбасини шакллантиришга йўналтирилган).⁵³⁶

⁵³³ Каримов И.А. Асосий астифамло - ватанимиз тараққиёти ва халқимиз фаровонлиги учун янада юксалтиришди // Халқ сўзи. - Тошкент, 30 январь 2010 й.

⁵³⁴ Б.Сатторов, Д.Абдурахимова ва Н.Абдурахимовлар иштирокида тайёрланган.

⁵³⁵ Ушбу икки поғонали моделни кенг қўллаш ипотека бозорининг ривожланган инфратузилмаси бўлишини, давлат томонидан маълум даражада қўллаб қўватланишнинг талаб қиладди. Бу модел молия ва кредит бозорларидаги ҳолатга боғлиқ бўлиб, шунинг учун бу усулдан иқтисодий жиҳатдан барқарор бўлган мамлакатларда, айниқса АҚШда кенг қўлламакдади. Шу сабабли, кенгайтирилган очик модел "ипотеканинг америкача модели" деб ҳам аталади.

⁵³⁶ Ушбу модел асосан англо-америка ҳуқуқий тизими мамлакатларида қўлланилади.



П.1-расм. Ипотеканинг икки поғонали америкача моделининг ташкилий схемаси

Дастлабки ABS (asset-backed securities) чиқариш эса 1983 йил руй берган. Шу сабабли адабиётларда мавжуд олдинроқ пайдо бўлган MBS ва кейинроқ фойдаланила бошлаган ABSни бир-биридан фарқлаш соф тарихий жиҳатларга эга. Бироқ бундай фарқлаш, эҳтимол, ипотека кредитлари ва секьюритизацияда фойдаланиладиган бошқа активларнинг тавсифномаси яқинлиги, шунингдек, MBS структуралари ва ABS трансакциялари ўхшашлиги туфайли унчалик мақсадга мувофиқ эмас. Ўз-ўзидан тушунарлики, ипотека кредитлари ҳам активлар ҳисобланади, яъни кредиторнинг баланс активида акс этади ва шунга мувофиқ MBSни ABS тоифасига киритиш тўғри бўларди. Шу сабабли охириги пайтларда MBS тобора кўпроқ ABS турларидан бири сифатида кўриб чиқилмоқда. Чиқарилаётган қимматли қозғалар тури кўп жиҳатдан Махсус молиявий жамиятнинг (SPV) ташкилий-ҳуқуқий шакли билан белгиланади. Унга қараб, ёки мулкдаги улуш ҳуқуқини тасдиқлайдиган қимматли қозғалар, ёки классик қарз мажбуриятлари эмиссияси амалга оширилади.

Ушбу модел бирламчи бозорда берилган ипотека кредитлари бўйича гаров қозғаларига айлантирилиб, уларнинг иккиламчи кредит бозорида эркин муомаласини амалга ошириш мақсадида ипотека кредитлари иккиламчи бозорининг махсус (асосан давлат томонидан) тузилган операторларга (яъни агентликларга – кондитутга ёки воситачиларга)⁵³⁷ сотиш йўли билан ипотека қайта молиялаштирилади. Агентлик ресурсларни қайта тақсимланишида ва

⁵³⁷ Масалан, АҚШда воситачилар сифатида Федерал ипотека ассоциацияси (Federal Home Loan Mortgage Association - FHA) – “Фанни Мэй”, Давлат миллий ипотека ассоциацияси (Government National Mortgage Association) – гаров хатлари “pool”и билан таъминланган юрматли қозғалар бўйича давлат кафолатлари тақдир этилган юрматлашган “Джонни Мэй”, ипотека кредитлари Федерал корпорацияси (Federal Home Loan Mortgage Corporation) – “Фредди Мак” фаолият юритади. Булардан ташқари гаров хати асосдаги юрматли қозғаларни йирик хусусий таъкилотлар ҳам чиқармоқда, хусусан: Bank of America; “Мортг Мэй” (Mortgage guaranty insurance corporation) ипотека сугурта компанияси; “Фармз Мак” ипотека кредитлари давлат фермерлик корпорацияси; ипотека кредитларига қўмақлашув Корпорацияси (Home mortgage access corporation); “Саломон РФС” корпорацияси; “Дженерал электрик кредит” корпорацияси; Home Saving соуд - жамғарма ассоциацияси ва б.

ипотека битимларида бир хилликка (стандартлиликка) эришилишида, ипотека кредитларининг ликвидлигини оширилишида ва рискларни қайта таксимланилишида муҳим (асосий) рол уйнайди. Масалан, 1934 йил ташкил этилган Федерал уй-жой маъмурияти (Federal Housing Administration) ипотека ссудалари тақдим этиш шартларини стандартлаштирди: кредит миқдорининг гаровга қўйилган мулкнинг бозор қийматига нисбати ($\text{loan-to-value ratio, LTV}$) 80%дан ошмаслиги лозим; қарз олувчининг ўз маблағлари ҳисобига кўчмас мулкни қисман тўлаш сифатида бошланғич мажбурий бадали (downpayment); гаровга оид ўртача ойлик тўловларнинг қарз олувчининг ўртача ойлик иш ҳақига нисбати ($\text{payment-to-income ratio, PTI}$) 36%дан ортиқ эмас, одатда 28%; кредит ҳажми – 200 минг доллардан ортиқ эмас. Таъкидлаш жоизки, охириги йилларда ссудалар лимити оширилмоқда: 2000 йил 252 минг долл., 2001 йил 275 минг долл., 2002 йил 300 минг долл., 2003 йил 322 минг долл.гача, LTV эса қатор ҳолатларда 95%га етади. Стандартларнинг қўлланиши нафақат кредит рискларини, балки ипотека қимматли қоғозлари бўйича рискларни ҳам сезиларли даражада пасайтиради. Шу сабабли айнан ипотека кредитларини стандартлаштириш ипотека облигациялари ликвидли бозорини ривожлантиришда дастлабки қадам бўлди. Ҳақиқатан ҳам, агар турли кредитлар бир хил сифатда бўладиган бўлса, келгусида иккиламчи бозор операторининг гаровга оид “pool (пул)”лар шакллантириш ва уларнинг асосида қимматли қоғозлар чиқариш бўйича ишлари анча енгиллашади. Белгиланган стандартларга мос келадиган кредитлар стандарт, ёки «мослашадиган» кредитлар (conforming loan) деб аталади, улар молия бозори қатнашчилари томонидан эркин сотилади ва сотиб олинади. Кредит муддати, қондага кўра, йиллик 7-8% ставкада 15-30 йилни ташкил қилади, бунда стандарт ссудалар сугурталанмайди ва давлат институтлари томонидан кафолатланмайди. «Мослашмайдиган» ($\text{non conforming loan}$), яъни миқдори, қарз маблағлари улуши, муддати, кўчмас мулк тури ва ҳ.к. бўйича мос келмайдиган ссудалар қўшимча кафолат ва сугурталашни талаб қилади, бундай ссудалар юқори рисклар билан тавсифланади, демак улар қимматроқ ва ликвидлиги пастроқ ҳисобланади. Бундай ссудаларни сугурталаш билан ФНА шуғулланади.

Воситачи вазифасини одатда йирик ипотека банклари ёки ихтисослашган кредит ташкилотлари бажаради. Бунда ипотека кредити банк балансидан кондиут балансига ўтади. Кондиут сотиб олинган кредитлар (гаров қоғозлар)ни риск даражасига кўра уч тоифали сифатга (AAA – энг юқори рейтинг, ўртача рейтингли ва паст рейтингли) ажратилган “pool” (тўплам)ларга бирлаштириб, уларга ипотека облигацияларини⁵³⁸ чиқаради ва инвесторларга ипотека таъминоти асосида сотади. Кондиут инвесторга ипотека облигациялари бўйича асосий қарз ва унга ҳисобланган фоизлар тўловларини ўз вақтида тўлаш кафолатини беради, яъни кредит риски бўйича сугурта тақдим этади. Бунда кредитор берилган ипотека ссудаларини воситачига сотишдан қўйндаги имкониятларга эга бўлади: узоқ муддатли

⁵³⁸ MBS ҳужжатсиз шаклда чиқарилади, стандарт номинали – 1000 АҚШ долл.

кредитларни баланسدан чиқариш хисобига ликвидликни ошириш; рискларни пасайтириш; кредит операциялари ҳажмини ошириш ва кредитларга хизмат кўрсатиш ҳуқуқини ўзида сақлаб қолган ҳолда даромад олиш. Воситачи эса харид қилинган кредитлар “pool”и (тўплами) асосида ўзининг ипотека облигацияларини чиқарар ва уларни ички ва ташқи бозорларда жойлаштирар экан, бу кредитлар бўйича талаб қилиш ҳуқуқини яқуний инвесторларга – биринчи навбатда, пенсия фондлари ва ҳаёти сугурталаш бўйича компанияларга беради, чунки узоқ муддатли ресурслар айнан уларнинг тасарруфида бўлади.

Ушбу моделда давлат ва унинг номидан агентликлар бош кафолатчи вазифасини бажарганликлари, унда рисклар модел иштирокчилари ўртасида тақсимланганлиги, натижада ипотека кредитлари ва облигацияларининг ликвидлилик даражаси юқори бўлганлиги сабабли, секьюритизация бозорида фақат АҚШнинг Федерал агентликларининг муомалага чиқарган ипотека облигациялари бўйича асосий қарзнинг қолдиғи 1980 йилда 111,0 млрд. АҚШ долларини ташкил этган бўлса, 2007 йилга келиб бу кўрсаткич 3681,0 млрд. АҚШ долларида ошди (яъни 33 баробар ортиқ).⁵³⁹ Бундай ўсиш тенденцияларида (1-илова) 2006 йилнинг охиригача бўлган даврда кредит, сугурта ва фонд бозорларида “пуфак”ларни ҳосил бўлганини, пировар натижада 2007 йилнинг август ойида ипотека инқирозини келиб чиққанини таъкидлаш ўринли. Бу инқироз эса 2008 йилдаги жаҳон молиявий-иқтисодий инқирозини бошланишига туртки бўлди (яъни “пуфаклар” “домино эффекти” бўйича бирин кетин ёрилди).⁵⁴⁰ Натижада 2008-2010 йилларда секьюритизация эмиссияси бозори, унга давлатнинг молиявий қўллаб-қувватлашига қарамай, тушқунлик даврига тушиб қолди.

Шу ўринда америкача моделга асосланган ипотека бозори фаолият юритиш механизмининг самарали фаолият юритишида қуйидаги асосий омилларни ажратиб кўрсатиш мумкин.

Биринчи навбатда, бу ипотека кредитларини стандартлаш ва сугурта жараёнлари мавжудлиги бўлиб, бу бозор иштирокчиларининг рискларини пасайтиришга хизмат қилади.

Иккинчидан, ўзига хос мақомга эга бўлган ва давлат томонидан қўллаб-қувватланадиган ипотека агентликларини ўз ичига оладиган ривожланган бозор инфратузилмаси мавжудлиги.

Учинчидан, қайта молиялаштириш, яъни ипотека мақсадларида ресурслар жалб қилиш учун фойдаланиладиган кенг доирадаги молиявий воситаларни сотишга имкон берадиган фонд бозорининг ривожланганлиги.

Бунда MBS туридаги кимматли қўғозлар инвестор учун жалбдор ҳисобланади ва у қуйидаги сабабларга кўра кенг оммалашган:

- туловлар ўтказиш тезлиги – 25-кун;

⁵³⁹ Рынок ценных бумаг, обеспеченных ипотекой и активами/ Под ред. Лаксбига Хейра; Пер. с англ. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2007. – 497 с.

⁵⁴⁰ Шоҳаззамои Ш.Ш. Мировой финансово-экономический кризис характер и предпринимательство в мире и в Узбекистане: меры// Молия, Т., №2 2009-сс. 82-91; Жаҳон молиявий-иқтисодий инқирози: сабаблари, давомийлиги ва сабоқлари//Иқтисодиёт ва таълим, Т., 2008-66.114-119.

- ишонччилик даражаси юқорилиги (агентликлар асосий қарз миқдори ва фоиз ўловларининг аниқ белгиланган муддатда келиб тупишини кафолатлайди) ва бунда “AAA” кредит рейтинги Standard & Poor's (жумладан, Fitch ва Moody's Investors Service) баҳоларига кўра MBS асосини фақат “сифатли” гаров ҳужжатлари ташкил қилади; тақдим этиладиган воситалар доирасининг кенглиги.

Америка моделининг ўзига хос камчилик ва ижобий тарафларини П.1-жадвалда келтирилганидек ажратиш мумкин.

П.1-жадвал

Икки поғонали модел схемасининг камчиликлари ва ижобий тарафлари

Камчиликлар	Ижобий тарафлар
1. Схема тузилмасининг мураккаблиги; 2. Бошқа фуқаролик-ҳуқуқий шароитларга туғридан-туғри интеграллашуви мумкин эмаслиги; 3. Мазмунининг қимматлиги қарз олувчига кредит маблағлари баҳосини оширишига олиб келади; 4. Ссуда капитали бозори тебранишлари ва иқтисодий ҳолатга ўта боғлиқлиги; 5. Мажбуриятларни бажариш бўйича ипотека бозори иштирокчиларининг ўзаро қучли боғлиқлиги.	1. Ипотекани кредитлаш бўйича операцияларни молиялаштириш манбаларининг кенглиги; 2. Кредиторлар (жумладан, ипотека облигациялари эгалари бўлмиш инвесторлар) ўртасида рискларни қайта тақсимланиши; 3. Ресурсларнинг минтақа ва ҳудудлар ҳамда иқтисодиёт секторлари ўртасида қайта тақсимланиши мумкинлиги.

2. Бир поғонали модел.

Бир поғонали модел (П.2-расм) асосан Ғарбий Европа мамлакатларига хос бўлиб, ўзи ичига мумтоз (континентал) ва ссуда-жамғарма муассасалари усулларини (яъни биринчи ва иккинчи шаклларнинг усулларини) олади.⁵⁴¹

Ушбу модел ўз ичига қўлаб инвестицион технологияларни киритиб, мазмунан қуйидагича ифодаланади: ипотека кредитини берган банкнинг (кредит ташкилотининг) ўзи мустақил равишда ипотека кредитларини облигация (pfandbrief)лар – гаров қоғоз (варақ)лари – чиқариш йўли билан қайта молиялаштиради. Инвесторлар сифатида бошқа кредит ва молия муассасалари, суғурта ташкилотлари, пенсия фондлари, аҳоли фаолият юритиши мумкин. Ипотека облигациялари ички ва ташқи бозорларда муомалада бўлиб, етакчи биржаларда сотилади.

⁵⁴¹ Бироқ адабиётларда бошқа нуктадан назарни ҳам учратиш мумкин бўлиб, унга мувофиқ бир поғонали схема бу – унинг асосида қарз олувчи ва кредиторнинг ўзаро муносабатлари ётадиган ҳар қандай молия-кредит схемаси, демак, қўрилиш-жамғарма қассалари бўлиб, улар Германияда ипотека кредитлари бўйича барча операцияларнинг учдан икки қисмини амалга оширади.

ихтисослашган ипотека кредит ташкилотлари фаолиятини назорат қилишдан иборат бўлди.³⁴⁵ Шунинг ҳам айтиш керакки, ипотека қозғалари асосан биржадан ташқари муомалада бўладиган АҚШдан фарқли равишда, Германияда инвестор исталган пайт фонд биржасида гаров ҳужжатларининг ўзини ҳам, у қвитанция бўйича эгаллик қиладиган “глобал сертификат”даги улушини ҳам сотиб юбориши мумкин. Бироқ биржада фақат кўрсатувчига бериладиган қимматли қозғалар муомалада бўлади, номи ёзилган облигациялар эса фақат дилерлар (телефон) бозорида сотилади.

Ихтисослашган ипотека банклари улушига жами чиқарилган қимматли қозғаларнинг қарийб 70 фоизи тўғри келади. Асосий тенденциялар 1-иловадаги П2-жадвалда келтирилган.³⁴⁶ Ушбу жадвалнинг таҳлилига кўра ипотека облигациялари бўйича қарздорлик 2006 йилнинг охирига келиб 1062 млрд. еврога ташкил этган³⁴⁷, лекин 2009 йилда эса бу кўрсаткич 766 млрд. еврога³⁴⁸ тушиб қолган. Бунда кўриладиган мамлакатларнинг Европа ипотека облигациялари бозоридаги улушлари деярли ўзгармаган. Бир ва икки поғонали моделларни бир-бири билан солиштириш учун асосан АҚШ ва Германияга хос хусусиятларни ажратиш кифоя (П.2-жадвал).

П.2-жадвал

АҚШ ва Германия моделларининг солиштирма хусусиятлари³⁴⁹

Солиштириш мезонлари	Германия	АҚШ
Ипотека кредитини бериш	Ипотека облигациялари эмитентлари беради	Ипотека қимматли қозғалари эмитенти билан боғлиқ эмас
Секьюритизация типини	Гаров қозғалари “pool” (тўплам) эмитент балансида қолади (on-balance sheet securitization)	Гаров қозғалари “pool” (тўплам) қандага кўра эмитент балансида махсус ташкилотга ўтади (off-balance sheet securitization)

³⁴⁵ Масалан, Германияда ипотека бозорининг ҳукукий асоси 1900 йил қабул қилинган Ипотека банклари тўғрисидаги қонун ҳисобланади. Ушбу ҳужжатта мувофиқ, ипотека банкларининг асосий вазифаси «узок муваффақият қайта молиялаштириш учун институционал инвесторларнинг маблағлари ва вақтинчалик бўлиб хусусий капитални жалб қилиш» ҳисобланади, асосий функциялари (операциялари) қаторига эса қўйиладиган қиралди ер майдонларининг гаровга қўйган ҳолда кредитлаш (ипотека берилаш); қарид қилинган ипотекалар асосида ипотека гаров ҳужжатлари чиқариш; маҳаллий корпорация ва жамоат секторига, федерал ҳукумат ва маҳаллий ўзини-ўзи бошқариш органларига кредитлар бериш; жамоат сектори ва маҳаллий корпорацияларга бериладиган кредитлар асосида қоммунал қарз мажбуриятлари («communalobligation») эмиссияси.

³⁴⁶ Ҳозирги пайтда лфандбирлар бозори Германия облигациялар бозорининг энг йирик, хатто федерал ҳукумат облигациялари бозоридан ҳам устун келадиган сегменти ҳисобланади. Шунинг ҳам таъкидлаш жоизки, ипотека қимматли қозғалари Германия бозори Европада энг йириги – умумий ҳажмининг 44%ни ҳисобланади. Ипотека банклари фақат ипотека кредитлари маълум бир портфели шакллантирилгандан кейингина гаров ҳужжатлари эмиссиясини амалга ошириш ҳуқуқига эга. Эслатиб ўтмоқчи, илгари кредитлашни фақат қимматли қозғалар (мас равишда, ссуда берилгунга қадар чиқарилган) билан амалга ошириш мумкин бўлган. Ҳозирда кредитлашнинг бундай тури фақат Данияда сезиларли роль ўйнайди.

³⁴⁷ Ипотека инвкрозидан олдинги ҳолат.

³⁴⁸ Ипотека ва жаҳон молиявий-иқтисодий индотролари сабабли пасайган.

³⁴⁹ Маълум маълумлардан муаллифнинг таржумаси.

Фондлар ва номинални сундирилиши бўйича тулов манбаи	Эмитентнинг пул оқими	Ипотека кредити бўйича асосий қарзнинг сундирилиши ва фондлар туланишидаги қарздор томонидан шакллантирилувчи пул оқими
Кредит rischi	Эмитентда	Инвесторда
Муддатидан илгари сундирилиш rischi	Эмитентда	Инвесторда
Бозор rischi	Инвесторда	Инвесторда
Эмитентнинг банкротлик ҳолатида инвесторни ҳимоялаш	Облигациялар эгалари қарз суммасини қайтарилишининг устувор ҳуқуқига эга	Эмитентнинг банкротлиги ипотека облигациялари бўйича хизматларга таъсир кўрсатмайди
Ипотека қимматли қоғозларининг таъминланганлигига талаблар	Кредит суммаси гаровга қўйилган мулк қийматининг 60 фонзидан оширмаслиги қонунда белгиланган	Кредит миқдори кўчмас мулк қийматининг 60-70 фонзини ташкил этади. Бундай талаб ушбу қоғозларнинг юқори кредит рейтингини тасдиқлаш учун қўйилади.
Кафолатлар	Кафолат эмитент томонидан берилади	Кафолат учинчи тараф томонидан таъминланади
“Pool” (тушлам) таъминоти тузилмаси	“Pool”нинг алоҳида компоненталари ўзгартирилиши мумкин (бир кредит сундирилиб, бошқаси берилади)	- “Pool”нинг алоҳида компонентлари ўзгартирилмайди, балки улар муддати ва сундирилиш усули бўйича танланади; - “Pool” тузилмаси қонун томонидан тартиблаштирилмайди.
Фондлар тулови	Одатда ҳар йили	Одатда ҳар ойда
Номинални тулаш	Яхлит тулов асосида	Навбат бўйича сундириш
Тизимли рискка мойиллиги	Глобал бозорга интеграллашганлиги сабабли глобал инқирозга мойил	Глобал бозорнинг катта улушини (60%) ташкил этганлиги сабабли глобал инқирозни келтириб чиқаришга қодир.
Шакл ва усуллар	Биринчи шакл ва иккинчи шаклнинг биринчи ва иккинчи усуллари қўлланилади.	Биринчи шакл ва иккинчи шаклнинг биринчи иккита усули билан бирга ушбу шаклнинг учинчи усули қўлланилади.

Агар, АҚШ ва Европа ипотека облигациялари бозорларини ўзаро солиштирсак, у ҳолда, ушбу бозорларнинг фарқини қуйидаги маълумотлар асосида куриш мумкин. 2007 йилда жаҳон ипотека қимматли қоғозлари ва секьюритизация бозорида лидерлик АҚШга тегишли бўлиб (эмиссиянинг умумий ҳажми 230 млрд. АҚШ доллари), бу кўрсаткич Европанинг улушидан (32 млрд. АҚШ долл.) қарийб 7 баравбар кўп, бошқа мамлакатларнинг улушидан (21 млрд. АҚШ долл.) эса 10 баравбардан юқори бўлган. 2009 йилга келиб бу кўрсаткич жаҳон молиявий-иқтисодий инқирозни туфайли кескин тушиб кетиб, уларнинг жаҳон эмиссиясидаги улушлари мос равишда 12 млрд. АҚШ долл, 8 млрд. АҚШ долл, 7 млрд. АҚШ долларини ташкил қилган. Прогнозларга қараганда (www.europeansecuritisation.com) ипотека билан таъминланган қимматли қоғозлар чиқарилишининг ҳажми 2018 йилда 130 млрд. АҚШ долларига етиши кўзда тутилган. Бунда 2013 йилдан бошлаб фақат қатъий белгиланган ставкали қоғозлар чиқарилиши назарда тутилади.⁵⁵⁰

3. Ипотекани қайта молиялаштиришнинг қўшма модели

Ипотеканинг ривожланишида Қозоғистон Республикаси ҳукумати (Молия вазирлиги) ва ва Миллий банкига алоҳида рол ажратилган. Хусусан, мамлакат ҳукумати томонидан 2000 йил “Қозоғистон Республикасида ипотека кредитлари тизимини ривожлантириш ва уй-жой қурилишини узоқ муддатли молиялаштириш Концепцияси” тасдиқланган бўлиб, унга мувофиқ иккита моделни – иккинчи даражадаги банкларни (яъни тижорат банкларини) ва ипотека кредитлари билан шуғулланидиган нобанк муассасаларини давлат томонидан қўллаб-қувватлашга йўналтирилган *европача модел* ҳамда кредитларни сугурталаш ва қайта молиялаштириш учун давлат инфратузилмаси яратишни кўзда тутадиган *америкача модел* – бир хил даражада жорий қилиш кўзда тутилган.⁵⁵¹

Ипотека бозорида фаолликнинг ўсишига кўп жиҳатдан Қозоғистонда халқаро талабларга жавоб берадиган ипотека кредитлари стандартларининг жорий этилиши хизмат қилди.⁵⁵² Бу стандартларнинг жорий этилиши муҳим аҳамиятга эга, чунки иккиламчи бозор модели доирасида сотиб олинган кредитлар бўйича талаб қилиш ҳуқуқлари Ипотека компанияси томонидан ипотека билан таъминланган қимматли қоғозларни сотиш воситасида

⁵⁵⁰ Манба: www.europeansecuritisation.com маълумотларига асосан мувофиқ таъминланган қимматли қоғозлар.

⁵⁵¹ Бунда иккинчи модел (яъни европача) ушбу типдаги ушбу типдаги маълумотларга асосан, бироқ Қозоғистонда айнан у афсона қилинганга қараганда, ушбу модел дунёдаги Молия Банк томонидан 2000 йил декабра ойининг охирида АҚШнинг ипотека кредитларини ўқатиш бўйича “Коллаборатив Ипотека Компанияси” – бирлашган кредитдорлардан (иккинчи даражадаги банклар ва нобанк кредит муассасалари) ипотека кредитлари бўйича гаров ҳуқуқлари ва таъиб қилиб олинган ҳуқуқларни сотиб олинган ҳамда кредитлар “роол”га бўлиб таъминланган ипотека облигациялари чиқариш билан қайта молиялаштиришни ташкил қилган. Бугунги кунда Компания административ 100 фонди Молия Банкга тегишли, бироқ 2003 йилдан бошлаб ҳар бир 1 млрд. таъминланган қимматли қоғозлар учун салмақлиқ оқирини ва ушбу ҳуқуқни қайтариш ражамаси тўлатилган. Қозоғистон ушбу компаниянинг бозор муассаси Қозоғистон Республикаси Молия вазирлиги бўлган.

⁵⁵² Стандартларнинг талаби: кредитлар миллий валютада (тенга) узоқ муддатга (ҳозирги босқичда 10-15 йил) таъмин этилади; кредит миқдори гаров предмети ҳисобланган, қарил қилинган ва мулк бозор қийматининг 60-70%дан ошмайди; қўшма мулк қийматининг 30-40%и ҳажмидаги бошланғич бадални қаро олувчи ўз маблағлари ҳисобига қилганда; кредит ва у бўйича фондлар ҳар ой аниқланган тўловлари билан тўлаб борилади, бунда ойлик тўлов ҳажми қаро олувчининг расман тасдиқланган умумий даромадларининг 30-35%дан ошмаслиги лозим; ипотекага бериладиган мулк ҳар қандай малолликлардан холи бўлиши ва бундан олдинки ипотекаларга эга бўлмаслиги лозим, шу тариқа такрорий гаровга йўл қўйилмайди; гаровга қўйиладиган мулкнинг сугурталаниши ва қаро олувчининг шахсий сугурталаниши зарур.

бошқаларга берилади.⁵⁵³ Айнан шу сабабли, компания билан ҳамкорлик ҳақида битим имзолаган кредитор барча гаров ҳужжатлари (кредитлар) белгиланган талабларга жавоб беришини кафолатлаши ва ҳар ой зарур молиявий ахборотлар тақдим этиш мажбуриятини ўз зиммасига олиши лозим. Ипотека компанияси ўз навбатида вақти-вақти билан кредитлар қисмларини текшириб туради. Агар текширув давомида сифатсиз ёки ностандарт кредитлар аниқланадиган бўлса, бундай гаров ҳужжатларини кредитор сотиб олишга мажбур бўлади.

Таъкидлаш жоизки, Қозоғистон Ипотека компанияси фаолиятини ажратиб турадиган асосий хусусиятлардан бири ипотека кредитларини фақат миллий валютада қайта молиялаштириш ҳисобланади. Бунда ипотеканинг ривожланишини секинлаштирувчи асосий муаммолардан бири узоқ муддатли кредит ресурсларини излаш ҳисобланади.⁵⁵⁴

Ҳозирда Қозоғистон модели юқорида қўрилган ҳар иккала моделнинг камчиликлари ва ижобий тарафларидан (П.2- ва П.3-жадваллар) ҳоли эмас. Айниқса унга жаҳонда вужудга келган ипотека ва жаҳон молиявий-иқтисодий инқирозлари сезиларли таъсир кўрсатди.

II. Активлар секьюритизация инструментлари

Ҳозирги кунда секьюритизация инструментлари ўзига хослиги билан иқтисодиётда алоҳида ўринга эга бўлганлиги сабабли, уларни таснифлаш асосида ўрганиш Ўзбекистон учун фойдали хулосалар, тавсия ва таклифлар ишлаб чиқишда муҳим аҳамиятга эга. Зеро, таснифлаш улар ҳақидаги тушунчаларнинг мазмунини, уларнинг ўзаро фаркли ва ўхшаш жиҳатларини, уларнинг хосса ва хусусиятлари ҳамда муомалада бўлиш жараёнлари ва қонуниятларини ижтимоий ҳаёт ва иқтисодиёт билан боғлиқлигини чуқурроқ очиб беришга ва тушунишга хизмат қилади.

Активлар секьюритизацияси (АС) воситалари молия бозори инструментларининг бошқа турларидан фарқли гуруҳини ташкил этганлиги муносабати билан уларнинг мазмун-моҳиятини махсус тасниф асосида қўриб чиқиш мақсадга мувофиқ.

Активлар секьюритизацияси инструментларини қуйидагича ифодалаш, таснифлаш ва тавсифлаш мумкин.

Активлар секьюритизацияси – бу паст ликвидли, муомалада айланмайдиган молиявий активларни юқори ликвидли қимматли қозғаларга айлантириш жараёнидир.

⁵⁵³ Фақат стандартларга қатъий амал қилишга ипотека бозори катташчиларининг рискни пасайтиришга имкон беради, демак, бундай қимматли қозғаларни инвестор учун жалб этишчан қилиш мумкин бўлади.

⁵⁵⁴ Ушбу йўналишда 2002 йилнинг ноябрь ойида 1,5 млрд. танга миқдорида компания ипотека юрматли қозғалари биринчи траншини – нафакат Қозоғистонда, балки бутун МДҲ мамлакатларида биринчи траншини бирламчи жойлаштириш рўй берди. Муомала муддати - 3 йил, купон ставкаси ўзгаришчан ва инфляция индексига боғлиб қўйилган (инфляция индексида юқори белгиланган ҳадди 4,75%ни ташкил қилади ва бутун муомала даврида ўзгармайди), купонни қайта қўриб чиқиш ҳар 6 ойда амалга оширилади. Ставкини ҳисоб-китоб қилиш учун база сифатида инфляция индекси олинган.

Активлар билан таъминланган қимматли қоғозлар (Asset-Backed Securities, ABS) - бу молиявий активлар тўплам(pool)и билан таъминланган қимматли қоғозлар.

Активлар (pool)и – бир хил курсаткичларга эга бир турдаги активлар (масалан, автокредитлар) тўплами бўлиб, уларнинг таъминоти остида қимматли қоғозлар чиқарилиши амалга оширилади.

Активлар – бу балансда акс эттирилган мулк ёки битим. Секьюритизация жараёнида айнан маълум пул оқимларини келтириб чиқарадиган активлардан фойдаланилади. Янада аниқлик киритадиган бўлсак, активлар деганда маълум пул тўловларини келиб тушишини талаб қилиш ҳуқуқини тушуниш мумкин.

Барча активлар қуйидаги талабларга жавоб бериши керак:

- Ушбу активлардан келадиган пул оқимларининг муддати ва тўлов ҳажминини олдиндан истикболлаш (прогноزلаш) имкониятининг мавжудлиги.

- Секьюритизацияланадиган активлар оргинатор⁵⁵⁵ дан (қонунчилик доирасида) алоҳида ҳам мавжуд бўла олиши керак.

- Активлар етарли даражада микдорга ҳамда келувчи (кредитлар бўйича) ва чикувчи (секьюритизация натижасида чиқарилган қимматли қоғозлар учун тўланадиган даромад) оқимлар маржасига эга бўлишлари лозим.

Банк ссудалари секьюритизацияси XX асрнинг иккинчи ярмида пайдо бўлиб, жаҳон капитал бозорининг энг йирик ва аҳамиятли сегментини яратди. “Секьюритизация (securitization)” термини илк бор 1977 йил Wall Street журналининг “Стритдан хабарлар” руқнида Salomon Brothers инвестиция банкининг ипотека департаменти бошлиғи Льюис Раниери (Lewis S. Ranieri) томонидан таклиф этилган.⁵⁵⁶ Айнан бу термин ипотека кредити бўйича гаров ҳуқуқи билан таъминланган бирламчи чиқарилган қимматли қоғозлар андеррайтинг тавсифида қўлланилган.

Бугунги кунда секьюритизация бутун жаҳон кредит ташкилотларининг нафақат берилган ссудаларини қайта молиялаштириш, балки кредит рискларини фаол бошқариш имконини берувчи юқори самарали молиявий инструментга айланган.

Секьюритизация сўзи бежиз ўтган асрнинг сўнгги йигирма йиллиги шиориға айланмаган эди. Ушбу сўздан анъанавий банкнинг кредитлаш жараёни ўрнига қимматли қоғозлар чиқарилуви ва унинг муомаласига асосланган янги молиялаштириш схемасини қўлланилишига урғу беришда фойдаланардилар.

Турли адабиётларда секьюритизация тўғрисида қўлаб таърифлар келтирилган⁵⁵⁷. Уларнинг деярли барчасининг моҳияти: секьюритизация жараёнининг компания активларини молиялаштириш ва қайта молиялаштириш асосида облигациялар ёки бошқа қарз мажбуриятини англатувчи

⁵⁵⁵Оргинатор – секьюритизация битимини тузишда талаб қилиш ҳуқуқини ... (уступит) ўрнашувчи юридик шахс.

⁵⁵⁶Қазанов А. История секьюритизации // Рынок ценных бумаг. - 2003. - №19(321).

⁵⁵⁷Бу ерга адабиётлар рўйхати киритилди.

қимматли қоғозлар чиқариш йўли билан уларни ликвид шаклга ўтказилишини амалга оширилади.

Х. Бэрнинг⁵⁵⁸ таъкидлашича секьюритизацияга унинг қўлланилишидан келиб чиқиб, кенг ва тор маънода таъриф бериш мумкин.

Секьюритизациянинг кенг маънодаги моҳияти - бу асосида кредит битимлари ётувчи қимматли қоғозлар чиқарилиши билан халқаро молиялаштиришнинг кредит бозоридан пул ва капитал бозорларига кўчиш жараёни тушунилари. Тор маънода: корхоналар балансидаги молиявий активларни улар асосида қимматли қоғозлар чиқариш йўли билан ҳисобдан чиқариш орқали қайта молиялаштириш механизми тушунилади.

Америкалик олим-мутахассисларнинг⁵⁵⁹ таъкидлашича, молиявий активлар (масалан, ипотека кредитлари, лизинг шартномалари ва автомобил кредитлари бўйича мажбуриятлар) секьюритизация учун “хом-ашё” ҳисобланади. Бундай активларнинг баъзилари уларнинг мавжудлиги даврида фақат икки бошланғич тараф орасидаги битим сифатида қолади. Активларнинг бошқа турлари эса куп миқдорли бир хил мажбуриятлардан ташкил топган туғлам (pool)ларга бирлаштирилиб, бир нечта юридик туғламалардан ўтади ва пировардида юзлаб ёки минглаб инвесторларга сотилиши мумкин. Айнан молиявий мажбуриятлар туғлам (pool)ларини шакллантириш ва уларга молиявий активларни кўпчилик инвесторлар орасида эркин муомалада бўлиши имконини таъминловчи шакллар бериш жараёни секьюритизация деб аталади. Секьюритизация бошланғич мажбуриятларни туғламани олдидан-соти (савдо) объектига айлантириш имконини беради.

Яна бир таниқли олим Л.Шварц ўзининг “Активлар секьюритизациясининг алхимияси”⁵⁶⁰ асарида секьюритизацияни “секьюритизация ташкилотчисига хос бўлган рисклардан дебиторлик қарздорликларнинг бир қисми ёки ҳаммасини чиқариб ташлаш йўли билан фонд бозори орқали қиммат бўлмаган маблағни жалб қилиш” имконияти сифатида таърифлайди.

Г.Арнольд эса секьюритизацияга қисқачина “кичикрок ҳажмдаги бир-бирига ўхшаш ноликвид молиявий активлар устидан pooling амалга ошириш ва “қайта қадоқлаш” орқали ликвид қимматли қоғозларга айлантириш”⁵⁶¹ деб таъриф беради.

Аммо секьюритизациялаш асосида чиқарилган қимматли қоғозларга АҚШнинг Қимматли қоғозлар ва биржалар бўйича Комиссияси тўлиқ ва аниқ таъриф беради: “қалажакдаги пул тушумларининг аниқ дискрет оқими ёки маълум муддатда пул тушумларига конвертирланадиган доимий ёки

⁵⁵⁸Хавс Питер Бэр. Секьюритизация активов: секьюритизация финансовых активов – инновационная техника финансирования банков/Пер. с немецкого Ю.М.Алексеева, О.М.Иванова.-М.: ВолтерсКлувер, 2006.-624 с.

⁵⁵⁹Эндрю Дэвидсон, Энтони Сандерс, Лэн-Литт Вольф, Анне Чинг. Секьюритизация ипотеки: мировой опыт, структурирование и анализ/Пер. с англ. О.В.Смородинова при участии В.Качура.-М.: Вершина, 2007.-592 с.

⁵⁶⁰Steven L. Schwarcz, The Alchemy of Asset Securitization: Stanford Journal of Law, Business & Finance (1994). p. 136.

⁵⁶¹Арнольд Г. Руководство по корпоративным финансам: пособие по финансовым рынкам, решениям, методам. Днепропетровск: Баланс Бизнес Букс, 2007, с.452.

айланма молиявий активлар ёки маълум ҳуқуқ ёки бошқа молиявий активлар таъминоти асосида чиқариладиган қимматли қоғозлар ва бунда ушбу молиявий активлар ва ҳуқуқлардан келиб тушадиган пул оқимлари қимматли қоғозларни чиқаришга ва қимматли қоғоз эгаларини таъминлаш учун фойдаланилади³⁶².

Ф.Фабоцци компаниялар ўз активларини қуйидаги мақсадларда секьюритизациялайдилар деб ҳисоблайди³⁶³:

- молиялаштириш қийматини пасайтириш;
- молиялаштириш манбаларини диверсификациялаш;
- янги инвесторларни жалб қилиш мақсадида молиявий ҳисоботларни даромад қисмини ошириш;
- агар давлат томонидан назорат қилинадиган компания тўғрисида сўз борадиган бўлса, капиталга талаб даражасини камайтириш.

Секьюритизациянинг иқтисодий мазмуни корхоналар активларидан пайдо бўлган тупламлар (pool)нинг молиявий оборотга кириш имкониятини беради. Ҳуқукий восита сифатида қимматли қоғозлар бозори институтлари хизмат қилади. Унинг ёрдамида тупламга кирган мажбуриятлар бўйича тўловлар муддати етиб келмасдан, улардан активлар сифатида фойдаланиш мумкин бўлади.

Умуман олганда, секьюритизация — молиявий активларни ликвидли қимматли қоғозлар шаклига айлантириш жараёни, механизмидир. Бунда қимматли қоғозлар ушбу активлар билан таъминланади ва улардан олинadиган тўлов оқимлари орқали хизмат кўрсатилади.

Бу жараёнда фақат секьюритизацияга хос қуйидаги ҳолатлар кузатилади:

- корхона ёки банкларнинг балансидан диверсификациялашган молиявий активлар туплами ҳисобдан чиқарилади. Бу эса ташкилотнинг ҳўжалик рискларидан активларнинг рискни чиқариб ташлашга, шунингдек, ўз капиталини тежаш имкониятларини яратади;

- қимматли қоғозлар чиқарилуви учун таъминотнинг мавжудлиги. Кафолат массаси сифатида активлар “pool”и учун қўлга киритилган талаб қилиш ҳуқуқи хизмат қилади;

- кирувчи (Cash In — Flow) ва чиқувчи (Cash Out — Flow) тўлов оқимларининг мавжудлиги. Муомалага чиқарилган қимматли қоғозлар учун асосий сумма ва фоиз тўловлари активлар “pool”идан келиб тушадиган асосий ва фоиз тўловлари ҳисобидан амалга оширилади.

Бозорда паст ликвидли, рискли ва муомалада бўлмаган мулк капиталлар ёки пул бозорининг ликвид тузилмалаштирилан (structuring) молия инструментлари шаклига айлантирилади.

Тузилмалаштириш (структуралаштириш) тўлов оқимлари ва реал молиявий активлар рискларини инвесторлар талабларига мос келувчи шакллarga трансформациялайди.

³⁶² <http://www.scc.gov/divisions/marketreg/securitiesanalyst.htm>

³⁶³ Фабоцци Ф.Д. Рынок облигаций: Анализ и стратегия. 2-е издание, исп. и доп./пер. С англ. М.: Альпина Бизнес Букс, 2007, с.447.

Банк тизимининг салоҳияти ва унинг иктисодиёт реал секторини кредитлаш ҳажминини ошириш қобилияти кўп жиҳатдан унинг муваффақиятли ҳал этилишига боғлиқ бўлиб қолмоқда. Шу мақсадда тижорат банклари томонидан кун сайин узоқ муддатли манба сифатида қимматли қоғозлар бозорининг турли инструментларига мурожаат қилишлари кузатишмоқда.

Юқорида таъкидланган ислохотлар ва молия бозори иштирокчиларининг савй-ҳаракатлари натижаси ўлароқ, капиталлар бозори фаол ривожланмоқда, фонд бозорининг сифими ўсмоқда, инвесторларнинг янги, мураккаброқ молиявий воситаларга қизиқиши ортмоқда.

Секьюритизация эса юқорида тилга олинган икки тенденцияни бирга амалга ошириш имконияти беради: ундан фойдаланиш кредит ташкилотларига маблағлар жалб қилиш ва рискларни самарали бошқариш бўйича янги имкониятлар очиб беради ва шу билан бирга, ўзига хос тавсифномаларга (тўловлар оқими, тўловлар жадвали, риск ва б.) эга бўлган катта ҳажмдаги қимматли қоғозларнинг инновацион турларини яратиш учун кенг майдон яратади.

Ҳозирда секьюритизация воситаларини бежизга “инсон омили” белги қўйган қимматли қоғозлар деб аталмайди.

Халқаро капиталлар бозорида секьюритизациялаш учун хилма-хил активлардан фойдаланилади: кредитлар, кредит карточкалари бўйича талаб қилиш ҳуқуқлари, дебитор қарздорликлар бўйича, шартномавий ва хатто шартномасиз пул оқимлари бўйича ва ҳ.з.

Юқорида айтилганлар асосида активлар секьюритизацияси ижобий тарафларини П3-жадвал қуринишида ифодаласа бўлади.

П3-жадвал

Активлар секьюритизациясининг ижобий тарафлари тавсифи

Корпоратив молиялаштириш имкониятини оширади	Ўз капиталдан эмас, балки арбитраж имкониятларидан фойдаланиб, молиялаштиришнинг жалбдор шартлари	Молиялаштириш шартларини олдиндан келишиш имкониятлари (ликвидликлар ва активларни бошқариш инструменти)
Молиявий активлар ўртача муддатининг камайиши		Қўшимча ўз капиталдан фойдаланмасдан бирлашиш ва ҳужаликнинг ривожланишини молиялаштириш
Ўз капитал маблағлари манбадан фойдаланишни камайтириш	Активлар секьюритизацияси ижобий томонлари	Асосий капитал рентабеллиги, ликвидлилик, қарз мажбуриятлари каби молиявий-иктисодий кўрсаткичларнинг ижобий ўзгариши
Ликвидлилик даражасининг ошиши		Қарздорлар сонининг камайиши ҳисобига

		баланс тузилмасининг соддалашуви
Процентли даромаднинг комиссиян даромадга айланиши (активларни балансдан чиқаришни таъминловчи молиялаштириш)	Молиялаштириш маъбаларини диверсификациялаш, халқаро пул ва капитал бозорига чиқиш йўли билан инвесторлар куламини ошириш	Фоииз, валюта ва кредит рискларини камайтириш (рикларни бошқариш инструменти)

Куйида жаҳон молия бозорида кенг тарқалган, назарияси ва амалиёти тулиқ ўрганилган турларини кўриб чиқамиз.

Автокредит асосидаги СҚҚ (auto-loan ABS)– бу автомобиллар олиш учун берилган кредитлар билан таъминланган қимматли қоғозлардир.

Бугунги кунда автокредитлар асосидаги СҚҚ (АСҚҚ) АСБда энг кенг қўлланиладиган қимматли қоғозлардан бирига айланмоқда (1-иловага қаранг). Айниқса, сўнгги йилларда, яъни 2007 йилдаги Америка ипотека ва ипотека қимматли қоғозлари бозоридаги “бум”дан сўнг унинг АСБдаги улуши кескин ошиб кетди. Сабаби, ушбу қимматли қоғозлар асосидаги (таъминотидаги) автомобиллар манзилга етказувчи восита сифатида, ҳеч қачон ўз кадрини йўқотмаган⁵⁶⁴.

Тарихан АСҚҚни илк бор 1985 йилда Chrysler Financial ўз автокредитлари портфели билан таъминланган СҚҚнинг оммавий чиқарилишини амалга оширган⁵⁶⁵.

Ушбу қимматли қоғозларнинг АСБда юқори талабга эга эканлигига қуйидагилар сабаб бўлмоқда:

- таъминот сифатида йирик ва диверсификацияланган кредитлар тулғам(pool)и хизмат қилиши;
- базавий транспорт воситалари ва талаб қила олиш ҳуқуқидаги таъминланган манфаатдорлик;
- қисқа муддатлилиқ: ушбу қимматли қоғозларнинг муомала муддати одатда икки йилдан ошмайди;
- ушбу қимматли қоғозлар бозорининг биринчи даражали секторида (тарихан) зарар кўрилишининг кам учраши;
- муддатидан олдин сўндириш риск даражасининг пастлиги.

Ҳозирги кунда АСҚҚни жаҳон молия бозорида асосан қуйидаги қатнашчилар (оригинаторлар) таклиф этади: “Йирик учлик”⁵⁶⁶ ва унинг шугъба корхоналари; банклар; бошқа молиявий компаниялар.

Автомобиллар бошқа активларга нисбатан таъминоти юқори талабга эга маҳсулот бўлиши билан бирга, улар таъминот остида чиқарилган

⁵⁶⁴ Американинг, асрнинг бошида биринчи АҚШдаги барча оқталарнинг деярли 86%и ўз хусусий автомобилга эга ёки унинг ижарасидан фойдаланади (Federal Reserve Bulletin, January 2000).

⁵⁶⁵ Ценные бумаги, обеспеченные ипотекой и активами / Под ред. Лакшмира Хейра; Пер. с англ. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2007. – 416 с.

⁵⁶⁶ “Йирик учлик”га американинг йирик уч автомобил ишлаб чиқарувчи компаниялари кирди: General Motors, Ford Motor ва Daimler Chrysler.

қимматли қоғозлар АСБда энг кенг тарқалган ипотека қимматли қоғозлари (MBS)га нисбатан қисқа муддатлилиги учун ҳам инвесторлар орасида юқори талабга эга. АСКҚлар одатда икки йилга, кўпи билан беш йилга чиқарилади.

Автокредитларни секьюритизациялаш операциясининг даромадлилик даражаси икки факторга боғлиқ: кредит фоиз ставкаси; автомобиль амортизацияси графиги.

Кредитларнинг фоиз ставкаси авваламбор, ушбу бозорнинг конъюктурасидан келиб чиқиб белгиланади. Иккинчидан, кредиторнинг тўлов қобилиятига қараб белгиланади.

Аммо, таъкидлаш лозимки, активлар секьюритизациясини амалга оширишдан илгари унинг структурасини аниқ белгилаб олиш керак ва қимматли қоғозларни сотиш жараёнида инвестор-ларга ушбу структура ҳақида тўлиқ маълумот берилиши керак.

Секьюритизациялаш операциясидан келадиган даромадга таъсир қилувчи иккинчи омил – бу автомобилларнинг амортизацияланиш хусусиятидир. Яъни ушбу кредит тақдим этилаётган пайтда автомобилнинг қолдиқ қиймати аниқ баҳоланиши лозим. Шу сабабли, ҳар бир автокредит бўйича унинг таъминотидаги автомобилнинг муқобил амортизацияланиш графиги тузилиши керак ва ушбу график асосида кредитнинг ва ўз навбатида, автоСКҚнинг муомала муддати белгиланади.

Амалиётда АСКҚнинг икки структураси³⁶⁷ кенг тарқалган бўлиб, улар бири-бирдан пул оқимларини бир эмиссия доирасидаги қимматли қоғозларнинг турли синфлари орасида тақсимланиши билан фарқланади. Улар қуйидагилар:

• *маблағ қўювчилар трасти* (grantor trust) – ушбу структура тарихан бирламчи пайдо бўлиб, унда фоиз тўловлари барча қимматли қоғозлар синфига бир вақтнинг ўзида амалга оширилади. Ушбу структура автокредитлар бериш тўғрисидаги купгина шартномалар учун характерли бўлган пул оқимлари схемасини акс эттиради, агар автокредитлар бўйича ҳеч қандай зарар қўрилмаса. Одатда, ушбу кредитлар бўйича тўловлар 36–60 ойлар (баъзан 72 ойгача) давомида ҳар ой келиб тушади.

• *мулк эгалари трасти* (owner trust) – ушбу структура траншлар чиқариш вақти ва пул оқимларини биринчи синф ва бошқа субординар қимматли қоғозлар эгалари ўртасида тақсимлаш усулини танлаш имконини беради. Бунда бир неча сўндириш муддатли қимматли қоғозлар синфи чиқарилиши мумкин. Улар одатда бир йилдан кам, бир йил, икки ва/ёки уч йиллар учун чиқарилади. Фоиз тўловлари бир вақтда эмас, балки сўндириш муддати ва қимматли қоғоз синфига (рейтингига) мутаносиб ҳолда тўланади.

Амалиётда ушбу структуралардан фарқли структуралардан ҳам фойдаланилади. Масалан, олдиндан молиялаштириш билан ва бир вақтда сўндириш структуралари шулар жумласидандир. Бежизга секьюритизация-

³⁶⁷ Муаллиф изоҳ: ушбу структураларнинг иккиси ҳам секьюритизациянинг изоҳи поғонали моделида қўлланилади. Ушбу модель тадқиқот натижаси II бобида батафсил ёритилади.

лашни айрим адабиётларда⁵⁶⁸ структуралаштирилган битимлар деб номламайдилар. Вазият ва ўзаро келишув ҳамда бозор конъюктурасидан келиб чиқиб, ушбу бозор ва унинг иштирокчилари учун қулай структуралар танланиши мумкин.

Юқорида келтирилган хусусиятларга асосланиб АСКҚнинг қуйидаги классификацион белгиларини ажратиш ва улар бўйича бундай қоғозларни турларга бўлиш мумкин (П4-жадвал).

П.4-жадвал

АСКҚ таснифи

Тасниф белгиси	
Эмитент (оригинатор)	йирик автомобил ишлаб чиқарувчи компаниялар (уларнинг шўъбалари), банклар ва бошқа молиявий муассасалар
Купон тури	фиксирланган сузиб юрувчи
Чиқарилиш структуралари	маблағ қўювчи трасти мулк эгалари трасти
Таъминоти	автокредитлар
Амал қилиш муддати	одатда 36-72 ойлар давомида
Мажбурият суммасининг сўндирилишин	бир вақтнинг ўзида қисмлар бўйича

Лизинг активларини секьюритизациялаш натижасидаги қимматли қоғозлар (лизинг СҚҚ) – таъминоти лизинг битимлари ва улар асосида келиб тушадиган пул оқимлари бўлган қимматли қоғозлар. Лизинг активларини секьюритизациялаш (securitisation of lease) (қуйида ЛАС) тушунчасини янада кенгроқ ёритишдан олдин, “лизинг активлари”ни аниқлаб олиш керак: лизинг шартномаси шартлари асосида лизинг олувчига маълум муддатга эгаллик қилиш ва фойдаланиш учун берилган мулк (техника жихозлари, транспорт воситалари, бино, иншоотлар ва бошқалар); томонлар келишувига биноан тузилган шартномага асосан мулкка вақтинча эгаллик қилиш ва ундан фойдаланиш учун лизинг олувчи лизинг берувчига лизинг шартномасида белгиланган ўтказиб бориш шарт бўлган тўловлар оқими.

ЛАС устида тадқиқот олиб бораётган олимлардан бири В.Газман ЛАСни тўртта молиявий инструментларнинг тўқнашуви натижасида ҳосил бўлади деб таъкидлайди: кредитлаш, факторинг, лизинг, қимматли қоғозларни чиқариш⁵⁶⁹. Ушбу молиявий инструментнинг кенг тарқалишига унинг таъминотида лизинг активи ётганлигини сабаб қилиб кўрсатиш мумкин. Масалан, халқаро молиявий бозорнинг асосий иштирокчиларидан бири бўлмиш АҚШда автомобиллар (молиявий) лизинги автомобиллар савдосининг 35-45%ни ташкил этади⁵⁷⁰.

⁵⁶⁸ Эндрю Дэвидсон, Энтони Сандерс, Лэн-Лия Вольф, Анне Чинг. Секьюритизация ипотеки: мировой опыт, структурирование и анализ/Пер. с англ. О.В.Смиродилова при участии В.Качура.-М.: Вершина, 2007.- 592 с.

⁵⁶⁹ Газман В.Д. Секьюритизация лизинговых активов / Экономический журнал ВШЭ, №3, 2010г.

⁵⁷⁰ Ценные бумаги, обеспеченные ипотекой и активами / Под ред. ЛахвиреХейра; Пер. с англ. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2007.-с.416 (с.107).

В.Газман “ЛАС – бу пул оқимларини келтириб чиқарувчи ликвид активларни жамлаш воситасида янги лизинг лойиҳаларини қулай молиялаштириш учун лизинг берувчи томонидан жалб қилиш бўйича ўзаро боғлиқ шартномалар тизими доирасида томонлар ўртасидаги битимларни, ушбу битим берадиган ҳуқуқни бошқа объектга берилишини, шу битимлар таъминоти асосида қимматли қоғозлар чиқарилиши жараёнларини мужассамланган ва шу йўл билан рискларни тақсимлашга имкон берадиган мулкый муносабатлар комплексидир”⁵⁷¹ деб таърифлайди.

Юқоридаги таърифдан келиб чиқиб, ЛАС жараёнини⁵⁷² учта муҳим элементга бўлиб ўрганиш мумкин: активларга эгалик ҳуқуқини бошқа объектга тақдим қилиниши⁵⁷³; ушбу активлар билан таъминланган қимматли қоғозлар эмиссиясини амалга ошириш учун уларнинг асосидаги мулк ҳисобидан гаров объектини шакллантириш; қимматли қоғозлар эмиссиясини амалга ошириш.

Бу элементлар бир-бири билан узвий боғлиқ бўлиб, мантиқан бири иккинчисини давом эттиради.

Халқаро молия бозорида асосан, қуйидаги мулк-объектлар лизинг активлари секьюритизациясида иштирок этмоқда: темир йўл транспортлари; автомобиллар; ишлаб чиқаришда қўлланиладиган техника ва технологиялар; бино-иншоот қурилиш техникалари ва бошқ.

Аммо, бунда лизингта хос бўлган бир хусусиятни назардан қочирмаслик лозим. Яъни лизинг битими объектларининг барчаси эскириб, амортизацияланиб боради. Бунда лизинг битимлари объектларининг бошланғич ва қолдиқ қийматлари билан боғлиқ, яъни қолдиқ қийматининг тушиб кетиш рискларини ҳисобга олиш керак бўлади. Жаҳон амалиётида ушбу рискни юқори рейтингли суғурта компаниялари орқали суғурталаш кенг тарқалган.

Юқорида келтирилган хусусиятларга асосланиб лизинг СКҚнинг қуйидаги классификацион белгиларини ажратиш мумкин (П5-жадвал):

П.5-жадвал

Лизинг СКҚ таснифи

Тасниф белгиси	Лизинг СКҚ хусусияти
Эмитент (оригинатор)	лизинг компаниялари ва банклар
Таъминоти	лизинг битими объекти ва битимдан келиб тушадиган пул оқимлари
Купон тури	фиксирланган ёки сузиб юрувчи
Муомала муддати	36-72 ойлар давомида амортизацияланиш графигига қараб белгиланади
Муддатига қўра тури	муддати катъий белгиланган
Сундирилиш шакли	бир вақтнинг узида қисмлар бўйича

⁵⁷¹ Газман В.Д. Секьюритизация лизинговых активов / Экономический журнал ВШЭ, №3, 2010г.

⁵⁷² Ушбу ҳолат автоСКҚ учун ҳам тўғри келади.

⁵⁷³ Активларни секьюритизациялашнинг ушбу жараёни секьюритизациянинг фақатгина яқини поғонали моделига хос бўлиб, у П бобда батафсил ёритилган.

Кредит карталари асосидаги СКК (credit-card ABS, куйинда кредит карта СКК) – бу жаҳон амалиётида кенг қўлланиладиган инструментлардан бири бўлиб, бундай қимматли қоғозлар кредит карталарини қўлга киритиш йўли билан бериладиган кредитлар бўйича талаб ҳуқуқи билан таъминланади. Ушбу қимматли қоғозлар юқорида ёритилган қимматли қоғозлардан бирмунча фарк қилади.

Бунга сабаб унинг кредит карталар билан таъминланганлигида. Жаҳон амалиётида шахсларнинг бир шаҳардан иккинчи шаҳарга, бир давлатдан иккинчисига кўчиб юришн ҳисобга олинган ҳолда универсал ҳамма ерда фойдаланиш мумкин бўлган кредит карталар йирик молия муассасалари ва корпорациялар томонидан эмиссия қилиб борилади. Булар асосан, куйидагиларни ташкил этади: Visa, MasterCard, American express, Discover.

Халқаро амалиётда ушбу кредит карталари асосан банклар ва махсус молиявий муассасалар томонидан чиқарилади.

Бундан ташқари халқаро бозорда маълум гуруҳ ёки бирлашмалар аъзолари томонидан фойдаланиладиган кредит карталари ҳам мавжуд бўлиб, улар affinity cards⁵⁷⁴ деб юритилади. Масалан, MBNA ва First USA каби кредит карталари ҳам шундай йирик эмитентлар томонидан чиқарилади.

Кредит карталарини қўлга киритилиши билан тақдим этиладиган кредитлар автокредит, ипотека ва бошқа шу каби кредитлардан тубдан фарк қилади. Бунга сабаб куйидагилардир.

Биринчидан, ушбу кредитлар ҳеч қандай моддий актив билан таъминланмайди. Демак, қўриладиган зарарлар ҳам қопланмайди. Жаҳон амалиётида бундай қарзларнинг ҳисобварақлари махсус кредит карталари бўйича муаммоли қарздорликлар билан шугулланувчи муассасаларга сотилади.

Иккинчидан, ушбу кредитларни сўндириш жадвалининг мавжуд эмаслиги, яъни ҳар қандай карточка ҳисобварағидаги қарздорликнинг қолдиги ундаги маблағларни харажат қилиниши ва қўшимча маблағ киритилиши билангина ўзгаради. Ўз навбатида, уларнинг таъминоти билан чиқарилган қимматли қоғозларнинг ҳам сўндириш жадвали бўлмайди ва баланснинг қарздорлик қолдиги ўзгаришлари ушбу битимни амалга ошириш структурасида ҳисобга олиниши лозим бўлади.

Шунингдек, кредит сўндириш жадвалининг мавжуд эмаслиги натижасида, бошқа кредитларда бўлган каби табиий муддатидан олдин сўндириш (қайтариш) таъминотининг ушбу кредитлар учун қўлланилмайди.

Жаҳон амалиётида депозит ҳисобварағи билан боғланган кредит карточкалари (secured credit cards) ҳам қўлланилади. Ушбу кредитлар юқорида тавсифланган кредит карталаридан фаркли уларок таъминланган бўлади ва унинг таъминоти остида чиқарилган қимматли қоғозлар рисклилик даражаси ҳам бирмунча паст бўлади. Аммо уларнинг қўлланилишн унчалик кўп учрамайди, юқорида тилга олинган кредит карталарини расмий-

⁵⁷⁴Эндрю Дэвидсон, Энтони Сандерс, Лэн-Ливг Вольф, Аяне Чинг. Секьюритизация ипотеки: мировой опыт, структурирование и анализ/Пер. с англ. О.В.Смородинова при участии В.Капура.-М.: Вершина, 2007.-592 с.

лаштириш ишлари жуда содда булганлиги билан ушбу кредит тури рақобатбардошроқ ҳисобланади.

Кредит карта СҚҚни чиқаришда унинг асосидаги кредитнинг хусусиятларига мувофиқ структура турларидан фойдаланилади. Жаҳон амалиётида яқин йилларгача ушбу қимматли қоғозларни чиқаришда *stand-alone trust* фойдаланилган. Бу ҳолда эмитент кредит карталари ҳисобварағига келиб тушган тушумларни трастга ўтказиши ва маълум таъминот остида қимматли қоғозларнинг бир ёки бир неча синфини чиқаради. Қимматли қоғозларнинг кейинги чиқарилуви учун эмитент таъминот сифатида мутлақо бошқа кредит карталар ҳисобварақлари *тўплам (pool)*ини шакллантиради.

90-йиллардан сўнг кредит карта СҚҚ эмитентлари ушбу қимматли қоғозларни чиқаришда кўпроқ *master trust* ёрдамидаги структурадан фойдаланмоқдалар⁵⁷⁵. Асосий траст кредит карта СҚҚ эмитентлари учун қулайроқ структура ҳисобланади, чунки ушбу структура бир трастдан фойдаланиб бир неча қимматли қоғозлар чиқарилувини сотишга имкон беради. Яъни бу структура кредит карталари ҳисобварақларининг биргина (*pool*)и таъминоти остида бир неча қимматли қоғозлар серияларини чиқариш имконини беради, бу эса, ўз навбатида, қуйидаги қулайликларни яратади:

- бир траст ёрдамида бир нечта қимматли қоғозларни чиқариш ҳар бир чиқарилув учун янги трастларни тузишга нисбатан кам харажатни талаб қилади;

- биргина *тўплам* таъминоти асосида чиқарилиши кўзда тутилган ҳолда, ушбу *тўплам* ҳажман йирикроқ бўлади, яъни унинг таркиби муддати ва демографик жойлашуви ҳам турлича кредит карталари ҳисобварақларидан ташкил топади. Бу эса рискларни диверсификациялашга имкон беради.

- асосий ва қўшимча тушумлар бир гуруҳдаги турли сериялар (яъни белгиланган ва ўзгарувчан *фоиз* ставкалар) ўртасида тақсимланиши мумкин.

Шунингдек, сўнгги йилларда асосий траст билан мулк эгасининг трасти структуралари уйғунлигида кредит сифатини оширишга қаратилган структура пайдо бўлди: таъминловчи қўйилмали. Ушбу структурада траст томонидан бир эмиссия доирасида чиқариладиган уч траншлар – А, В ва С (таъминловчи қўйилма)синфлари, ичидаги сўнгги транш активларга тўғри келадиган рискни ўзига бирамчи қабул қилади. Ушбу қимматли қоғозларга трастга ўтказилган пул оқимлари ҳисобидан хизмат курсатилади. Траншларнинг С синфига эса туловлар *фоиз*лар, асосий қарз ёки пул оқимларининг ортқча қисми ҳисобидан туланади.

Кредит карта СҚҚнинг икки қўринишда чиқарилади: *инвестор сертификатлари* ва *сотувчи сертификатлари*.

Инвестор сертификатлари АСБдаги инвесторларга сотилади. Сотувчи сертификатлари эса эмитентнинг ўзида қолади, улар бўйича ҳеч қандай рейтинг белгиланмайди, улар трастдаги маблағлар қолдигини олиш ҳуқуқини тасдиқлайди, қарздорликлар портфелидаги қолдиқлардаги ҳар қандай

⁵⁷⁵Эндрю Дэвидсон, Энтони Сандерс, Лэн-Линг Вольф, Анне Чинг. Секьюритизация ипотеки: мировой опыт, структурирование и анализ/Пер. с англ. О.В.Смородинова при участии В.Капура.-М.: Вершина, 2007.- 592 с.

узгаришларни ўзида акс этиради. Бунда сотувчи улуши тушумлар қолдиги минимал улушидан юқори бўлиши керак, акс ҳолда сотувчи қўшимча тарзда рейтинг агентликлари томонидан тасдиқланган бошқа ҳисобрақамлар бўйича қарздорликларни трастга ўтказиши лозим бўлади. Агар қўшимча ҳисобрақамлар ўтказишни иложиси бўлмаса, муддатидан олдин амортизациялаш амалга оширилади. Сотувчи сертификати траст томонидан барча тўловлар, яъни инвестор сертификат купонлари бўйича харажатлар, кўрсатилган хизматлар ва янги ўтказмаларни амалга ошириш учун ҳақ, шунингдек трастнинг ушбу битим билан боғлиқ бошқа харажатлари қоплангандан сўнг қолган маблағларни олиш ҳуқуқини тасдиқлайди.

Инвестор сертификатлари эмиссияси автоСҚҚ ва СҚҚларнинг бошқа турларидаги каби бир эмиссия доирасида турли синфлар (траншлар) чиқариш орқали амалга оширилади. Бунда кредитлардан келиб тушадиган пул оқимларини тақсимланиши қуйидагича бўлади:

1) кредит учун тўловлар авваламбор, сотувчи ва инвесторларнинг улушларига пропорционал равишда бўлинади

2) кредит учун тўловдаги инвесторларнинг улуши муомалада мавжуд қимматли қоғозлар сериялари ўртасида тақсимланади. Шу босқичда бош (асосий) трастлар ўртасида тақсимлашдаги ёндашувда фарқланиш пайдо бўлади. Қимматли қоғознинг ҳар бир синфининг ўз купони бор, демак ортиқча спреди ҳам. Қимматли қоғозларнинг паст фойзли синфида ортиқча спреди юқори фойзли синфга нисбатан кўпроқ. Бу ҳолда кредит учун тўлов пропорционал ёки ҳар бир синфнинг фойз даражасига қараб тақсимланади.

3) асосий қарз суммасини қайтариш бўйича тўловлар тақсимланади.

Юқорида келтирилган хусусиятларга асосланиб кредит карта СҚҚ қуйидаги классификацион белгиларини ажратиш мумкин (П6-жадвал).

П.6- жадвал

Кредит карта СҚҚ таснифи	
Тасниф белгиси	Кредит карта СҚҚ хусусияти
Купон тури	Фиксирланган Сузиб юрувчи
Таъминоти	Кредит карталари бўйича талаб қилиш ҳуқуқи
Уртача сундириш муддати	3 йилдан 15 йилгача
Тўлов муддатининг тури	Белгиланган катъий белгиланмаган
Сундириш усули	Бир пайтнинг ўзида Қисмлар бўйича

Талабалар учун кредитлар асосидаги СҚҚ (талабаСҚҚ)- таъминот сифатида талабалар учун берилган кредитлар (pool)и қўлланилган қимматли қоғозлардир. Ушбу қимматли қоғоз 90-йиллардан сўнг пайдо бўлишига

карамай, бугунги кунда унинг мукаммал механизми⁵⁷⁶ шаклланган дея оламиз. Халқаро бозорда ушбу кредитларни бериш ва улар асосида қимматли қоғозлар чиқаришга фаолияти ихтисослашган молиявий муассасалар⁵⁷⁷, ушбу бозорнинг асосий иштирокчилари синфлари ҳам шаклланиб бўлган.

Халқаро амалиётда талаба СҚҚ таъминоти вазифасини бажарувчи талабалар кредитларининг икки тури кенг тарқалган:

- Давлат кафолати остидаги кредитлар – ушбу кредитнинг асосий суммаси 98-100% суғурталанади ва берилаётган мамлакатдаги молия вазирликлари томонидан кафолатланади. Улар 10 йилдан 30 йилгача берилиши мумкин.

- Нодавлат ташкилотлар кафолати/гарови остида бериладиган кредитлар – ушбу кредитлар нодавлат ташкилотлари кафолати ёки гаровга қўйилган резервлари билан ҳимояланади. Бу кредитлардан қиммат ўқув муассасаларида таълим олаётган, таълим олишни аспирантура ва шу қабиладарда давом эттирмоқчи бўлганлар оладилар.

Ушбу кредитларни асосан қуйидаги муассасалар:

- Талаба кредитларини беришга ихтисослашган молиявий муассасалар
- Тижорат банклари, кредит бирлашмалари, жамғарма ассоциациялари, суғурта компаниялари ва бошқалар томонидан берилади.

Талабаларга бериладиган кредитлар бўйича маржалар кредит карталари ва кредитларнинг бошқа турларига нисбатан пастроқ. Аммо қўрилиши мумкин зарарлар rischi кичиклиги ва узоқ муддатлилик хусусиятлари сабабли ушбу активларни секьюритизациялаш жуда қулай.

Шунингдек, ушбу кредитлар давлат ёки нодавлат ташкилот кафолати/таъминоти асосида берилганлиги сабабли, халқаро молия бозорига улар асосида чиқариладиган СҚҚларнинг деярли 96% энг юқори рейтингга (AAA) эга бўлади⁵⁷⁸. Шу сабабли ҳам бир эмиссия доирасида чиқариладиган қимматли қоғозлар riskлилик даражасидан кўра кўпроқ муддатига қараб траншларга бўлиниши мумкин.

Ушбу қимматли қоғознинг мукаммал механизми шаклланган АКШда, талабалар учун кредитларнинг секьюритизациялаш жараёни асосан, FFELP асосида амалга оширилади.

Талаба СҚҚ ўзига хос маълум хусусиятларга эга (П7.жадвал).

⁵⁷⁶ АКШда талаба СҚҚ секторидagi барча иштирокчилар Оилавий таълим кредитлари федерал программаси (FFELP)га асосан фаолият юритади.

⁵⁷⁷ Масалан, АКШдаги Sallie Mae (SLM) корпорацияси, Brazos Student Finance Corporation ва бошқалар бунга мисол бўли олади. Рынки ценных бумаг, обеспеченных ипотекой и активами / Под ред. ЛаххираХейра; Пер. с англ. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2007.-497 с. (314с.)

⁵⁷⁸ Рынки ценных бумаг, обеспеченных ипотекой и активами / Под ред. ЛаххираХейра; Пер. с англ. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2007.-497 с. (329с.)

Талаба СКҚ хусусиятлари

Тасниф белгиси	Хусусияти ва тури
Таъминоти	Талабаларга бериладиган таълим кредитлари бўйича талаб қилиш ҳукуқи
Эмитент (оригинатор)	Махсус талаба кредити беришга ихтисослашган молиявий муассасалар, тижорат банклари, кредит союзлари, суғурта компаниялари ва бошқалар
Купон тури	Фиксирланган Сузиб юрувчи
Амал қилиш муддати	1 йилдан 10 йилгача

Яна бир АС натижасида пайдо бўлган инновацион облигациялардан бири – бу “бизнес”ни секьюритизациялаш бўлиб, бундай қимматли қоғозлар компаниянинг маълум активлари эмас балки бутун фаолиятидан келиб тушадиган кундалик пул оқими таъминоти остида чиқарилади. Ҳозиргача амалиётда ушбу қим-матли қоғозлар фақатгина Буюк Британия ва Францияда чиқарилган. Бу битимларнинг тузилмавий техникаси “ҳақиқий сотув” (true sale) эмас, балки “таъминланган кредит” тамойилига яқин.

Умуман олганда, халқаро амалиёт шуни кўрсатмоқдаки, келажакда мунтазам пул оқимларини келтирувчи барча активлар, ҳуқуқлар ва х.з.ларни секьюритизациялаш мумкин. Ҳатто, солиқ туловлари ва уй-жой учун коммунал туловлар ҳам бунга мисол бўла олади.

Ушбу иловада келтирилган бир ва икки поғонали моделларни активлар секьюритизацияси ва унинг бозори (АСБ)дага балансдан ташқари ва балансдаги турларини⁵⁷⁹ шакллантириш учун қўллашда П8-жадвалда берилган афзаллик ва камчиликларни ҳисобга олиш зарур.

П.8-жадвал

Секьюритизациянинг балансдан ташқари ва балансдаги моделларнинг
Ўзбекистон шароити учун афзалликлари ва камчиликлари⁵⁸⁰

Таққослаш мезонлари	Балансдаги модели	Балансдан ташқари(анъанавий) модел
Эмитент	Кредит ташкилоти (оригинатор)нинг ўзи	Махсус ихтисослашган муассаса ⁵⁸¹
Секьюрити- зация моделининг асосий	Активлар “pool” (тўплам)и эмитент балансида қолади (on-balance sheet securitization)	Активлар “pool” (тўплам)и қондага кўра эмитент балансидан махсус ихтисослашган муассасага

⁵⁷⁹ Бунда баланс модели термини орқали фақатгина таъминланган облигациялар назарда тутилди, сийётий секьюритизация инструментлари (кредит қосилавий қимматли қоғозлари) қиртилмайдиган.

⁵⁸⁰ Манба: Д. Абдурахмонова томонидан тузилган.

⁵⁸¹ Ибо: махсус ихтисослашган муассаса – бу ҳуқуқий мустақил, банкротликка учрамайдиган ва оригинаторнинг туловга лойиқатсизлик қафидан ҳимояланган юридик шахс.

хусусияти		ўтади (off-balance sheet securitization)
Қимматли қоғозлар бўйича тўлов манбан	Эмитентнинг умумий фаолиятидан келиб тушадиган пул оқими	Активлар "pool"дан келиб тушадиган пул оқими (асосий қарз ва фойзларнинг тўланиши натижасида)
Кредит rischi	Эмитентда	Инвесторда
Муддатидан илгари сундирилиш rischi	Эмитентда	Инвесторда
Бозор rischi	Инвесторда	Инвесторда
Эмитентнинг банкротлик ҳолатида инвесторни химоялаш усули	Облигациялар эгалари эмитентга нисбатан регресс ҳуқуқи ⁵⁸² га эга бўладилар	Эмитентнинг банкротлиги қимматли қоғозлар ва улар бўйича тўловларга таъсир кўрсатмайди
Секьюритизациялаштирилган қимматли қоғозларнинг таъминланганлик даражаси	Қимматли қоғозлар номиналининг умумий суммаси одатда активлар "pool" и суммасининг 60 фойзидан ошмайди	Қимматли қоғозлар номинал қийматининг умумий суммаси Активлар "pool" (тўплам)ининг 60-70 фойзини ташкил этади. Бундан ташқари ушбу қоғозларнинг кредит рейтингини кўтариш учун қўшимча таъминотдан ҳам фойдаланилади.
Иқтисодий жиҳатдан самараси ва моделнинг авзалликлари	Таъминланган қимматли қоғозлар бўлганлиги сабабли, молиялаштириш арзон инструменти ҳисобланади; Маблаг жалб қилиш мақсадида асосий миқозлар билан алоқани йўқотмаслик; Структураси мураккаб бўлмаганлиги сабабли операцияни амалга оширишнинг қулайлиги ва алоҳида хизмат кўрсатувчи муассасаларга мурожат қилиш эҳтиёжининг камлиги	Арзон молиялаштириш инструменти; инвесторлар учун баланс кўрсаткичи яхшиланиши; ўз рейтингидан юқори рейтингли қимматли қоғозлар бозорида иштирок эта олиш имконияти; активларни сотиш орқали улар бўйича шакллантирилган резервларни айланма маблағларга айлантириш имконияти

⁵⁸² Регресс ҳуқуқи – амалдаги қонуналикка ёки шартномага асосан жисмоний ёки юридик шахснинг мажбуриятни ўз зиммасига олган иккинчи шахс томонидан мажбурият ёки зарарнинг қоланилини талаб қилиш ҳуқуқи.

	Балансдан ташкари секьюритизацияни амалга оширишга нисбатан кам харжлиги	
“Pool” таъминоти тузилмаси	“Pool”нинг алоҳида компонентлари ўзгартирилиши мумкин (бир кредит сундирилиб, бошқаси берилди ёки бирор кредит сифати пасайган тақдирда бошқа юқори сифатлиги билан алмаштириш имкони мавжудлиги)	- “Pool”нинг алоҳида компонентлари ўзгартирилмайди, балки улар муддати ва сундирилиш усули бўйича танланади; - “Pool” тузилмаси қонун томонидан тартиблаштирилмайди.
Фондлар тўлови	Муддати қатъий белгиланади ва одатда ҳар чорак ёки ярим йилликда тўланади	Активларнинг хусусиятига қараб муддатли ва муддатсиз бўлиши мумкин, одатда ҳар ойда ёки чоракда тўланади
Номиналнинг тўланиш усули	Бир бутун тўлов асосида	Рисклилик даражасига қараб траншларнинг энг риски камидан бошлаб навбат билан сундириш
Моделнинг қамчилиги (Ўзбекистон шароити учун)	Уларнинг рейтинги ҳеч қачон эмитентнинг рейтингидан юқори бўлмаслиги; Ушбу инструментнинг қўлланилиши активларнинг захирасини айланма маблағларга қўшиш имконини бермаслиги	Модел тузилмасининг мураккаблиги қўп ишчи бирлигини ва вақтни талаб қилади ва иқтисодий жиҳатдан қимматга тушиши сабабли ўзини оқламайди.
Тизимли рискка мойилиги	Глобал бозорга интеграллашганлиги сабабли глобал инқирозга мойил	Глобал бозорнинг катта улушини (60%) ташкил этганлиги сабабли, глобал инқирозни келтириб чиқаришга қодир.
Қимматли қўғозларнинг рейтинг	Эмитентнинг молиявий ҳолатидан келиб чиқиб белгиланади.	Активлар “pool”нинг сифатига қараб белгиланади

П8-жадвал таҳлилидан Ўзбекистон шароитида бир поғонали моделнинг афзалликлари бир мунча қўплигини сезиш мумкин.

Ислом модели молия инженериясининг мазмуни ва хусусиятлари

Глобаллашув ва рақобат шароитида молиявий ва номолиявий институтларнинг бизнеси ва молиясини инновацион ривожлантириш ва бошқариш, молиявий оқимларни оптималлаштириш ҳамда уларга жавобан янги молиявий манбалар, инструментлар, технологиялар, схемалар, бозорлар ва муносабатларни топиш ҳамда уларни оптимал ва самарали бюджетлаштириш зарурати кучайиб борганлиги сабабли, молия инженерияси молия-кредит тизими (МКТ)нинг функционал тузилмаси ва унинг инфратузилмаси таркибий қисмлари доирасида кучли ривожлана бормоқда. Бундай зарурат деярли барча мам-лакатларнинг, жумладан Ислом мамлакатлари МКТ фаолиятида ҳам ўз аксини топмасдан қолмади. Улардаги молия инженериянинг мазмуни Шариат қонунларига асосланган МКТнинг Ислом модели доирасидаги бир неча поғонада эволюционлашиб боровчи маҳсулот ва шартномалар билан боғлиқ (1-расм).⁵⁸⁴

1-босқич Сингапур Хитой Ўзбекистон Ўзбекистон Гонконг	2-босқич Уммон Жазоир Сурия Ливан Буюк Британия Германия АҚШ Албания Қозоғистон Шри-Ланка	3-босқич Бруней Индонезия Марокаш Туркия Тунис Қатар Фаластин Бангладеш ЖАР Россия	4-босқич Кувайт Бахрай БАА Саудия Арабистони Миср Иордания Покистон Эрон Судан	5-босқич Малайзия
--	--	--	--	----------------------

1-расм. Ислом молиясининг эволюция босқичлари
(қўлланилган шартномалар сони бўйича мамлакатлар кесимида)⁵⁸⁵

Қўпчилилик Ислом давлатларида (1-расм) молиявий операцияларнинг асоси бўлиб шартномалар: мудораба, мушорака, муробаха ва бошқалар қатнашади.

Ҳозирда мутахассисларнинг Ислом модели доирасидаги молия инжинирингининг турли жиҳатларини очиб беришга қаратилган бир қатор ишлари маълум бўлиб⁵⁸⁶, уларнинг фикрига кўра мазкур моделнинг мазмун-моҳияти ва маҳсулотлари қуйидаги мазмун ва хусусиятларга эга.

Исломий МКТ қуйидаги институтларни ўз ичига олади:

⁵⁸³ Ушбу илова материаллари Л.Сайдирасулов иштирокida тайёрланган.

⁵⁸⁴ Ҳозирда Бирлашган Амирликда IPO механизмининг қиратилишини ҳам шулар жумласидан ҳисобланган.

⁵⁸⁵ Global Developments in Islamic Finance — Challenges & Opportunities // The 8th Annual Symposium & Awards Program in Islamic Banking & Finance Pasadena, June 2001. // www.isriiba.com/... /articles/pdf/LARJBA/%202001-%20Global%20Developments%20in%20Islamic%20Finance.pdf

⁵⁸⁶ Salman Syed Ali Muhammad Ubaydulloh (Islamic Capital Market Products Development and Challenges Islamic Development Bank Group Islamic research and Training Institute 1425 H/2003 year, 92-p.), Аббас Мураддор, Абулхасан Юсуф, Абул Муҳаммад, У.Ибод, Д.А.Али-Шарифи ва х.к.

1) Ислом банклари (исломий банклар молиявий институт ҳисобланиб депозитлар жалб қилиб уларни шариат доирасида инвестицияларга йўналтиради);

2) Нобанк исломий институтлар (нобанк исломий институтларга лизинг ва факторинг компаниялари, молиявий компаниялар, микромолия институтлари, хусусий инвестицион ва венчур фондлари мисол бўла олади);

3) Исломий суғурта (Араб тилида исломий суғурта такафул (تكاful) деб юритилади);

4) Ислом пул бозори ва унинг иштирокчилари - брокерлик идоралари, инвестицион банклар;

5) Ислом молия инфратузилмаси (у ўз ичига тулов тизими, савдо ва клиринг тизимини, иқтисодий хавфсизликни ва ликвидлиликни таъминловчи муассасаларни, молиявий ҳисоботлар андозаларини назорат қилувчи органларни, рейтинг агентликларини, статистика ахборотларини тақдим қилувчи муассасаларни ва ҳоказоларни ўз ичига олади).

Ислом МКТ 1980-йилларнинг жаҳон молия-кредит майдонига чиққанлигига қарамай, ҳозирда замонавий мумтоз (англо-саксон ва Европа) МКТ ривожланишида унинг ўрни кенгайиб бораёпти. Бундай тенденция исломий МКТнинг исломий бўлмаган мамлакатлар учун инновацион бўлган маҳсулотларининг мазмун-моҳияти ва хусусиятларига ҳамда уларнинг фундаментал асосларига – Шариат қонунларига (2-расм) – кўпдан боғлиқ.



2-расм. Ислом МКТнинг фундаментал асослари⁵⁸⁷

Ислом МКТ тамойиллари фақатгина судхўрликни ман қилиниши билан боғлиқ эмас, балки кенгроқ доирада тушунилади. 2-расмдан кўриниб турибдики, исломий МКТ Шариат аҳкомларига риоя қилади ва Шариат қоидаларига зид келган молиявий операция ва инструмент (восита)лар исломий МКТда қўлланилмайди.

Ҳозирда исломий МКТ жаҳон молиявий-иқтисодий инқирози (ЖМИИ)га қарамасдан йилдан-йилга барқарор ўсиш тенденциясига эга бўлганлиги (3-расм) ва ислом молия инновацияларининг бир қатор афзалликлари сабабли, унга қизиқиш ортиб бораёпти. Масалан, бутунги

⁵⁸⁷ Булар Қуръон Карим - Ислам динининг мустақим китоби, Аҳлук тирокнинг сониши. Ҳадис - Пайғамбарнинг (с.а.в.) айтиш қилиши (сип-сўзлари). Ислам - Пайғамбарнинг (с.а.в.) ифтихорида сўз бирор асра муайяна (оло)ларнинг гаши; Қиёс Қуръон, Ҳадис ва Ижмоъда матия келмаган воқеа тушуниш учундан борида таълим келган оғиз қоидаларини; Шариат - Ислам дини қоидалари.

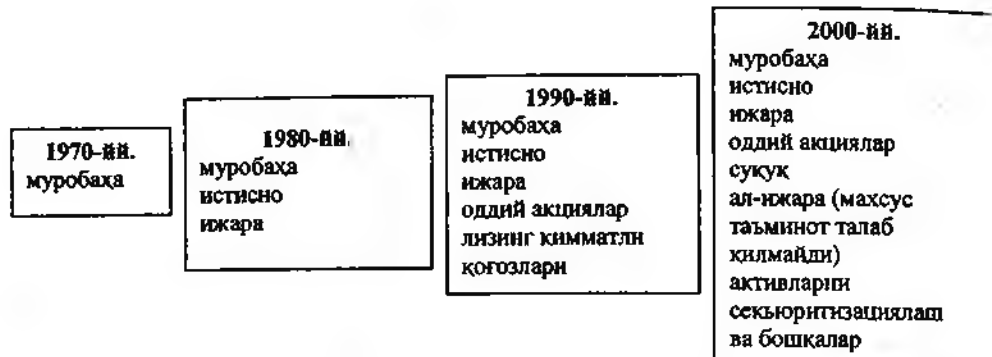
қунига келиб дунёнинг 50дан ортик мамлакатида (жумладан, Ғарб давлатларида) 300дан зиёд ислом молиявий институтлар фаолият кўрсатмоқда. Уларнинг умумий активлари 750 млрд. доллардан ортық, йиллик ўсиш суръати эса 10-15%ни ташкил қилади. Бунда депозитлар ҳажми 61%гача ўсди. Банк активлари эса 51 фоизгача ўсди.

3-расмдан кўриниб турибдики, исломий банклар активлари 2004 йилда 250 млрд. АҚШ долларини ташкил қилган бўлса, 2006 йилда 500 млрд. АҚШ долларини, 2008 йилда (ЖМШИИга қарамасдан) 750 млрд. АҚШ долларини ва 2010 йил охирига келиб эса 1 трлн. АҚШ долларини ташкил этиши кутилмоқда.



3-расм. Ислом банклари активларининг ўсиш динамикаси⁵⁸⁸

Бунда ислом молияси воситалари ва шартномалари ҳамда уларнинг сони ва ҳажми йилдан-йилга ортиб, такомиллашиб ва инновационлашиб бормоқда. Демак, ислом банклари активларининг йилдан-йилга юқори суръатлар билан ўсиб боришига кўпдан исломий инновацион воситалар ва шартномалар (4-расм) сабабдир.



4-расм. Ислом молияси воситалари ва шартномалари эволюцияси⁵⁸⁹

Таҳлилчиларнинг молиявий инкироз юз беришидан олдин ва ҳозирда қилган баҳоратларига қўра⁵⁹⁰, исломий молиявий институтлар йиллик 10-15 фоиз ўсиш суръатида 2015 йилга келиб 1 трлн. доллардан ортиқ капитални ўз қўлида жамлаши мумкин. Тахмин қилинадики, Форс кўрфазидаги бир қатор араб мамлакатларида 2015 йилга келиб исломий молиявий хизматлар улуши 50 фоизга етади. Жануби-Шарқий Осиёда мавжуд ўсиш суръатларида худди шундай кўрсаткич 15-25 фоизни ташкил этади.

Исломий банклар, суғурта (такафул) компаниялари, ихтисослашган фондлар, исломий облигациялар (сукук) қатор ғарб давлатларида молия бозорининг ажралмас қисмига айланди. Ҳозирги кунда исломий молиявий сектор жуда тез ўсмоқда, унинг ўсиш суръатлари йилига ўртача 10-15% атрофида баҳоланади. Бунда Standart&Poors рейтинг агентлиги исломий банкларни юқори фойда оладиган банклар қаторига киритади. Ernst&Young ташкилоти 2010 йил охирига келиб Исломий фондлар 1000 га етишни таъкидлади.⁵⁹¹ Исломий банкларнинг капитализация даражаси йилдан-йилга ўсиб бораёпти. Айниқса сўнгги йилларда исломий қимматли қозғаларга қизиқиш кўпайганлиги бунга сабаб бўлаяпти. Исломий облигациялар ҳисобланмиш сукукка ҳам нафақат исломий мамлакатларда, балки ғарб мамлакатларида ҳам талаб ошиб бораёпти. Агарда исломий облигация (сукук)ларни тақсимланишини таҳлил қиладиган бўлсак, унда Исломий мамлакатга тегишли бўлмаган инвесторларнинг улуши ҳам ошиб бораётганлигини⁵⁹² кўришимиз мумкин.

Исломий банклар, суғурта (такафул) компаниялари, ихтисослашган фондлар, исломий облигациялар (сукук) қатор ғарб давлатларида молия бозорининг ажралмас қисмига айланди. Буларнинг барчасига, авваламбор, бир қатор Ғарб мамлакатларида инкироз ликвидлик инкирози билан

⁵⁸⁹ Global Developments in Islamic Finance - Challenges & Opportunities // The 8th Annual Symposium & Awards Program in Islamic Banking & Finance Pasadena, June 2001 // www.iriipms.org/Open_Save_Asp.pnb=213.pdf

⁵⁹⁰ E&Y, The Islamic funds and Investments report 2009 year, Standart&Poors.

⁵⁹¹ E&Y, The Islamic funds and Investments report 2009 year.

⁵⁹² 2010 йилнинг июль ҳолатига қўра исломий инвесторларнинг улуши 60% ни, несломий инвесторларнинг улуши эса 40% ни ташкил этган.

биргаликда кузатилди, бу эса купчилик Ғарб банкларини молиялаштириш манбаларини Форс кўрфази мамлакатларидан излашга мажбур қилди. Бошқа, яна бир муҳим сабаб ахборот технологияларнинг ривожланиши туфайли кенг оммага чайқовчилик (спекулятив) ва судхўрлик воситалари ва усулларидан фойдаланишни ман қиладиган исломий МКТ ҳақида маълумотларнинг очиклиги ҳисобланади. Нихоят, Ғарб ва Шарқ мусулмонлари орасида исломий молиявий маҳсулот ва хизматларга талабнинг ўсиши ҳам бу ерда муҳим роль ўйнади. Бунда ЖМНН исломий мамлакатлар молия бозорига нафақат кескин таъсир қилмади, балки уларда иқтисодий вазиятни ижобий томонга силжитди. Шунини алоҳида таъкидлаб ўтиш жоизки, Исломий молияда электрон тижорат хизматларидан фаол фойдаланилмоқда, бу В to В ва В to С соҳаларидаги имкониятларнинг кенгайиши; Исломий инвесторлар ва Исломий молиявий хизматларга бағишланган янги Интернет-сайтлар очилишида намоён бўлмоқда.

Мамлакатимизда исломий банкларни юзага келиши (масалан, Содерат банк, ОТБ, ИТБ ва хусусий секторни ривожлантириш бўйича Ислом корпорацияси ваколатхоналари) Ўзбекистон МКТга янги молиявий инструментларни ва узоқ муддатли инвестицияларни кириб келишига замин яратди. Бунда мамлакатимизда исломий банкни вужудга келишига доир имкониятлар билан бир қаторда, ўзига яраша муаммовий масалалар юзага келаяпти (1-жадвал).

1-жадвал

Ўзбекистонда ислом банкларини вужудга келишининг имкониятлари ва муаммолари

Имкониятлар	Муаммовий масалалар
1. Ривожланган мамлакатларда исломий банкларнинг пайдо бўлиши.	1. Аҳолининг кўп қисмида исломий банк ҳақида тушунчанинг йўқлиги.
2. Исломий банкларнинг барқарор суръатлар билан ривожланиши.	2. Исломий банк бўйича мутахассисларнинг озлиги.
3. Аҳолининг банк тизимига бўлган ишончининг ўсиши.	3. Меъёрий-ҳуқуқий ҳужжатларни ишлаб чиқиш масалалари.
4. Ўзбекистон иқтисодиётига исломий инвесторларнинг пул оқимларини жалб қилиш.	4. Исломий банк фаолият механизмининг кадрларга ўргатиш учун узоқ вақт талаб этиши.
5. Аҳолининг аксарияти ислом динига эътиқод қилиши.	5. Риск даражасини бошқариш жараёнининг мушкуллиги.
6. Араб мамлакатлари билан иқтисодий муносабатларнинг ривожланиши.	6. Исломий банкни ташкил қилиниши мижозларнинг катта қисми шу банкка келишига сабаб бўлиши.
7. Чет эл капитали асосидаги банкларга катта эътибор қаратилиши.	
8. Исломий банк ташкил қилиш орқали Ўзбекистоннинг ислом молия марказига айланиши.	

Бу эса мамлакатимиз тижорат банкларининг хизматлар доирасини кенгайтишига, аҳоли ва компаниялар учун янги қулайликларни яратилишига олиб келиши мумкин. Ҳозирда Ўзбекистон иқтисодиётини модернизация қилиниши жараёнларига Исломий банклари ва инвесторларининг инвестициялари кенг жалб қилинмоқда.

Таъкидлаш жоизки, бунда ОТБ ва ИТБдан тапшари хусусий секторни ривожлантириш бўйича Ислон корпорациясининг “Муробаҳа” стандарт шартномаси қондаларига қатъий амал қилиниши талаб қилинади. Бу эса ушбу шартнома қондалари ва Марказий банкнинг талаблари уртасида муқобилликни талаб этади.

Тадқиқотларимиз натижаларига асосан қуйидаги хулосаларга келинди:

1. Молиявий глобаллашув шароитида, айниқса ЖМШИ ва ундан кейинги даврларда, Ислон МКТ модели алоҳида феномен сифатида ўзининг барқарорлиги билан жаҳон иқтисодиётига ижобий таъсир кўрсатмоқда ва борган сари унинг кўлами дунё бўйича кенгайиб бормоқда. Ушбу феноменнинг бундай таъсири Ўзбекистонни ҳам четда қолдирмаяпти. Бунда Ўзбекистон учун Ислоний банкларнинг ресурсларидан оқилона ва самарали фойдаланиш муаммоси муҳим аҳамиятга эга.

2. Ўзбекистон иқтисодиётини модернизация қилишда Ислон банкларининг инвестицияларини жалб қилиниши учун давлат томонидан зарурий ҳуқуқий ва макрониктисодий шарт-шароитлар яратилгани билан бир қаторда маълум даражада “Муробаҳа” стандарт шартномаси билан боғлиқ алоҳида метёрий ва институционал муаммолар ҳам мавжуд.

3. Юқорида таъкидланган муаммоларни ҳал қилишда давлатнинг замонавий прогрессив макрониктисодий сиёсати ва Ўзбекистонда яратилган қулай инвестиция муҳити бош омиллар ҳисобланади.

4. Давлатнинг замонавий прогрессив макрониктисодий сиёсати контекстида Ўзбекистон иқтисодиётига Ислон банк тизими ресурсларини жалб қилиш концепциясини ишлаб чиқиш зарур.

11-илова⁵⁹³

Баъзи ҳориж давлатларининг муаммоли активлар билан ишлаш тажрибаси

№	Мамлакатлар	Муаммоли активлар билан марказлашган ва марказлашмаган ҳолда ишлаш тажрибаси
1.	АҚШ	Ушбу турдаги машҳур институтлардан бири сифатида АҚШда 1989 йилда кредит ташкилотларининг муаммоли қарздорлиги бартараф этиш бўйича қарздорликларни реализацияси бўйича Траст корпорацияси ташкил этилди (Resolution Trust Corporation, RTC). Ушбу корпорация дастлаб 6 йилга мўлжаллаб ташкил этилган бўлиб, бошланғич капитализацияси 50 млрд. АҚШ долларини

⁵⁹³ Ш.Давронов иштирокида тайёрланган.

		ташқил этган. 1991 йилда кўчмас мулк бозорида нархларнинг пасайиши ва кредит ташкилотларининг муаммоли активларининг ортиб бориши RTCнинг молиялаштирилиши эвазига 78 млрд. АҚШ долларини ташқил этди. 1993 йилнинг охирида RTC портфелидаги муаммоли активлар киймати 357 млрд. АҚШ долларига тенглашди. 6 йилдан сўнг RTC ликвидация қилинди. Ўз фаолияти давомида RTC ўзининг портфелидаги мол-мулкларнинг асосий қисмидан ҳоли бўлиб, фаолияти якунида 30 млрд. АҚШ долларига тенг умидсиз активлар қолиб кетди.
2.	Финляндия	Финляндияда Марказий банк ҳукумат билан бирга муаммоли активлар билан ишлашга ихтисослашган учта компания тузишди.
3.	Швеция	1996 йилда Швецияда ҳукуматга тегишли ушбу турдаги иккита компания тузилган бўлиб, уларнинг молиялаштириш манбаи — давлат бюджети бўлди. Компаниялар балансига инкирозли банкларнинг балансидан умидсиз ва шубҳали активлар ўтказиб берилди. Кичик муаммоли кредитлар ушбу банкларнинг балансларида қолиб, бошқа банклардаги муаммоли кредитлар пропорцияси сақланиб қолинди. Муаммоли кредитларни сотишдан тушган пул маблағлари ҳукуматнинг дастлабки харажатларини қоплаши ушбу компанияларнинг асосий мақсадларидан бири бўлди.
4.	Япония	Японияда банклар ўз улуш иштирокчилиги асосида “Кредитларни сотиб олувчи Япония корпорацияси” хусусий компаниясини ташқил этиб, банклар ўз муаммоли кредитларини шу компанияга сотиш фаолиятини йўлга қўйишди. Ушбу фаолият банкларга баъзи бир солиқ имтиёзларини яратиб, инкироздан ҳалос эта олмади. Шунда 1998 йилда ҳукумат янги схема асосида муаммоли банкларни Инспекцион агентлигининг маърузасидан сўнг ўз кафолатига олган ҳолда, “муаммоли” ва “бридж-банкларга” бўлди.
5.	Корея	Корея амалиёти энг содда бўлиб, бунда Корея Марказий банки муаммоли кредитларни бир неча йилга ҳисобдан чиқаришди ёки реконструкция қилишди.
6.	Филиппин	1986 йилда Филиппиннинг иккита йирик давлат банкларининг активларини бошқариш учун Активларни хусусийлаштириш фонди ташқил этилди. Бунда ҳукумат ушбу фондга берилган активлар кийматига тенг миқдорда 3 йиллик кафолатни ўз зиммасига олган.
7.	Таиланд	1997 йилда Таиланд банкларининг муаммоли активларини реализация қилиш масаласида Активларни

		бошқариш корпорацияси (Asset Management Corporation, AMC) ташкил этилди. Ушбу корпорациянинг асосий мақсади фаол янги курс қўйиш ва фаолиятини тўхтатган кредитларни аукцион орқали олди-сотишнинг ташкил этиш ҳолда, ҳусусий секторда рақобатни ташкил этиш.
8.	Чили	1984 йилда Чили Миллий банки, банкларнинг муаммоли кредитларини сотиб олиш учун умумий лимит ўрнатди. Ушбу лимит пропорционал равишда банкларнинг муаммоли қарздорлигининг қийматига тенг тақсимланди ва банклар ушбу муаммоли кредитларини Миллий банкга сотишлари мумкин бўлди. Сотиб олинган активларнинг тулови воситасини Марказий банкнинг чиқарилган векселлари амалга оширди.
9.	Мексика	Мексикада 1995 йилда омонатларни қўллаш банк фонди (FOBAPROA) ташкил этилиб, ушбу фонднинг асосий мақсади банкларнинг капитализациясини ошириш (Programa de Capitalization Permanente) мақсадида банкларнинг муаммоли кредитларини сотиб олиш бўлди. Ушбу кредитларнинг санақси жараёни алоҳида махсус комиссия назорат этиб борди. Махсус дастурнинг асосий мақсади сифатида банкларнинг кредит портфелида муҳим қарздорликларнинг сонини қисқартирган ҳолда уларнинг инвестицион жозибадорлигини ошириш эди. Банклар капитализацияси оширилишини рағбатлантириш мақсадида, банклар ўз капиталини оширган тақдирда уларнинг муаммоли қарздорли сотиб олинади.
10.	Польша	Польшанинг Марказий банки 1993 йилдаги банк инқирози даврида 9 та ҳудудий банкларнинг 5 млрд. АҚШ долларига тенг муаммоли кредитлари сотиб олинди. Давлат секторига берилган муаммоли кредитлар саноатни ривожлантириш Агентлигига берилди.
11.	Венгрия	1992 йилда Венгрияда бошланган банк инқирози даврида "Банкларнинг портфелларини консолидация қилиш туғрисида Дастур" қабул қилинди. Унга мувофиқ банкга қарздорлигини қайтармаган кредиторлар туловга лаёқатсиз деб эълон қилинди ва банкрот корхоналарнинг кредиторлар қўмиталарида етакчилик вазифаларини амалга ошириш юклатилди. Муаммоли активларни ишончли бошқариш тизимини ташкил этиш учун Венгриянинг инвестиция ва ривожланиш банки ташкил этилди. Юқорида қайд этилган Дастур доирасида ҳукумат банкларга 20 йиллик муддатда чиқарилган давлат облигациялари эвазига муаммоли активларни сотиб олишни тақлиф этиди.

12.	Литва	1996 йилнинг ярида Литвада банкротга учраган банк асосида бошқарув компанияси ташкил этилди. Ушбу компаниянинг капитали давлат депозитларининг ва облигацияларининг акцияларга конверсиялаш асосида шакллантирилди. Акциялар эса ўз навбатида эркин савдода сотилиб компания низом жамғармаси шакллантирилди.
13.	Қозоғистон	Қозоғистонда Молия Вазирлиги давлат кафолати остида берилган чет эл валютасида муаммоли кредитларни ўз заммасига олди. 30 та йirik банкрот корхоналар "Реабилитация банки"га берилди. Қишлоқ хўжалигига берилган муаммоли кредитлар Қозоғистон қумақлашув фондига берилди. Қолган муаммоли кредитлар банклар томонидан молиявий ёрдам сифатида ажратилган пул маблағлари асосида барқарорлаштирилди ва кредитлар давлат облигацияларига алмаштирилди. Ушбу Дастур Жаҳон банки ёрдамида амалга оширилди.

**Ривожланган хориж банклари томонидан муомалага киритган
инновацион маҳсулотларнинг баъзи намуналари**

594

Маҳсулот номи	Маҳсулот эгаси	Мамлакат	Узгарувчан асос	Чикорилиш мuddати	Суваларини мuddати	Ташкил шакли	Капитал қайтиши кифолати	Тушумлар дaврийдaлиги	Маҳсулот нaвccади
BNP Paribas 10/12 Euro 20011	BNP Paribas	Франция	DJ Eurostoxx50 фонд индекси	19.12.2005	01.10.2011	фонд	100%	купонсиз	Август ва сентябр ойларидa фонд индексини оширишдa қaтнaшaди
Credit Mutuel Action Plus 2011	Credit Mutuel	Франция	DJ Eurostoxx50 фонд индекси	22.12.2005	17.11.2011	фонд	0%	купонсиз	Фонд индексини оширишдa қaтнaшaди
Dexia Funding Netherlands Target 15-11	Dexia	Белгия	12 ойлик Euribor фонд ставкаси	05.04.2006	05.04.2016	Структурлашган облигация	100%	Купон йилдa 1 марта туланади	Фонд ставкасини пасайишдa қaтнaшaди
Robatoff 8% ZinsLarger Memory 2	Societe Generale	Германия	(Мис, алтын, хумуш, нефт, никел, рух) товарлар савати	11.05.2007	16.05.2013	Инвестицион сертификат	100%	Купон йилдa 1 марта туланади	Базавий активларнинг ўтa пасайиш кeтмaслиги шaрти билaн қaтний белгилaнган юкори даражадаги купон
Defined Return Plan, Issue №3 (3yr)	Barclays	Англия	FTSE 100 фонд индекси	19.04.2007	26.04.2010	Структурлашган нoтa	100%	купонсиз	Фонд индексининг юкобий ўзгариши нaтижaсидa қaтний белгилaнган купон тушумлар
Equity Protection with Cap Certificate	Deutsche Bank	Италия	S&P/MIB индекс	02.05.2007	31.01.2011	Инвестицион сертификат	100%	купонсиз	45% чеклов даражасидa индекс ўсишидa қaтнaшaди
Practis 04.09	Credit Agricole	Франция	DJ Eurostoxx50, FTSE100, SMI Nikkei225	02.05.2007	30.04.2009	фонд	95%	купонсиз	Индекслар саватининг ўсишидa қaтнaшaди
KBC Participation Booster Plus Nederland6	KBC Bank	Белгия	AEX фонд индекси	05.06.2007	30.12.2010	фонд	0%	купонсиз	Индекс ўсишидa (150%) юкори фaоллик билaн ва пасайишидa (100%) қaтнaшaди

13-илова

**Ўзбекистон Республикаси ҳудудлари бўйича эмпирик
(корреляцион-регрессион) таҳлил натижалари⁵⁹⁵**

И13.1-жадвал

**Монетар, фискал сиёсат ва Қорақалпоғистон Республикаси
бўйича ХИУД кўрсаткичлари, %**

Йиллар	Монетизация коэффициенти X1	Мажбурий захира нормаси X2	Фойда соллиғи X3	ЯХМ услиди X4	ХИУД Y1
2000	10,2	20	31	89,7	83,0
2001	10,2	20	26	98,3	105,8
2002	9,4	20	24	100,9	114,0
2003	9,3	20	20	107,5	115,7
2004	10,3	20	18	105,0	104,1
2005	14,2	15	15	106,9	76,2
2006	14,9	15	12	107,7	113,6
2007	17,3	13	10	107,8	224,4
2008	18,8	15	10	108,3	106,4
2009	20,0	14,0	10,0	108,2	70,5
2010	21,5	9,0	9,0	108,5	70

И13.1-жадвал маълумотларини компьютер дастури ёрдамида қайта ишлаш асосида қуйидаги натижаларга (И13.2-жадвал) эга бўлдик:

И13.2-жадвал

Якувий хулоса

<i>Регрессион статистика</i>			
R-квадрат	0.3117		
Нормаланган R-квадрат	-0.2390		
Стандарт хато	47.843		
Кузатувлар	11		
	<i>Коэффициентлар</i>	<i>Стандарт хато</i>	<i>t-статистика</i>
Y-кесилган жой	1485.662	1525.736	0.375
X 1 ўзгарувчи	-16.80108	13.57757	0.271
X 2 ўзгарувчи	-11.86657	16.55517	0.506
X 3 ўзгарувчи	-10.67132	15.16444	0.513
X 4 ўзгарувчи	-7.26934	11.59527	0.558

⁵⁹⁵ Манба: Ўзбекистон Республикаси ҳудудлари бўйича статистик жадваллар Давлат статистика қўмитаси ва 7-илова маълумотлари асосида муаллиф томонидан С.Сайдалиева янги ёрдамчи таҳлил жадваллари тузилиди.

И13.3-жадвал

Монетар, фискал сиёсат ва Андижон вилояти бўйича
ХИҲД кўрсаткичлари динамикаси, %

Йиллар	Монетизация коэффициенти X1	Мажбурий захира нормаси X2	Фойда солиғи X3	ЯХМ ўсиши X4	ХИҲД Y1
2000	10,2	20	31	102,8	101,0
2001	10,2	20	26	108,9	118,4
2002	9,4	20	24	102,9	105,0
2003	9,3	20	20	101,9	108,3
2004	10,3	20	18	104,6	61,9
2005	14,2	15	15	110,2	129,2
2006	14,9	15	12	110,1	97,2
2007	17,3	13	10	110,6	122,3
2008	18,8	15	10	114,0	151,5
2009	20,0	14,0	10,0	109,6	104,4
2010	21,5	9,0	9,0	109	104

И13.3-жадвал маълумотларини компьютер дастури ёрдамида қайта ишланг асосида қуйидаги натижаларга (И13.4-жадвал) эга бўлдик:

И13.4-жадвал

Якуний хулоса

Регрессион статистика			
R-квадрат	0.4658		
Нормаланган R-квадрат	0.0385		
Стандарт хато	22.951		
Кузатувлар	11		
	Кoeffициентлар	Стандарт хато	t-статистика
Y-кесилган жой	-331.485	406.5648	0.452
X1 ўзгарувчи	0.418484	5.349107	0.941
X2 ўзгарувчи	-2.416323	7.616244	0.764
X3 ўзгарувчи	1.830633	2.143418	0.432
X4 ўзгарувчи	4.138284	3.372575	0.274

И13.5-жадвал

**Монетар, фискал сиёсат ва Бухоро вилояти бўйича
ХИУД кўрсаткичлари динамикаси, %**

Йиллар	Монетизация коэффициенти X1	Мажбурий захира нормаси X2	Фойда солиғи X3	ЯХМ ўсиши X4	ХИУД Y1
2000	10,2	20	31	104,2	108,0
2001	10,2	20	26	103,5	119,2
2002	9,4	20	24	102,0	103,0
2003	9,3	20	20	101,9	92,3
2004	10,3	20	18	107,3	151,3
2005	14,2	15	15	109,9	120,7
2006	14,9	15	12	105,6	112,7
2007	17,3	13	10	109,8	185,2
2008	18,8	15	10	105,7	129,3
2009	20,0	14,0	10,0	104,9	260,0
2010	21,5	9,0	9,0	104	260,0

П13.5-жадвал маълумотларини компьютер дастури ёрдамида қайта ишлаш асосида қуйидаги натижаларга (П13.6-жадвал) эга бўлдик:

И13.6-жадвал

Якуний хулоса

<i>Регрессион статистика</i>			
R-квадрат	0.5629		
Нормаланган			
R-квадрат	0.2132		
Стандарт хато	44.716		
Кузатувлар	10		
	<i>Коэффициентлар</i>	<i>Стандарт хато</i>	<i>t-статистика</i>
Ү-кесилган жой	-723.0824	1117.694	-0.65
X 1 ўзгарувчи	16.6702	10.89436	1.53
X 2 ўзгарувчи	13.6381	17.83794	0.76
X 3 ўзгарувчи	.0421953	4.180917	0.01
X 4 ўзгарувчи	3.806916	7.747678	0.49

И13.7-жадвал

**Монетар, фискал сиёсат ва Жиззах вилояти бўйича
ХИҲД курсаткичлари динамикаси, %**

Йиллар	Монетизация коэффициенти X1	Мажбурный захра нормаси X2	Фойда солиғи X3	ЯХМ ўсиши X4	ХИҲД Y1
2000	10,2	20	31	104,2	111,0
2001	10,2	20	26	106,5	77,5
2002	9,4	20	24	110,0	112,0
2003	9,3	20	20	110,2	63,4
2004	10,3	20	18	108,6	107,7
2005	14,2	15	15	108,3	111,5
2006	14,9	15	12	107,6	95,4
2007	17,3	13	10	107,6	158,4
2008	18,8	15	10	108,3	102,9
2009	20,0	14,0	10,0	106,9	101,3
2010	21,5	9,0	9,0	106,0	101,0

И13.7-жадвал маълумотларини компьютер дастури ёрдамида қайта ишлаш асосида қуйидаги натижаларга (И13.8-жадвал) эга бўлдик:

И13.8-жадвал

Якуний ҳулоса

<i>Регрессион статистика</i>			
R-квадрат	0.3786		
Нормаланган			
R-квадрат	-0.1186		
Стандарт хато	26.324		
Кузатувлар	11		
	<i>Коэффициентлар</i>	<i>Стандарт хато</i>	<i>t-статистика</i>
Ү-кесилган жой	311.1027	1056.891	0.29
X 1 ўзгарувчи	-2.718675	7.03102	-0.39
X 2 ўзгарувчи	-11.36436	9.050897	-1.26
X 3 ўзгарувчи	1.65894	4.287777	0.39
X 4 ўзгарувчи	-0.0383017	9.013406	-0.00

И13.9-жадвал

Монетар, фискал сиёсат ва Қашқадарё вилояти бўйича

ХИҶД кўрсаткичлари динамикаси, %

Йиллар	Монетизация коэффициенти Х1	Мажбурий захира нормаси Х2	Фойда солиғи Х3	ЯХМ ўсиши Х4	ХИҶД Ҳ1
2000	10,2	20	31	99,0	93,0
2001	10,2	20	26	105,0	130,2
2002	9,4	20	24	109,4	93,4
2003	9,3	20	20	105,7	112,8
2004	10,3	20	18	102,5	80,9
2005	14,2	15	15	108,0	116,2
2006	14,9	15	12	107,0	144,9
2007	17,3	13	10	109,2	98,2
2008	18,8	15	10	111,7	174,1
2009	20,0	14,0	10,0	108,2	110,6
2010	21,5	9,0	9,0	108,0	110,0

П13.9-жадвал маълумотларини компьютер дастури ёрдамида қайта ишлаш асосида қуйидаги натижаларга (П13.10-жадвал) эга бўлдик:

И13.10-жадвал

Якуний ҳулоса

Регрессион статистика			
R-квадрат	0.3537		
Нормаланган			
R-квадрат	-0.1633		
Стандарт хато	30.159		
Кузатувлар	11		
	Коэффициентлар	Стандарт хато	t-статистика
Ҳ-кесилган жой	-404.0589	494.0593	-0.82
Х1 ўзгарувчи	4.969192	6.628724	0.75
Х2 ўзгарувчи	4.349739	9.805309	0.44
Х3 ўзгарувчи	.474615	3.090727	0.15
Х4 ўзгарувчи	3.466594	3.860396	0.90

Монетар, фискал сиёсат ва Навоий вилояти бўйича

ХИУД кўрсаткичлари динамикаси, %

Йиллар	Монетизация коэффициенти X1	Мажбурый захира нормаси X2	Фойда солиғи X3	ЯХМ ўсиши X4	ХИУД Y1
2000	10,2	20	31	103,2	116,0
2001	10,2	20	26	101,4	107,4
2002	9,4	20	24	104,7	97,9
2003	9,3	20	20	101,9	113,8
2004	10,3	20	18	106,3	83,2
2005	14,2	15	15	102,2	141,9
2006	14,9	15	12	105,6	133,5
2007	17,3	13	10	104,3	108,3
2008	18,8	15	10	108,1	100,0
2009	20,0	14,0	10,0	108,2	113,8
2010	21,5	9,0	9,0	109,0	114,0

П13.11-жадвал маълумотларини компьютер дастури ёрдамида қайта ишлаш асосида қуйидаги натижаларга (П13.12-жадвал) эга бўлдик:

Якуний хулоса

Регрессион статистика			
R-квадрат	0.5833		
Нормаланган			
R-квадрат	0.2499		
Стандарт хато	14.675		
Кузатувлар	11		
	Коэффициентлар	Стандарт хато	t-статистика
Y-кесилган жой	560.2336	305.4436	1.83
X 1 ўзгарувчи	-1.758988	4.795347	-0.37
X 2 ўзгарувчи	-7.877867	6.774282	-1.16
X 3 ўзгарувчи	1.000159	1.580923	0.63
X 4 ўзгарувчи	-2.936046	3.822576	-0.77

И13.13-жадвал

Монетар, фискал сўсат ва Наманган вилояти бўйича
ХИЎД кўрсаткичлари динамикаси, %

Йиллар	Монетизация коэффициенти X1	Мажбурый захира нормаси X2	Фойда солиғи X3	ЯХМ ўсими X4	ХИЎД Y1
2000	10,2	20	31	108,0	103,0
2001	10,2	20	26	104,5	85,5
2002	9,4	20	24	103,2	100,0
2003	9,3	20	20	103,7	101,7
2004	10,3	20	18	106,5	104,5
2005	14,2	15	15	107,0	97,1
2006	14,9	15	12	107,7	112,3
2007	17,3	13	10	109,7	134,8
2008	18,8	15	10	112,3	119,3
2009	20,0	14,0	10,0	109,9	139,0
2010	21,5	9,0	9,0	111,0	140,0

П13.13-жадвал маълумотларини компьютер дастури ёрдамида қайта ишлаш асосида қуйидаги натижаларга (П13.14-жадвал) эга бўлдик:

И13.14-жадвал

Якуний хулоса

Регрессион статистика			
R-квадрат	0.7037		
Нормаланган			
R-квадрат	0.4667		
Стандарт хато	12.321		
Кузатувлар	11		
	Коэффициентлар	Стандарт хато	t-статистика
Y-кесинган жой	14.7823	294.0923	0.05
X 1 ўзгарувчи	3.065425	3.950069	0.78
X 2 ўзгарувчи	.8242669	4.057793	0.20
X 3 ўзгарувчи	-.4074756	1.200302	-0.34
X 4 ўзгарувчи	.4351632	3.112671	0.14

И13.15-жадвал

Монетар, фискал сиёсат ва Самарқанд вилояти бўйича ХИУД курсаткичлари динамикаси, %

Йиллар	Монетизация коэффициенти X1	Мажбурый захира нормаси X2	Фойда солиғи X3	ЯХМ ўсиши X4	ХИУД Y1
2000	10,2	20	31	104,6	104,0
2001	10,2	20	26	103,5	107,1
2002	9,4	20	24	107,9	99,8
2003	9,3	20	20	106,9	105,4
2004	10,3	20	18	105,4	118,1
2005	14,2	15	15	106,1	110,6
2006	14,9	15	12	109,2	101,4
2007	17,3	13	10	111,2	110,3
2008	18,8	15	10	108,3	106,2
2009	20,0	14,0	10,0	109,7	120,1
2010	21,5	9,0	9,0	110,0	122,0

И13.15-жадвал маълумотларини компьютер дастури ёрдамида қайта ишлаш асосида қуйидаги натижаларга (И13.16-жадвал) эга бўлдик:

И13.16-жадвал

Якуний хулоса

<i>Регрессион статистика</i>			
R-квадрат	0.3790		
Нормаланган			
R-квадрат	-0.1178		
Стандарт хато	7.0236		
Кузатувлар	11		
	<i>Коэффициентлар</i>	<i>Стандарт хато</i>	<i>t-статистика</i>
Y-кесилган жой	245.5551	201.6361	1.22
X1 ўзгарувчи	1.152385	1.551902	0.74
X2 ўзгарувчи	1.399281	2.373456	0.59
X3 ўзгарувчи	-.6964345	.7074172	-0.98
X4 ўзгарувчи	-1.534085	1.641369	-0.93

И13.17-жадвал

Монетар, фискал сиёсат ва Сурхондарё вилояти бўйича

ХИҶД кўрсаткичлари динамикаси, %

Йиллар	Монетизация коэффициенти X1	Мажбурий захира нормаси X2	Фойда солиғи X3	ЯХМ ўсиши X4	ХИҶД Y1
2000	10,2	20	31	105,5	102,0
2001	10,2	20	26	108,0	115,7
2002	9,4	20	24	103,7	101,0
2003	9,3	20	20	103,8	104,0
2004	10,3	20	18	105,7	92,9
2005	14,2	15	15	105,5	136,4
2006	14,9	15	12	110,0	108,9
2007	17,3	13	10	107,0	119,6
2008	18,8	15	10	107,4	104,9
2009	20,0	14,0	10,0	106,8	123,1
2010	21,5	9,0	9,0	108,0	124,0

П13.17-жадвал маълумотларини компьютер дастури ёрдамида қайта ишлаш асосида қуйидаги натижаларга (П13.18-жадвал) эга бўлдик:

И13.18-жадвал

Яқуний хулоса

Регрессион статистика			
R-квадрат	0.5902		
Нормаланган			
R-квадрат	0.2624		
Стандарт хато	11.038		
Кузатувлар	10		
	Коэффициентлар	Стандарт хато	t-статистика
Y-кесишган жой	350.9184	258.5059	1.36
X 1 ўзгарувчи	-1.425075	2.44394	-0.58
X 2 ўзгарувчи	-7.378895	3.629278	-2.03
X 3 ўзгарувчи	1.139448	1.034175	1.10
X 4 ўзгарувчи	-1.072261	2.255649	-0.48

И13.19-жадвал

**Монетар, фискал сиёсат ва Сирдарё вилояти бўйича
ХИУД кўрсаткичлари динамикаси, %**

Йиллар	Монетизация коэффициенти X1	Мажбурый захира нормаси X2	Фойда солиғи X3	ЯХМ усиши X4	ХИУД Y1
2000	10,2	20	31	102,6	100,2
2001	10,2	20	26	102,9	101,3
2002	9,4	20	24	97,5	84,4
2003	9,3	20	20	102,4	102,4
2004	10,3	20	18	107,8	139,7
2005	14,2	15	15	111,1	89,6
2006	14,9	15	12	107,5	132,2
2007	17,3	13	10	104,4	96,1
2008	18,8	15	10	108,9	147,4
2009	20,0	14,0	10,0	105,2	140,0
2010	21,5	9,0	9,0	107,0	142,0

П13.19-жадвал маълумотларини компьютер дастури ёрдамида қайта ишлаш асосида қуйидаги натижаларга (П13.20-жадвал) эга бўлдик:

И13.20-жадвал

Яқуний ҳулоса

<i>Регрессион статистика</i>			
R-квадрат	0.8167		
Нормаланган			
R-квадрат	0.6701		
Стандарт хато	13.614		
Кузатувлар	11		
	<i>Коэффициентлар</i>	<i>Стандарт хато</i>	<i>t-статистика</i>
Y-кесишган жой	-474.8354	198.4462	-2.39
X1 ўзгарувчи	9.075382	2.997443	3.03
X2 ўзгарувчи	15.75117	4.444682	3.54
X3 ўзгарувчи	-2.241104	1.330878	-1.68
X4 ўзгарувчи	2.233019	1.440256	1.55

И13.21-жадвал

Моетар, фискал снёт ва Тошкент вилояти буйча
ХИЎД кўрсаткичлари динамикаси, %

Йиллар	Монетизация коэффициенти X1	Мажбурий захира нормаси X2	Фойда солиғи X3	ЯХМ ўсиши X4	ХИЎД Y1
2000	10,2	20	31	110,9	106,0
2001	10,2	20	26	104,2	112,1
2002	9,4	20	24	103,4	102,0
2003	9,3	20	20	103,0	105,5
2004	10,3	20	18	109,4	117,6
2005	14,2	15	15	103,8	112,7
2006	14,9	15	12	108,5	89,6
2007	17,3	13	10	108,9	136,2
2008	18,8	15	10	104,7	137,5
2009	20,0	14,0	10,0	106,4	140,2
2010	21,5	9,0	9,0	107,0	141,0

П13.21-жадвал маълумотларини компьютер дастури ёрдамида қайта ишлаш асосида қуйидаги натижаларга (П13.22-жадвал) эга бўлдик:

И13.22-жадвал

Якувий хулоса

<i>Регрессион статистика</i>			
R-квадрат	0.6210		
Нормаланган			
R-квадрат	0.3178		
Стандарт хато	14.006		
Кузатувлар	11		
	<i>Коэффициентлар</i>	<i>Стандарт хато</i>	<i>t-статистика</i>
Y-кесилган жой	-37.5511	213.035	-0.18
X 1 ўзгарувчи	6.208726	3.083047	2.01
X 2 ўзгарувчи	5.029012	4.60846	1.09
X 3 ўзгарувчи	-0.0839125	1.352988	-0.06
X 4 ўзгарувчи	-1.1420288	1.684595	-0.08

И13.23-жадвал

Монетар, фискал сиёсат ва Фарғона вилояти бўйича
ХИУД кўрсаткичлари динамикаси, %

Йиллар	Монетизация коэффициенти X1	Мажбурий захира нормаси X2	Фойда солиғи X3	ЯХМ ўсиши X4	ХИУД Y1
2000	10,2	20	31	106,1	107,0
2001	10,2	20	26	99,5	108,7
2002	9,4	20	24	104,8	107,0
2003	9,3	20	20	101,9	68,4
2004	10,3	20	18	103,9	91,8
2005	14,2	15	15	106,5	119,2
2006	14,9	15	12	106,4	97,9
2007	17,3	13	10	106,2	129,7
2008	18,8	15	10	106,0	138,0
2009	20,0	14,0	10,0	106,8	114,8
2010	21,5	9,0	9,0	107,0	115,0

П13.23-жадвал маълумотларини компьютер дастури ёрдамида қайта ишлаш асосида қуйидаги натижаларга (П13.24-жадвал) эга бўлдик:

И13.24-жадвал

Якуний хулоса

Регрессион статистика			
R-квадрат	0.6279		
Нормаланган R-квадрат	0.3301		
Стандарт хато	16.087		
Кузатувлар	11		
	Коэффициентлар	Стандарт хато	t-статистика
Ү-кесилган жой	100.8094	376.0582	0.27
X 1 ўзгарувчи	4.345544	3.544778	1.23
X 2 ўзгарувчи	-3.58331	5.655772	-0.63
X 3 ўзгарувчи	2.194277	1.545982	1.42
X 4 ўзгарувчи	-2.2675005	3.123173	-0.09

И13.25-жадвал

Монетар, фискал сиёсат ва Хоразм вилояти бўйича

ХИҶД кўрсаткичлари динамикаси, %

Йиллар	Монетизация коэффициенти X1	Мажбурий захира нормаси X2	Фойда солиғи X3	ЯХМ ўсиши X4	ХИҶД Y1
2000	10,2	20	31	94,8	102,0
2001	10,2	20	26	103,0	95,5
2002	9,4	20	24	103,6	103,0
2003	9,3	20	20	103,9	65,8
2004	10,3	20	18	113,3	228,2
2005	14,2	15	15	103,4	44,1
2006	14,9	15	12	107,3	153,2
2007	17,3	13	10	106,2	123,1
2008	18,8	15	10	107,6	91,7
2009	20,0	14,0	10,0	106,4	101,7
2010	21,5	9,0	9,0	107,0	102,0

П13.25-жадвал маълумотларини компьютер дастури ёрдамида қайта ишлаш асосида қуйидаги натижаларга (П13.26-жадвал) эга бўлдик:

И13.26-жадвал

Якуний ҳулоса

Регрессион статистика			
R-квадрат	0.6731		
Нормаланган			
R-квадрат	0.4115		
Стандарт хато	38.801		
Кузатувлар	11		
	Кoeffициентлар	Стандарт хато	t-статистика
Y-кесилган жой	-1768.248	711.6803	-2.48
X 1 ўзгарувчи	2.753916	8.606428	0.32
X 2 ўзгарувчи	-18.17169	17.51813	-1.04
X 3 ўзгарувчи	14.52548	8.390699	1.73
X 4 ўзгарувчи	18.09352	6.711206	2.70

И13.27-жадвал

Монетар, фискал сясат ва Тошкент шаҳри бўйича

ХИУД кўрсаткичлари динамикаси, %

Йиллар	Монетизация коэффициенти X1	Мажбурий захира нормаси X2	Фойда солиғи X3	ЯХМ ўсиши X4	ХИУД Y1
2000	10,2	20	31	104,5	92,0
2001	10,2	20	26	104,3	106,3
2002	9,4	20	24	101,5	80,9
2003	9,3	20	20	104,0	112,6
2004	10,3	20	18	106,2	121,6
2005	14,2	15	15	106,6	88,4
2006	14,9	15	12	109,5	97,1
2007	17,3	13	10	118,5	114,5
2008	18,8	15	10	118,6	148,7
2009	20,0	14,0	10,0	113,0	102,7
2010	21,5	9,0	9,0	113,0	102,7

П13.27-жадвал маълумотларини компьютер дастури ёрдамида қайта ишлаш асосида қуйидаги натижаларга (П13.28-жадвал) эга бўлдик:

И13.28-жадвал

Якуний ҳулоса

Регрессион статистика			
R-квадрат	0.7159		
Нормаланган			
R-квадрат	0.5265		
Стандарт хато	12.724		
Кузатувлар	11		
	Коэффициентлар	Стандарт хато	t-статистика
Ү-кесилган жой	-333.7353	150.3269	-2.22
X 1 ўзгарувчи	.616636	3.348985	0.18
X 2 ўзгарувчи	5.682895	3.391314	1.68
X 3 ўзгарувчи	-.9747198	1.141779	-0.85
X 4 ўзгарувчи	3.245853	1.472018	2.21

**Худудлар кесимида ХИУД курсаткичи бўйича корреляцион
боғлиқлиги⁵⁹⁶**

	Y1	Y2	Y3	Y4	Y5	Y6	Y7	Y8	Y9	Y10	Y11	Y12	Y13	Y14
Y1	1	0,15	-0,11	0,58	-0,09	-0,20	0,15	-0,25	-0,10	-0,31	0,06	0,16	0,19	0,22
Y2		1	-0,11	0,09	0,67	0,31	0,06	-0,28	0,45	-0,17	0,31	0,89	-0,78	0,28
Y3			1	0,27	-0,15	-0,06	0,85	0,86	0,46	0,53	0,80	0,35	0,10	0,15
Y4				1	-0,31	-0,07	0,43	0,11	0,18	-0,16	0,35	0,63	0,21	-0,03
Y5					1	0,26	0,02	-0,27	0,13	0,38	0,07	0,35	-0,30	0,49
Y6						1	-0,01	-0,15	0,67	-0,23	-0,27	0,03	-0,54	-0,47
Y7							1	0,58	0,31	0,54	0,75	0,41	0,09	0,31
Y8								1	0,38	0,54	0,73	0,14	0,22	0,27
Y9									1	-0,12	0,37	0,44	-0,56	-0,26
Y10										1	0,46	0,13	0,44	0,65
Y11											1	0,61	-0,06	0,58
Y12												1	-0,18	0,24
Y13													1	0,22
Y14														1

⁵⁹⁶ Манба: 7- ва 13-иловлардаги маълумотлар асосида муаллиф томонидан С.Сайдалиев иштирокида ҳисоблаб топилган.

“ИПОТЕКА ОБЛИГАЦИЯЛАРИ ТЎҒРИСИДА” ЎЗБЕКИСТОН РЕСПУБЛИКАСИ ҚОНУНИ (ЛОЙИҲА⁵⁹⁷)

1-боб. Умумий қондалар

1-модда. Мазкур Қонуннинг мақсади

Ушбу Қонуннинг мақсади ипотека облигациялари бозори соҳасидаги муносабатларни тартибга солиш ҳисобланади.

2-модда. Ипотека облигациялари тўғрисидаги қонун ҳужжатлари

Ипотека облигациялари тўғрисидаги қонун ҳужжатлари ушбу Қонун ва бошқа қонун ҳужжатларидан иборатдир.

Агар Ўзбекистон Республикасининг халқаро шартномасида ипотека облигациялари тўғрисидаги Ўзбекистон Республикаси қонун ҳужжатларида кўзда тутилганидан бошқача қондалар белгиланган бўлса, халқаро шартнома қондалари қўлланилади.

3-модда. Асосий тушунчалар

Ушбу Қонунда қуйидаги асосий тушунчалар қўлланади:

ваколатли орган – молия бозорининг макрорегулятори функциясини бажарувчи молия бозори ва қимматли қоғозлар операцияларини тартибга солиш бўйича давлат ваколатли органи;

ипотека облигациясининг эмитенти – мазкур Қонун талабларига жавоб берган ҳолда ипотека облигацияларини муомалага чиқарувчи давлат ташкилоти – давлатнинг махсус ҳудудий ипотека агентликлари, тижорат банклари, ихтисослашган молия ташкилотлари ва Ўзбекистон Республикаси Молия вазирлиги ҳузуридаги ипотека кредитларини қўллаб-қувватлаш Фонди;⁵⁹⁸

ипотека қоплами – эмитентнинг мазкур Қонун талабларига жавоб берадиган ва эмитент томонидан битта чиқарув ипотека облигациялари бўйича ўзининг мажбуриятлари бажарилишини таъминлаш учун ажратиладиган мулк;

ипотека облигацияси – уни сакловчига эмитентдан унда кўзда тутилган муддатда облигация номинал қиймати ва облигация номинал қийматидан белгиланган фойзалар олиш ҳуқуқини тасдиқлайдиган, ипотека қоплами гарови билан таъминланган ҳужжатсиз шаклдаги эмиссион қимматли қоғоз;

ипотека қоплами агенти – битта чиқарувдаги ипотека облигациялари сакловчиларининг манфаатларини ифодаладиган ва бу мақсадда ипотека қоплами сифати мониторингини амалга оширадиган ҳолис баҳоловчи ва ҳолис аудиторлик ташкилоти.

ипотека облигацияси ва унинг қоплами бозор қийматлари баҳоси ва бозор нархларининг эквивалентлигини – битта чиқарувдаги ипотека

⁵⁹⁷ Б.Сатторов, Б.Шокусов, Д.Абдурахимова, Н.Абдурахимов иштирокида тайёрланган.

⁵⁹⁸ Қонунда давлатнинг махсус ҳудудий ипотека агентликларининг ўрнига Ўз.Р. Молия вазирлиги ҳузуридаги ипотека кредитларига қўллаб-қувватлаш Фонди ва унинг ҳудудий бўлиmlарини киритиш мумкин.

облигациялари сакловчиларининг инвестиция riskини ва эмитентларнинг банкротлик riskини бартараф этиш мақсадида ипотека қоплами ва у бўйича чиқарилган ипотека облигацияси бозор қийматлари баҳоси ва бозор нархларининг узаро эквивалентлилик даражаси мониторингини ҳолис баҳоловчи ва ҳолис аудиторлик ташкилоти томонидан мунтазам амалга ошириш.

4-модда. Ипотека облигациялари чиқариш билан боғлиқ тушуначалардан фойдаланишнинг чекланиши

Ушбу Қонунга мувофиқ ипотека облигациялари чиқариш ҳуқуқига эга бўлмаган шахсларнинг "ипотека облигациялари" сўз бирикмасидан фойдаланган ҳолда пул маблағлари ва бошқа мулкни жалб қилишга ҳақи йўқ.

2-боб. Ипотека қоплами

5-модда. Ипотека облигациялари бўйича мажбуриятларнинг бажарилишини таъминлаш

Битта чиқарилиш доирасидаги ипотека облигациялари бўйича мажбуриятларнинг бажарилиши бундай облигацияларга уларнинг биринчи сакловчисида ҳуқуқлар вужудга келган пайдан бошлаб ипотека қоплами гарови билан таъминланади.

Ипотека облигацияси уни сакловчига ипотека қоплами гаровидан келиб чиқадиган барча ҳуқуқларни беради. Ипотека қопламига эгалик қилиш ҳуқуқларининг янги сакловчига ўтиши билан ипотека қоплами гаровидан келиб чиқадиган барча мос келувчи ҳуқуқлар ҳам янги сакловчига ўтади. Ипотека қоплами гаровидан келиб чиқадиган ҳуқуқларни ипотека облигацияларига эгалик қилиш ҳуқуқисиз бериш қонуний эмас.

Битта чиқарилиш доирасидаги ипотека облигациялари ҳар бир сакловчиси ипотека қопламини ташкил қиладиган талаблар ва бошқа мулкка нисбатан, ушбу сакловчининг облигациялари номинал қиймати битта чиқарилиш доирасидаги барча облигациялар номинал қийматига пропорционал даражада худди шу чиқарилиш доирасидаги бошқа ипотека облигациялари сакловчилари билан бир хил ҳуқуққа эга.

6-модда. Ипотека қоплами билан таъминланадиган мажбуриятлар ҳажмига талаблар

Ипотека қоплами эмитентнинг мос келувчи ипотека қоплами билан таъминланган облигациялар бўйича мажбуриятлари мос келувчи ипотека қоплами билан таъминланган облигациялар бўйича эмитент мажбуриятлари бажарилишининг тўлиқлиги ва ўз вақтидалигини таъминлаши лозим.

Ипотека облигациялари чиқарилишини давлат рўйхатидан ўтказиш учун тақдим этилаётган пайтда ипотека қоплами миқдори чиқарилаётган облигациялар умумий номинал қийматининг 110 фоизидан кам бўлмаслиги лозим. Муомала даврида ипотека қоплами миқдори уларнинг умумий қондирилмаган номинал қиймати 110 фоиздан кам бўлмаслиги лозим.

Ипотека облигациялари чиқариш ҳақидаги қарорда ипотека қопламининг каттароқ миқдори кўзда тутилиши мумкин. Бунда кўрсатилган миқдор бутун муомала муддати давомида риоя қилиниши лозим.

7-модда. Ипотека қоплами таркибига киритиладиган мулкка талаблар

Ипотека қоплами таркибига қуйидагилар киритилиши мумкин:

ипотека шартномаси билан таъминланган пул маблағлари тўлов ҳақидаги, жумладан, гаров хати билан тасдиқланган талаб қилиш ҳуқуқлари;

Ўзбекистон Республикаси миллий валютасидаги ёки ушбу Қонунда кўзда тутилган ҳолатларда хорижий валютадаги пул маблағлари ва кўчмас мулк;

эмитент Ўзбекистон Республикаси Молия вазирлиги ҳузуридаги ипотека кредитларини қўллаб-қувватлаш Фонди ҳисобланган ҳолатда Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамаси томонидан белгиланадиган бошқа таъминот турлари.

Битта мулкнинг ўзи, жумладан, бир хил мажбуриятлар бўйича талаб қилиш ҳуқуқи фақат битта ипотека қоплами таркибига кириши мумкин.

Ипотека шартномаси ёки гаров хати билан таъминланган талаблар ипотека қоплами таркибига фақат қуйидаги шартларга мувофиқлик ҳолларида кириши мумкин:

асосий қарз миқдори ипотека предмети ҳисобланган кўчмас мулкнинг ҳолис баҳоловчи томонидан белгиланган бозор қийматининг етмиш беш фоизидан ошмаслиги лозим;

мос келувчи талабларни таъминлайдиган ипотека шартномаси ва кредит шартномаси ипотека берувчининг ипотека предметиға унинг қийматини пасайтиришга олиб келадиган ўзгаришлар киритиш, алмаштириш, мусодара қилиш ёки учинчи шахсларға ижараға беришни эмитент розилигисиз амалға оширишни тақиқлаши лозим;

кредит шартномалари ва уларни таъминлайдиган ипотека шартномалари ўртача муддати ипотека облигациялари муомаласи муддатидан кам бўлмаслиги лозим. ўртача муддатни аниқлаш тартиби ваколатли орган томонидан Ўзбекистон Республикаси Марказий банки билан биргаликда белгиланади;

нотура-жой бинолари гарови билан таъминланган кредит шартномалари ипотека қоплами умумий миқдорининг кўпи билан ўн фоизини ташкил этиши лозим;

мос келувчи кредит шартномасининг бажарилишини таъминлашға гаров сифатида киритилган кўчмас мулк мажбуриятлар амал қилиш бутун муддати давомида йўқотиш ёки шикаст етказиш risksдан эмитент фойдасига сугурта қилинган бўлиши лозим. Бунда сугурта миқдори асосий қарз миқдоридан кам бўлмаслиги лозим;

ипотека шартномаси билан таъминланган талаб бўйича қарздор жисмоний шахс ҳисобланган ҳолларда унинг ҳаёти ва соғлиғи кредит шартномаси амал қиладиган бутун муддатға ипотека облигациялари эмитент фойдасига сугурта қилинган бўлиши лозим. Бунда сугурта миқдори асосий қарз миқдоридан кам бўлмаслиги лозим.

ипотека қоплами таркибига қуйидаги кредитлар киритилиши мумкин эмас:

курилиши яқунланмаган кучмас мулк гарови билан таъминланган кредитлар;

кейинги гаров билан таъминланган кредитлар;

бошқа мажбуриятларни таъминлаш учун гаровга қўйилган гаров хатлари бўйича;

шабхали сифатида таснифланган ва Ўзбекистон Республикаси Марказий банки талабларига мувофиқ амалда бўлмаган кредитлар.

Ипотека қоплами таркибига кирадиган пул маблаглари ваколатли орган томонидан Ўзбекистон Республикаси Марказий банки билан биргаликда белгиланадиган муддат давомидагина ипотека қоплами умумий миқдорининг 10 фоизидан ошishi мумкин.

Ипотека қоплами таркибига киритилган талаб қилиш ҳуқуқи ҳақида давлат рўйхатидан ўтказишдаги қайдларга талаб қилиш ҳуқуқи ушбу Қонун қоидаларига мувофиқ ипотека облигациялари сакловчилари фойдасига гаровга қўйилгани ҳақида изох киритилиши лозим.

Ипотека облигациялари эмиссияси Ўзбекистон Республикаси Молия вазирлиги ҳузуридаги ипотека кредитларини қўллаб-қувватлаш Фонди томонидан амалга оширилган ҳолларда ипотека қоплами таркибига талаблар Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамаси томонидан белгиланади.

8-модда. Ипотека қоплами таркибига киритилган мулк реестри

Ипотека қоплами таркибига киритилган мулк ва талаб қилиш ҳуқуқини ҳисобга олиш эмитент томонидан ипотека қоплами реестрини юритиш йўли билан амалга оширилади.

Ипотека қопламини ташкил қиладиган мулк ва талаблар ҳақидаги маълумотлар реестрга уларнинг ҳар бирига нисбатан қўйидагилар кўрсатилган ҳолда киритилади:

асосий қарз миқдори ва ҳисоблаб чиқилган фойзалар миқдори;

ипотека қоплами таркибига кирадиган талабнинг бажарилишини таъминлаш учун гаровга берилган мулк номи, унинг жойлашуви ва уни таниб олиш учун етарли бўлган тавсифлаш;

ипотека шартномасида кўрсатилган мулк қиймати;

Ўзбекистон Республикаси Марказий банкнинг талабларига мувофиқ талаблар таснифланиши;

бажарилиши ушбу мулк билан таъминланадиган ипотека облигациялари эмиссияси реквизитлари;

қонун ҳужжатларида белгиланган бошқа маълумотлар.

Талаблар ёки бошқа мулк ипотека қоплами реестрига мос келувчи қайд киритилган пайдан бошлаб, ипотека қоплами таркибига киритилган ҳисобланади.

Ипотека қоплами реестри электрон ва қоғоз шаклида юритилади ва ҳар чорак ипотека кредити агентига тақдим этилади.

9-модда. Ипотека қоплами таркибини тасдиқлайдиган ҳужжатлар

Ипотека қоплами таркибига кирадиган талаб қўйидагилар билан тасдиқланиши лозим:

бинолар (иншоотлар) гарови давлат реестридан кучирма;

қонун ҳужжатларига мувофиқ ипотекани давлат рўйхатидан ўтказишни тасдиқлайдиган махсус рўйхатга олиш ёзуви киритилган ипотека шартномасининг асл нусхаси ёки нотариус томонидан тасдиқланган нусхаси; унинг асосида ипотека билан таъминланган мажбурият юзага келган мос келувчи талаб ҳақида шартноманинг асл нусхаси ёки нотариус томонидан тасдиқланган нусхаси;

гаров хати берилган ҳолларда унинг нотариус томонидан тасдиқланган нусхаси.

10-модда. Ипотека қоплами бўйича ҳужжатларнинг сақланиши

Эмитент ипотека билан таъминланган талаблар ва ипотека қоплами реестрида ҳисобга олинadиган бошқа мулк ҳуқуқлари улар билан тасдиқланган ҳужжатларни сақлашга мажбур.

Эмитент қонун ҳужжатларига мувофиқ ипотека қопламини тасдиқлайдиган ҳужжатлар сақланиши учун жавоб беради.

11-модда. Ипотека қоплами таркибидан мулкни чиқариш ёки алмаштириш

Ипотека қоплами таркибига киритилган талаб ҳуқуқларини алмаштиришга қуйидаги ҳолатларда рухсат этилади:

тулов киритиш муддатининг уч ойдан ортиқ ёки кетма-кет ун икки ой давомида уч мартадан ортиқ бузилиши;

мос келувчи талабнинг бекор қилиниши.

Талаб ҳуқуқини алмаштириш бундай алмаштириш сабаблари курсатилган ҳолда алмаштириш ҳақида эмитентни огоҳлантириш асосида ипотека қоплами агентининг олдиндан берган ёзма розилиги асосида амалга оширилади. Талаб ҳуқуқини алмаштиришни маъқуллаш ёки рад этиш бундай хабар олинган кундан бошлаб уч кун ичида эълон қилиниши лозим. Курсатилган муддат давомида эмитент алмаштиришга рад жавобини олмайдиган бўлса, бу ҳолатда алмаштириш маъқулланган ҳисобланади.

Ипотека қоплами таркибидан пул маблағларини чиқариб ташлашга ипотека облигациялари бўйича мажбуриятларни тўлаш, шунингдек, ипотека қопламига чиқариб ташланadиган пул маблағларига тенг миқдорда талаб ҳуқуқи ёки бошқ мулк киритиш мақсадида рухсат этилади.

Мулкни ипотека қоплами таркибидан чиқариш ёки алмаштиришга ипотека облигациялари чиқаришда ушбу Қонунга мувофиқ белгиланган ипотека қопламига талабларга риоя қилиш шартларида рухсат этилади.

12-модда. Облигациялар ипотека қопламини ундирувга тақдим этиш хусусиятлари

Агар қонун ҳужжатларида кўзда тутилган асослар бўйича талаб қилиш ҳуқуқи ва ипотека қопламини ташкил қиладиган бошқа мулк ипотека облигациялари сақловчиларнинг мулкига ўтадиган бўлса, курсатиб ўтилган мулк ва талаб ҳуқуқи бундай облигациялар барча сақловчиларининг умумий улушли мулкига ўтади.

3-боб. Ипотека облигациялари эмиссияси, муомаласи ва туланиши
13-модда. Ипотека облигациялари эмитентлари

Ипотека облигациялари эмиссияси давлатнинг махсус ҳудудий ипотека агентликлари, тижорат банклари, ихтисослашган молня ташкилотлари, қонун ҳужжатларида белгиланган ҳолатларда эса Ўзбекистон Республикаси Молня вазирлиги ҳузуридаги ипотека кредитларини қўллаб-қувватлаш Фонди томонидан амалга оширилиши мумкин.

Ўзбекистон Республикаси Молня вазирлиги ҳузуридаги ипотека кредитларини қўллаб-қувватлаш Фонди ипотека облигациялари чиқаришни Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамаси томонидан белгиланган тартибда амалга оширади.

14-модда. Ипотека облигациялари эмиссияси

Ипотека облигациялари эмиссияси қонун ҳужжатларига мувофиқ амалга оширилади.

Ипотека облигациялари чиқарилишини давлат рўйхатидан ўтказишни амалга оширишгача эмитент ипотека қоплами агенти билан облигациялар муомаласи бутун муддатига ипотека қоплами сифати мониторингини амалга ошириш ҳақида шартнома тузишга мажбур.

Давлатнинг махсус ҳудудий ипотека агентликлари томонидан ипотека облигациялари чиқариш қондалари ваколатли орган томонидан Ўзбекистон Республикаси Марказий банки билан келишувга қўра тасдиқланади.

15-модда. Ипотека облигациялари бўйича туловларни уларнинг сақловчилари талабларига қўра амалга ошириш

Ипотека облигациялари сақловчилари уларнинг эмитентидан ипотека қоплами агентининг ҳисоботига мувофиқ қўидаги ҳолатларда бундай облигациялар қийматини муддатидан олдин тулашни талаб қилишга ҳақли:

ипотека облигациялари эмитенти эмиссия бўйича ўз мажбуриятларини бузган бўлса;

ипотека қоплами миқдори ушбу Қонунга мувофиқ ипотека облигациялари чиқаришда белгиланган талабларга жавоб бермаса;

мулкни ипотека қоплами таркибидан чиқариш ёки алмаштиришнинг белгиланган тартиби бузилган бўлса;

қонун ҳужжатларида ва/ёки ипотека облигациялари чиқариш ҳақидаги қарорда қўзда тутилган бошқа ҳолатларда.

Ипотека облигациялари эмитенти бундай облигация сақловчиларини уларга тегишли бўлган ипотека облигацияларини муддатидан олдин тулаш ҳақидаги мавжуд, қонун ҳужжатларида белгиланган тартибда ахборот (хабар) эълон қилиш ва мос келувчи ёзма шаклдаги хабарлар йўналтириш йўли билан амалга ошириш тартиби ва нарх ҳақида хабардор қилишга мажбур.

4-боб. Ипотека қоплами сифати мониторинги

16-модда. Ипотека қоплами агенти

Ипотека қоплами сифати мониторингини амалга ошириш учун эмитент ипотека қоплами агенти (баҳоловчи ва аудиторлик ташкилоти) билан мос келувчи шартнома тузади.

Ипотека облигациялари эмитенти ипотека облигацияларининг муомала муддати тугагунга қадар фақат ваколатли орган ва Ўзбекистон Республикаси Марказий банкнинг (агар эмитент тижорат банки ҳисобланса) ёки Ўзбекистон Республикаси Молия вазирлигининг (агар эмитент Ўзбекистон Республикаси Молия вазирлиги ҳузуридаги ипотека кредитларини қўллаб-қувватлаш Фонди бўлса) розилиги билангина ипотека қоплами агентини алмаштириш ҳуқуқига эга. Ҳужжатларни янги агентга топшириш тартиби ва муддатлари ваколатли орган томонидан белгиланади.

Ипотека қоплами агенти фақат ипотека облигациялари сақловчиларининг манфаатларидагина ҳаракат қилиши лозим.

Ипотека қоплами агенти эмитентнинг ипотека облигациялари ҳақидаги қонун ҳужжатлари ва ипотека облигациялари эмиссияси шартларига риоя қилиши устидан мониторинг амалга ошириши шарт.

Ипотека қоплами агенти қуйидаги ҳуқуқларга эга:

қимматли қоғозлар Марказий депозитарийсидан ўз мажбуриятларини амалга ошириш учун зарур бўлган ахборот сўраш;

эмитентдан ўз мажбуриятларини амалга ошириш учун зарур бўлган ахборот сўраш. Бунда эмитент сўралаётган ахборот ва ҳужжатларни мос келувчи сўров олинган кундан бошлаб беш иш кунни давомида тақдим этишга мажбур;

бундай алмаштириш қонун ҳужжатлари талабларига жавоб бермайдиган ёки алмаштириш натижасида ипотека облигациялари чиқаришда ушбу Қонун билан белгиланган ипотека қопламига талаблар бузиладиган ҳолатларда ипотека облигациялари эмитентига мулкни алмаштиришни амалга оширишни рад этиш.

Ипотека қоплами агенти қуйидагиларга мажбур:

ипотека облигациялари чиқарилиши давлат рўйхатдан ўтказилгунга қадар ипотека қопламини унинг ушбу Қонун талабларига мувофиқлигини текшириш;

ипотека қопламини унинг эмиссия шартлари талабларига мувофиқлигини мунтазам, лекин камида ярим йилда бир марта текширишни амалга ошириш;

ваколатли орган томонидан белгиланадиган ёзма шаклда эмитентга, ваколатли органга, Ўзбекистон Республикаси Марказий банкга ва облигация сақловчиларга ипотека қопламида мавжуд бўлган ва ушбу Қонунга мувофиқ эмитент томонидан туғирланмаган барча номувофиқликлар ҳақида хабар бериш;

облигация сақловчиларга ярим йилда бир марта (облигациялар янги чиқарилишида — чиқарилган кундан бошлаб бир ой ичида) ипотека қопламининг ҳолати ҳақида ҳисобот бериш. Ҳисобот шакли ва мазмуни ваколатли давлат органи томонидан белгиланади;

у ипотека қоплами агенти ҳисобланган облигациялар бутун муомала муддати давомида ўз мажбуриятларини бажариш билан боғлиқ ҳужжатларнинг асл нусхалари ва бошқа нусхаларини электрон ва қоғоз шаклида сақлаш;

эмитент билан шартнома ипотека облигацияларининг муомала муддати тутагунга қадар бекор қилинган ҳолатларда ипотека қоплами билан боғлиқ ҳужжатларнинг асл нусхалари ва бошқа нусхаларини тайинланган янги агентга топшириш;

қонун ҳужжатларида кўзда тутилган бошқа талабларга риоя қилиш.

Ипотека қоплами агенти тақдим этилаётган ахборотнинг тўлиқлиги, ишончлилиги ва ўз вақтидалиги учун жавоб беради.

5-боб. Ипотека облигациялари ҳақидаги ахборотларнинг очилиши

17-модда. Ипотека облигациялари ҳақида очиладиган ахборот мазмунига талаблар

Ипотека облигациялари эмитенти қонун ҳужжатларига мувофиқ ипотека облигациялари ҳақидаги ахборотларни очишга мажбур.

Ипотека облигацияларини рейтинг баҳолаш ўтказилган ҳолларда ипотека облигациялари эмитенти бундай баҳолаш ҳақида ахборотни очиб бериш ва тақдим этишга мажбур.

Ипотека облигациялари эмитенти ахборотни очиб бериш бўйича талабларнинг бузилиши учун жавобгардир.

Ипотека облигациялари эмитенти ахборотни очиб бериш билан бир пайтда ваколатли органга кўрсатилган ахборотдан иборат бўлган ҳужжатлар нусхаларини тақдим этишга мажбур.

18-модда. Ипотека облигациялари ҳақида облигация сакловчиларининг талаблари билан бериладиган ахборот

Ипотека облигациялари эмитенти ипотека қоплами агентини ипотека қоплами реестри билан танишиш, шунингдек, облигация сакловчилар томонидан бундай ахборот талаб қилинган ҳолларда облигация сакловчиларга тақдим этиш мақсадида реестрдан нусха ёки кучирма олиш имконияти билан таъминлашга мажбур.

Қонун ҳужжатларида ипотека облигациялари ҳақида ахборот очиб бериш ва тақдим этишга қўшимча талаблар белгиланиши мумкин.

19-модда. Ёллон қилиниши лозим бўлган ахборот

Ипотека облигациялари эмитенти бундай облигациялар эмиссияси ҳақидаги ахборотни қонун ҳужжатларига мувофиқ ёллон қилади.

Шунингдек, қуйидагилар ҳам ёллон қилиниши лозим:

ипотека қопламини ташкил этувчи мулк реестри, бухгалтерия баланси ва фойда ва зарар ҳақида ҳисобот;

улар бўйича талаблар ипотека қопламини ташкил этадиган мажбуриятларнинг бажарилиши ҳақида ҳисобот, ипотека қопламини ташкил этувчи мулк ҳисобига ўрни қопланиши лозим бўлган харажатлар ҳақида маълумотлар;

қонун ҳужжатларига мувофиқ бошқа ҳужжатлар ва ахборотлар.

20-модда. Ипотека облигациялари бўйича ҳисобот бериш

Ипотека облигациялари бўйича ҳисобот тақдим этиш тартибига қўйиладиган талаблар қонун ҳужжатларида белгилаб қўйилади.

21-модда. Сир сақланадиган ахборотни ошкор қилиш учун жавобгарлик

Сир сақланадиган ахборотни ошкор қилганлик учун бундай ахборотга улаиш ҳуқуқига эга бўлмаган шахслар белгиланган тартибда жавоб беради.

6-боб. Ипотека облигациялари эмитентнинг банкротга учраши ва ўз ихтиёри билан тугатилиши

22-модда. Ипотека облигациялари эмитентни тугатиш хусусиятлари

Ипотека облигациялари эмитентнинг банкротга учраши ва ўз ихтиёри билан тугатилиши ушбу бобда кўзда тутилган хусусиятларни ҳисобга олган ҳолда Ўзбекистон Республикаси қонун ҳужжатларига мувофиқ амалга оширилади.

Ипотека облигациялари бўйича кредиторлар талаблари ипотека қоплами гарови билан таъминланади. Бунда ипотека облигациялари бўйича кредиторлар талаблари реестри ипотека облигациялари сақловчилари реестри маълумотлари асосида тузилади.

Эмитент таъсисчиси (таъсисчилари) томонидан уни тугатиш ҳақида қарор қабул қилинган ёки суд томонидан эмитентнинг банкротга учраганлиги ҳақида қарор қабул қилинган ва эмитентни тугатиш жараёни бошланган санадан бошлаб ипотека қоплами таркибидан мулкни алмаштириш ёки чиқариб ташлаш таъқиқланади.

Эмитент кредиторларининг умумий йиғилишларида ипотека қоплами агенти кредиторлар йиғилиш ўтказилган санада эмитентнинг умумий кредит қарзларига йиғилишда қатнашмаётган ипотека облигациялари сақловчилар улушига пропорционал овозлар сони билан иштирок этади. Бунда кредиторлар йиғилишида ипотека облигациялари барча сақловчилари қатнашган ҳолатларда ипотека қоплами агенти маслаҳат овозига эга бўлади.

Ипотека облигациялари эмитентнинг банкротга учраши ва ўз ихтиёри билан тугатилиш жараёни амалга оширадиган шахслар ипотека қопламидан даромад тутилиш ва сақлаш ҳамда уни тулиқ ҳажмда ипотека облигациялари бўйича эмитентнинг мажбуриятлари бажарилишига йўналтириш бўйича барча зарур чоралар кўришга мажбур.

24-модда. Ипотека қопламини пуллаш

Ипотека қопламини пуллаш қуйидагича сотиш йуллари билан амалга оширилиши мумкин:

харидорнинг ипотека облигациялари чиқариш (бундан кейин – эмитентни алмаштириш) ҳақидаги қарорда кўзда тутилган барча шартларни бажариш мажбурияти билан;

олинган пул маблағларини ипотека облигациялари сақловчилари ўртасида тақсимлаш билан ва харидорнинг ипотека облигациялари чиқариш ҳақидаги қарорда кўзда тутилган барча шартларни бажариш мажбуриятисиз.

25-модда. Эмитентни алмаштириш

Ипотека облигациялари эмитентни алмаштириш эмитент кредиторлари йиғилишининг қарори билан кўзда тутилган тартибда ва асосда амалга оширилади.

Ипотека облигациялари янги эмитенти сифатида фақат ушбу Қонунда ипотека облигациялари эмитентлари учун белгиланган шартларга жавоб берадиган юридик шахсларгина иштирок этиши мумкин.

Янги эмитент ушбу ипотека облигациялари чиқариш ҳақидаги қарорда қўзда тутилган барча шартларни ўз зиммасига олади.

Эмитентни алмаштириш расмийлаштирилгандан сўнг мос келувчи чиқарилишга оид ипотека облигациялари бўйича талаблар кредиторлар талаблари реестридан чиқариб ташланади.

7-боб. Ипотека облигациялари бозорида давлат органларининг ваколатлари

26-модда. Ипотека облигациялари бозорида давлат вазорати ва давлат томонидан тартибга солиш

Ипотека облигациялари бозорини давлат томонидан тартибга солиш, шунингдек, унинг қатнашчилари фаолияти устидан давлат назорати ваколатли органлар томонидан қонун ҳужжатларига мувофиқ амалга оширилади.

Ипотека облигациялари чиқариш, жойлаштириш, муомаласи ва пулини тулаш билан боғлиқ муносабатлар ваколатли орган томонидан тартибга солинади.

Қўчмас мулкка эгаллик ҳуқуқини рўйхатга олиш билан боғлиқ муносабатлар ер ресурслари, геодезия, картография ва давлат кадастри бўйича ваколатли давлат органи томонидан тартибга солинади.

Тижорат банкларининг ипотека облигациялари билан боғлиқ муносабатлар ваколатли орган томонидан Ўзбекистон Республикаси Марказий банки билан келишувга қўра тартибга солинади.

27-модда. Ваколатли орган ҳуқуқлари

Ваколатли орган қуйидаги ҳуқуқларга эга:

юридик ва жисмоний шахсларнинг ушбу Қонун талаблари бузилиши билан боғлиқ шикоятларини кўриб чиқиш;

ипотека облигациялари эмитентлари фаолиятини текширишни амалга ошириш;

қонун ҳужжатларида белгиланган жавобгарлик чораларини қўллаш;

ипотека облигациялари бозори қатнашчиларига қонун ҳужжатлари талабларининг бузилишларини бартараф қилиш ҳақида қўрсатмалар бериш ва бартараф қилиш муддатларини белгилаш;

ушбу Қонунда қўзда тутилган фаолиятни мос келувчи лицензияларсиз ёки уларга ушбу Қонунда белгиланган тартибда рухсат берилмаган фаолият амалга оширувчи юридик шахсларни тугатиш ҳақида судга мурожаат қилиш;

ушбу Қонунда қўзда тутилган ҳуқуқлари бузилган ҳолларда ипотека облигациялари сақловчиларининг манфаатларига судга даъво билан мурожаат қилиш;

ипотека қоплами миқдорини аниқлаш тартибини белгилаш;

ипотека қоплами реестри юретиш тартиби ва маълумотлар таркибига қўшимча талаблар белгилаш;

ипотека қоплами минимал миқдори ва структурасига қўшимча талаблар белгилаш;

тижорат банки қонун ҳужжатларига риоя қилмаган, шунингдек, у қондабузарликларни белгиланган муддатда бартараф этмаган ҳолларда Ўзбекистон Республикаси Марказий банкига тижорат банкига таъсир этиш чораларини қўллаш таклифи билан мурожаат қилиш;

ипотека қоплами агентлари қонун ҳужжатларига риоя қилмаган, шунингдек, у қондабузарликларни белгиланган муддатда бартараф этмаган ҳолларда Ўзбекистон Республикаси Молия вазирлиги ва/ёки Ўзбекистон Республикаси Марказий банкига ипотека қоплами агентига таъсир этиш чораларини қўллаш таклифи билан мурожаат қилиш;

қонун ҳужжатларига мувофиқ бошқа ваколатларни амалга ошириш.

8-боб. Яқуний қондалар

28-модда. Ипотека облигациялари эмитенти ва ипотека қоплами агентининг ипотека облигациялари сакловчилари олдидаги мажбуриятларини суғурта қилиш

Ипотека облигациялари эмитенти ва ипотека қоплами агенти ипотека облигациялари сакловчилари олдидаги жавобгарлигини ўз ҳисобидан суғурта қилиш ҳуқуқига эга (ипотека облигациялари сакловчилари олдидаги жавобгарлик rischi).

Ипотека облигациялари сакловчилари олдидаги жавобгарликни суғурта қилиш шартномаси тузилган ҳолатларда суғурта ҳақидаги маълумотлар мос равишда ипотека облигациялари чиқариш ҳақидаги қарорга киритилиши лозим.

29-модда. Ипотека облигациялари ҳақидаги қонун ҳужжатларини бузганлик учун жавобгарлик

Ипотека облигациялари ҳақидаги қонун ҳужжатларини бузганликда айбдор шахслар белгиланган тартибда жавоб беради.

30-модда. Қонун ҳужжатларини ушбу Қонунга мувофиқ ҳолга келтириш

Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамаси:

ҳукумат қарорларини ушбу Қонунга мувофиқлаштирсин;

давлат бошқаруви органлари ушбу Қонунга зид бўлган ўз норматив-ҳуқуқий ҳужжатларини қайта кўриб чиқишлари ва бекор қилишларини таъминласин.

31-модда. Ушбу Қонуннинг кучга кириш тартиби

Ушбу Қонун расмий эълон қилинган кундан эътиборан кучга киради.

I БОБ. УМУМИЙ ҚОИДАЛАР

1-модда. Ушбу Қонуннинг мақсади

Ушбу Қонуннинг мақсади секьюритизация битимларини амалга ошириш, секьюритизацияланган қимматли қоғозлар чиқариш, жойлаштириш ва муомаласи соҳасидаги муносабатларни тартибга солиш, шунингдек, секьюритизацияда талаб қилиш ҳуқуқини бошқаларга беришни амалга ошириш хусусиятларини аниқлаш ҳисобланади.

2-модда. Ушбу Қонунда фойдаланиладиган асосий тушунчалар

Ушбу Қонунда қуйидаги асосий тушунчалар фойдаланилади:

1) **ихтисослашган молия ташкилоти** – ушбу Қонунга мувофиқ битта ёки бир нечта секьюритизация битимини амалга ошириш учун ташкил этиладиган юридик шахс;

2) **секьюритизация** – банк ёки компания активларини молиялаштириш ва қайта молиялаштириш асосида ипотека облигациялари ёки бошқа турдаги эмиссион қимматли қоғозлар чиқариш йули билан уларни ликвид шаклга ўтказиш;⁶⁰⁰

3) **тузилмалаштириш** – тулов оқимлари ва реал молиявий активлар рискларини инвесторлар талабларига мос келувчи шаклларга трансформациялаш;

4) **секьюритизация битими** – ихтисослашган молия ташкилотининг талаб қилиш ҳуқуқларини харид қилиши ва ихтисослашган молия ташкилоти ёки банк-оригинатор томонидан секьюритизацияланган қимматли қоғозлар чиқарилиши;

5) **секьюритизацияланган қимматли қоғозлар** – Ўзбекистон Республикаси қонун ҳужжатларига мувофиқ ҳужжатсиз шаклда чиқариладиган, улар бўйича эмитент мажбуриятларининг бажарилиши ажратилган активлар билан таъминланадиган облигацияла ва/ёки бошқа эмиссиявий қимматли қоғозлар;

6) **ажратилган активлар** – секьюритизацияланган қимматли қоғозлар таъминоти, улар бўйича тушумлар, қўшимча таъминот, ажратилган активлар бўйича тушумларни инвестициялаш натижасида, шунингдек, ушбу ҳуқуқлар ва молиявий активларни пуллаш натижасида вужудга келадиган молиявий активлар ва ҳуқуқлар сифатида қатнашадиган талаб қилиш ҳуқуқлари;

7) **талаб қилиш ҳуқуқлари** – оригинаторнинг асосий фаолият турини амалга ошириш жараёнида вужудга келадиган пул талаблари;

8) **талаб қилиш ҳуқуқларининг бир хиллиги** – талаб қилиш ҳуқуқларининг секьюритизацияланган қимматли қоғозлар чиқариш ҳақидаги қарор билан белгиланган умумий объектив мезонга мувофиқлиги;

⁵⁹⁹ Б.Сатторов, Д.Абдурахмонова, Н.Абдурахимов иштирокида тайёрланган.

⁶⁰⁰ Умуман олганда, секьюритизация – активлар бўйича қарз муносабатларини ифодаловчи ликвид қимматли қоғозларга трансформацияси ва трансферти жараёни, механизм.

9) талаб қилиш ҳуқуқлари тушумлар – қарздорларнинг мажбуриятлари бўйича пул шаклидаги тушумлар;

10) қўшимча таъминот – секьюритизацияланган қимматли қоғозларнинг талаб қилиш ҳуқуқларидан ташқари қўшимча таъминоти, унинг таркибига секьюритизация битими тузиш натижасида вужудга келадиган ҳуқуқлар ва молиявий активлар киради;

11) ихтисослашган молия ташкилоти мулк – юридик шахс сифатида ихтисослашган молия ташкилоти секьюритизация битими яқинлангандан сўнг олган даромад (қўрган зарар), ўз капитали, активлар ва мажбуриятлар. Ихтисослашган молия ташкилотининг ўз маблағлари қаторига ажратилган активлар, шунингдек, у томонидан чиқарилган секьюритизацияланган қимматли қоғозлар киритилмайди;

12) оригинатор – секьюритизация битими тузишда талаб қилиш ҳуқуқидан воз кечишни амалга оширадиган юридик шахс;

13) банк-оригинатор – секьюритизацияланган қимматли қоғозлар чиқаришни амалга оширадиган тижорат банки;

14) бошқарувчи компания – ихтисослашган молия ташкилотига ажратилган активларни бошқариш, шунингдек, ажратилган активлар бўйича вақтинчалик бўш бўлган тушумларни инвестициялаш бўйича хизматлар кўрсатувчи инвестицион активларни ишонч асосида бошқарувчи;

15) қарздор – оригинатор олдида мавжуд ёки келажакда вужудга келадиган пул мажбуриятига эга бўлган шахс;

16) аффиляцияланган шахслар – уларга берилган ваколатлар доирасида назорат функцияларини амалга оширадиган, бевосита ва/ёки билвосита қарорлар белгилаш ва/ёки бир-бирининг қабул қиладиган қарорларига, жумладан, тузилган битим туфайли таъсир этиш имкониятига эга бўлган давлат органларини истисно қилганда юридик ёки жисмоний шахслар;

17) секьюритизацияланган қимматли қоғозлар ва уларнинг қоплами бозор қийматлари баҳоси ва бозор нархларининг эквивалентлиги – секьюритизацияланган қимматли қоғозлар бўйича инвестиция рискин ва эмитентларнинг банкротлик рискин бартараф этиш мақсадида секьюритизацияланган қимматли қоғозлар ва бундай қоғозлар қоплами бозор қийматлари баҳоси ва бозор нархларининг ўзаро эквивалентлилик даражаси мониторингини ҳолис баҳоловчи ва ҳолис аудиторлик ташкилоти томонидан мунтазам амалга ошириш.

18) ваколатли орган – молия бозорининг макрорегулятор функциясини бажарувчи молия бозори ва қимматли қоғозлар операцияларини тартибга солиш бўйича давлат ваколатли органи.

3-модда. Секьюритизация ҳақида Ўзбекистон Республикаси қонун ҳужжатлари

Секьюритизация битимлари амалга ошириш билан боғлиқ муносабатлар ушбу Қонун ва Ўзбекистон Республикасининг бошқа қонун ҳужжатлари билан тартибга солинади.

Агар Ўзбекистон Республикасининг халқаро шартномасида ушбу Қонунда кўзда тутилганидан бошқача қоидалар белгиланган бўлса, халқаро шартнома қоидалари қўлланилади.

4-модда. Оригинаторга талаблар

Оригинатор ҳар қандай ташкилий-ҳуқуқий шаклда ташкил этилган юридик шахс ҳисобланади. Секьюритизация битимлари амалга оширишга фақат оригинаторнинг устав фонди шакллантирилганидан кейин рухсат этилади.

Оригинатор секьюритизация битими тузилгунга қадар бўлган охириги йил учун аудиторлик ҳисоботига эга бўлиши лозим.

Секьюритизацияланган қимматли қоғозлар чиқарувчи банк-оригинатор сифатида фақат Ўзбекистон Республикасининг охириги уч йил учун аудиторлик ташкилоти ҳулосаси билан тасдиқланган, рентабеллик, туловлаёқлига эгаллик, молиявий барқарорлик ва ликвидлик ижобий кўрсаткичларига эга бўлган, шунингдек, мустақил рейтинг ва эквивалентлилик баҳоси олган тижорат банклариғина иштирок этиши мумкин.

Оригинатор бир вақтнинг ўзида бир нечта битимда иштирок этиш ҳуқуқига эга.

II БОБ. ИХТИСОСЛАШГАН МОЛИЯ ТАШКИЛОТИ

5-модда. Ихтисослашган молия ташкилоти ташкил этиш

Ихтисослашган молия ташкилоти фақат очик турдаги акциядорлик жамияти шаклида ташкил этилиши мумкин. Ихтисослашган молия ташкилотининг устав фондини шакллантиришда кредитга, гаров остида олинган маблағлар ва бошқа жалб қилинган маблағлардан фойдаланишга рухсат этилмайди.

Ихтисослашган молия ташкилотининг фирма номида «ихтисослашган молия ташкилоти» сўз бирикмаси бўлиши ва у бошқа Ихтисослашган молия ташкилотларининг фирма номига ўхшаш бўлмаслиги лозим. Ихтисослашган молия ташкилотининг номида оригинатор ёки ихтисослашган молия ташкилоти таъсисчиларининг номидан фойдаланиш тақиқланади. Ушбу Қонун талабларига жавоб бермайдиган юридик шахс ўз номида «ихтисослашган молия ташкилоти» сўз бирикмасидан фойдаланишга ҳақли эмас.

Ихтисослашган молия ташкилоти давлат тилида ёзилган тулиқ фирма номи ва у жойлашган жой кўрсатилган муҳрга эга бўлиши лозим. Муҳрда бир вақтнинг ўзида фирма номи бошқа тилда ҳам кўрсатилиши мумкин.

Ихтисослашган молия ташкилоти ўз номи ва ўз эмблемаси кўрсатилган штамп ва бланкаларга эга бўлишга ҳақли.

6-модда. Ихтисослашган молия ташкилоти фаолияти

Ихтисослашган молия ташкилоти фақат секьюритизация битимлари ўтказиш билан боғлиқ фаолиятни амалга ошириши мумкин, айнан:

- оригинатордан ажратилган активлар харид қилиш;
- секьюритизацияланган қимматли қоғозлар чиқариш;

- секьюритизацияланган қимматли қоғозларнинг пулини тулаш даврига ажратилган активлар бўйича вақтинчалик бўш бўлган тушумларни уларнинг рўйхати ваколатли орган томонидан белгиланадиган молиявий воситаларга инвестициялаш.

Ихтисослашган молия ташкилоти ажратилган активлар бўйича вақтинчалик бўш бўлган тушумларни инвестициялашни мустақил равишда амалга оширадиган бўлса, бу ҳолатда унинг штатида Ўзбекистон Республикаси қонун ҳужжатларига мувофиқ қимматли қоғозлар бозори профессионал катнашчилари персоналига белгиланадиган малакавий талабларга мос келадиган ходим бўлиши лозим.

Ихтисослашган молия ташкилоти томонидан чиқарилган барча секьюритизацияланган қимматли қоғозлар номинал қиймати секьюритизацияланган активлар чиқарилишининг таъминоти сифатида иштирақ этадиган ажратилган активлар ҳажмидан ошмаслиги лозим ва у ихтисослашган молия ташкилотининг устав фонди ҳажмига боғлиқ эмас.

7-модда. Ихтисослашган молия ташкилотининг таъсис ҳужжатлари

Ихтисослашган молия ташкилоти таъсис ҳужжатлари асосида фаолият юритади.

Ихтисослашган молия ташкилотининг таъсис ҳужжатлари қонун ҳужжатларида юридик шахсларнинг белгиланган ташкилий-ҳуқуқий шакллари учун маълумотларга қўшимча равишда қуйидаги маълумотлардан иборат бўлиши лозим:

- ихтисослашган молия ташкилотининг мулки билан битимлар амалга ошириш тартиби ва асослари;

- ажратилган активлар бўйича вақтинчалик бўш бўлган тушумларни инвестициялаш тартиби.

Ихтисослашган молия ташкилотининг низомида кўзда тутилган тартибни бузган ҳолда тузилган мулк билан битимлар ноқонуний ҳисобланади.

Ихтисослашган молия ташкилоти низомига қўшимча ва ўзгаришлар киритиш ёки янги таҳрирдаги низоми тасдиқлаш ваколатли орган томонидан олдиндан маълумлашни талаб қилади.

8-модда. Ихтисослашган молия ташкилотининг давлат рўйхатидан

ўтказиш ва лицензиялаш

Ихтисослашган молия ташкилотлари қонун ҳужжатларига мувофиқ давлат рўйхатидан ўтказилиши лозим.

Ихтисослашган молия ташкилоти ўз фаолиятини ваколатли орган томонидан бериладиган лицензия асосида амалга оширади.

Тақдим этилган ҳужжатлар қонун ҳужжатларида белгиланган талабларга мос келмаган ва тақдим этилган ҳужжатларда ишончсиз ёки бузиб кўрсатилган маълумотлар мавжуд бўлган ҳолларда ваколатли орган ихтисослашган молия ташкилотига лицензия беришни рад этиши мумкин. Лицензия беришни рад этиш ҳақида қарор устидан қонун ҳужжатларида белгиланган тартибда судга шикоят аризаси билан мурожаат қилиниши мумкин.

9-модда. Ихтисослашган молия ташкилотини қайта ташкил қилиш ёки тугатиш

Ихтисослашган молия ташкилотининг ўз ихтиёри билан қайта ташкил этилиши ёки тугатилиши фақат ваколатли органнинг рухсати билан ихтисослашган молия ташкилотининг секьюритизацияланган қимматли қўғозлар барча чиқарилишларининг пулини тўлаш якунлари ҳақида ҳисобот тасдиқлангандан кейин амалга оширилади.

Ваколатли орган ихтисослашган молия ташкилотининг ихтисослашган молия ташкилотини қайта ташкил қилиш ёки тугатишга рухсат бериш ҳақидаги аризаси асосида қарор чиқаради ва бу ҳақида ариза келиб тушган кундан бошлаб уттиз календарь куни ичида ихтисослашган молия ташкилотини ёзма равишда хабардор қилади. Ваколатли орган ўз ихтиёри билан қайта ташкил қилиш ёки тугатишга рухсат беришни рад этган ҳолатда ваколатли орган бу ҳақида ихтисослашган молия ташкилотини рад этишнинг асосларини кўрсатган ҳолда ёзма равишда хабардор қилади.

III БОБ. СЕКЬЮРИТИЗАЦИЯ БИТИМЛАРИНИНГ ХУСУСИЯТЛАРИ

10-модда. Секьюритизация объектлари

Секьюритизация объектлари ҳисобланган талаб қилиш ҳуқуқлари бир хил бўлиши лозим.

Ихтисослашган молия ташкилоти ёки банк-оригинатор ажратилган активлар бўйича тушумларни фақатгина чиқарилган секьюритизацияланган қимматли қўғозлар бўйича мажбуриятларни бажариш ва битта секьюритизация битими доирасида хизматлар учун ҳақ тўлашга, шунингдек, ушбу Қонунда кўзда тутилган ҳолларда инвестицион активларга вақтинчалик инвестициялашга фойдаланади.

Секьюритизация битими жараёнида кўрсатиладиган хизматлар учун ҳақ тўлаш чиқарилган секьюритизацияланган қимматли қўғозлар бўйича бажарилмаган мажбуриятлар йўқлигидагина амалга оширилади.

11-модда. Ажратилган активлар

Ҳар бир секьюритизация битими бўйича ажратилган активлар ихтисослашган молия ташкилоти ёки банк-оригинаторнинг ўз маблағларидан, шунингдек, ҳар қандай секьюритизация битимига ёки бошқа ҳар қандай шахсга тегишли бўлган активлардан ажратилади.

Битта секьюритизация битими доирасида ажратилган активлар остида секьюритизацияланган қимматли қўғозлар кейинги чиқарилишига йўл қўйилмайди.

Секьюритизацияланган қимматли қўғозлар сакловчилари олдидаги мажбуриятлар ушбу секьюритизацияланган қимматли қўғозлар чиқарилиши бўйича таъминот ҳисобланган ажратилган активлар ҳисобига тўланади.

Ихтисослашган молия ташкилоти ёки банк-оригинатор секьюритизацияланган қимматли қўғозлар чиқарилишида сутурга таъминоти, кафолат, учинчи шахслар кафилиги ва қонун ҳужжатларида тақиқланмаган бошқа таъминот турлари каби қўшимча кафолат турларини тақдим этиши мумкин.

12-модда. Ажратилган активларга талаблар

Талаб қилиш ҳуқуқлари ажратилган активлар таркибига улар қуйидаги шартларга жавоб берган ҳоллардагина киритилиши мумкин:

асосий қарз миқдори ушбу мажбурият бўйича таъминот ҳисобланган мулкнинг ҳолис баҳоловчи томонидан аниқланган бозор қийматининг етмиш беш фоизидан ошмаслиги лозим;

мос келувчи талабларни таъминлайдиган кредит шартномаси қарз олувчига гаров предметиға унинг қийматини пасайтиришға олиб келадиган ўзгаришлар киритиш, гаров предметиғи учинчи шахсларға эмитентнинг ёзма шаклдаги розилигисиз ижараға беришни тақиқлаши лозим;

мос келувчи талаб қилиш ҳуқуқининг бажарилишини таъминлаш учун киритилган қўчмас мулк мажбурият амал қиладиган бутун муддат давомида йўқотилиш ёки шикаст етказилиш рискдан кредитор фойдасига суғурта қилиниши лозим. Бунда суғурта миқдори асосий қарз миқдоридан кам бўлмаслиги лозим;

қарздор жисмоний шахс ҳисобланган ҳолларда унинг ҳаёти ва соғлиғи мажбурият амал қилиш бутун даврида кредитор фойдасига суғурта қилиниши лозим. Бунда суғурта миқдори асосий қарз миқдоридан кам бўлмаслиги лозим.

Ажратилган активлар таркибига қуйидагилар кириши мумкин эмас:

бошқа мажбуриятларни таъминлаш учун киритилган гаров хатлари бўйича талаб қилиш ҳуқуқлари;

кейинги гаров билан таъминланган талаб қилиш ҳуқуқлари;

шубҳали сифатида таснифланган ва Ўзбекистон Республикаси Марказий банки талабларига мувофиқ ноқонуний ҳисобланган кредитлар.

Ажратилган активлар таркибига қирадиган талаб қилиш ҳуқуқларининг ўртача амал қилиш муддати секьюритизацияланган қимматли қоғозлар муомаласи муддатидан кам бўлмаслиги лозим.

Секьюритизацияланган қимматли қоғозлар чиқарилишини давлат рўйхатидан ўтказиш учун ҳужжатлар тақдим этилаётган пайтда ажратилган активлар умумий миқдори уларнинг умумий номинал қиймати 110 фоизидан кам бўлмаслиги лозим.

Секьюритизацияланган қимматли қоғозлар чиқариш ҳақидаги қарорда бундай қимматли қоғозлар бўйича катта миқдорда мажбуриятларни бажариш таъминланиши кўзда тутилиши мумкин. Бу ҳолатда ажратилган активлар миқдори секьюритизацияланган қимматли қоғозлар муомаласи бутун муддати давомида уларни чиқариш ҳақидаги қарорда белгиланган миқдордан кам бўлмаслиги лозим.

Секьюритизацияланган қимматли қоғозлар ва уларнинг қоплами бозор қийматлари баҳоси ва бозор нархларининг ўзаро эквивалентлилиги даражаси мониторингини ҳолис баҳоловчи ва ҳолис аудиторлик ташкилоти томонидан мунтазам амалға оширилиши лозим.

13-модда. Ажратилган активларни ундирувға тақдим этиш

Секьюритизацияланган қимматли қоғозлар чиқарилиши ушбу Қонунға мувофиқ давлат рўйхатидан ўтказиладиган санадан бошлаб ушбу қимматли

қоғозлар чиқарилишининг таъминоти ҳисобланган ажратилган активлардан пул ундириш фақат секьюритизацияланган қимматли қоғозларнинг пулини тулаш ва фақат ушбу секьюритизация битими билан боғлиқ хизматлар тулови учун қаратилиши мумкин.

Секьюритизацияланган қимматли қоғозларнинг ушбу чиқарилиши таъминоти ҳисобланган ажратилган активлардан пул ундириш қуйдаги кетма-кетликда амалга оширилиши лозим:

1) биринчи навбатда чиқарилган секьюритизацияланган қимматли қоғозлар бўйича мажбуриятлар бажарилади;

2) иккинчи навбатда ушбу секьюритизация битими билан боғлиқ хизматлар тулови амалга оширилади.

14-модда. Секьюритизацияда талаб қилиш ҳуқуқини инъом қилиш шартномаси

Секьюритизацияда талаб қилиш ҳуқуқини инъом қилиш шартномаси бўйича оригинатор ўзининг қарздорлар билан муносабатларидан келиб чиқадиган мавжуд ёки келажақдаги талаб қилиш ҳуқуқларини инъом қилади ёки инъом қилиш мажбуриятини олади, ихтисослашган молия ташкилоти эса ушбу талаб қилиш ҳуқуқлари билан таъминланган секьюритизацияланган қимматли қоғозларни жойлаштиришдан олинган пул маблағларини оригинаторга ўтказиш йўли билан уларни харид қилишни амалга оширади. Талаб қилиш ҳуқуқлари талаб қилиш ҳуқуқини инъом қилиш шартномаси имзоланган пайтдан бошлаб ихтисослашган молия ташкилотининг мулкига айланади.

Келажақдаги талаб қилиш ҳуқуқларини инъом қилишда у ушбу модданинг биринчи қисмида кўзда тутилган шартлар мавжудлигида, шартномада кўзда тутилган талаб қилиш ҳуқуқини инъом қилиш предмети ҳисобланган пул маблағлари олиш ҳуқуқи вужудга келганидан кейингина ихтисослашган молия ташкилотига ўтган деб ҳисобланади. Агар пул талабини инъом қилиш маълум бир ҳодиса билан асосланадиган бўса, у ушбу ҳодиса рўй берган пайтдан бошлаб кучга киради. Келгусида бу ҳуқуқ вужудга келгандан кейинги талаб қилиш ҳуқуқини қўшимча расмийлаштириш талаб этилмайди.

Пул талаб қилиш ҳуқуқларини инъом қилиш ҳағтоки талаб келиб чиққан шартномада бўлган чеклов ёки тақиқлар мавжудлигида ҳам ҳақиқий ҳисобланади.

Агар шартномада бошқача кўзда тутилган бўлмаса, оригинатор инъом қилинган талаб қилиш ҳуқуқлари бўйича қарздорлардан пул туловлари тўплашни амалга оширади.

Секьюритизация битими бўйича инъом қилиш предмети ҳисобланган талаб қилиш ҳуқуқлари оригинатор ва ихтисослашган молия ташкилоти ўртасида шартномада шундай белгилаб олинган керакки, мавжуд пул талабини шартнома тузилган пайтда, келгуси талабини эса – у вужудга келган пайтдан кечикмасдан белгиланиши мумкин бўлсин.

Секьюритизацияда талаб қилиш ҳуқуқини инъом қилиш шартномаси Ўзбекистон Республикаси қонун ҳужжатларида белгилаб қўйилган талабларга риоя қилган ҳолда ёзма шаклда тузилиши лозим.

Секьюритизацияда талаб қилиш ҳуқуқи инъом қилиш шартномасининг ёзма шаклига амал қилмаслик унинг ноқонунийлигига олиб келади.

Секьюритизацияда талаб қилиш ҳуқуқини инъом қилиш натижасида ихтисослашган молия ташкилоти талабларни ижро қилиш учун қарздорлардан талаб қилиш ҳуқуқи бўйича барча тушумларга эгалик ҳуқуқини харид қилади.

Оригинатор талаб қилиш ҳуқуқлари бўйича олинган тушумлар ихтисослашган молия ташкилотининг бу ҳуқуқларни харид қилиш учун оригинаторга тўлаган пул миқдоридан камлиги учун ихтисослашган молия ташкилоти олдида ҳеч қандай жавобгарликка эга эмас.

IV БОБ. СЕКЬЮРИТИЗАЦИЯЛАНГАН ҚИММАТЛИ ҚОҒОЗЛАР ЧИҚАРИШ ХУСУСИЯТЛАРИ

15-модда. Секьюритизацияланган қимматли қоғозлар эмитентлари

Секьюритизацияланган қимматли қоғозлар эмиссияси фақат ихтисослашган молия ташкилотлари ёки тижорат банклари томонидан амалга оширилиши мумкин.

16-модда. Секьюритизацияланган қимматли қоғозлар бўйича мажбуриятлар ижросининг таъминланиши

Секьюритизацияланган қимматли қоғозлар бўйича мажбуриятларнинг бажарилиши бундай қимматли қоғозларга уларнинг биринчи сақловчисида ҳуқуқлар вужудга келган пайдан бошлаб гаров билан таъминланади.

Секьюритизацияланган қимматли қоғозлар уларнинг сақловчисига ажратилган активлар гаровидан келиб чиқадиган барча ҳуқуқларни тақдим этади. Секьюритизацияланган қимматли қоғозларга эгалик ҳуқуқининг ўтиши билан ажратилган активлар гаровидан келиб чиқадиган барча ҳуқуқлар янги сақловчига (харидорига) ўтади. Ажратилган активлар гаровидан келиб чиқадиган ҳуқуқларни секьюритизацияланган қимматли қоғозларга эгалик қилиш ҳуқуқисиз бериш ноқонуний ҳисобланади.

Битта чиқарилиш доирасидаги секьюритизацияланган қимматли қоғозларнинг ҳар бир сақловчиси худди шу чиқарилишдаги секьюритизацияланган қимматли қоғозларнинг бошқа сақловчилари билан бир қаторда талаблар ва ажратилган активларни ташкил этадиган бошқа мулкка нисбатан бир хил ҳуқуққа эга бўлади.

17-модда. Ихтисослашган молия ташкилоти томонидан секьюритизацияланган қимматли қоғозлар чиқариш хусусиятлари

Қимматли қоғозлар бозори ҳақида Ўзбекистон Республикаси қонун ҳужжатларининг талабларидан ташқари, ихтисослашган молия ташкилоти томонидан секьюритизацияланган қимматли қоғозлар чиқариш ҳақидаги қарор қуйидаги маълумотлардан иборат бўлади:

1) оригинатор, бошқарувчи компания, ихтисослашган молия ташкилоти ва инъом қилинган талаб қилиш ҳуқуқлари бўйича туловларни амалга оширувчи шахснинг номи ва жойлашган ўрни;

2) секьюритизация битимида оригинатор фаолиятининг предмети, ҳуқуқ ва мажбуриятлари;

3) талаб қилиш ҳуқуқлари тавсифномаси, ажратилган активлар таркибига кирувчи пулларнинг келиб тушиш муддати, тартиби ва шартлари ҳамда уларнинг бажарилиши устидан назоратни амалга ошириш тартиби;

4) ажратилган активлар бўйича вақтинчалик бўш бўлган тушумларни инвестициялаш тартиби;

5) секьюритизация битими бўйича хизматлар тулови билан боғлиқ харажатлар ва ихтисослашган молия ташкилоти уларга кура ушбу харажатларни ажратилган активлардан чиқариб ташлаш ҳуқуқига эга бўлган шартлар;

6) секьюритизация битими томонларининг аффиляцияланганлиги;

7) секьюритизация битимини таъминлайдиган ажратилган активлар микдори, таркиби ва ўсишининг баҳорат таҳлили;

8) қўшимча таъминот ҳақида (агар у мавжуд бўлса);

9) секьюритизацияланган қимматли қоғозларнинг муддатидан олдин пулини қайтариш шартлари ва тартиби;

10) талаб қилиш ҳуқуқларининг бир хиллик мезонлари.

Оригинаторнинг охириги йил учун аудиторлик ва баҳоловчи ҳисоботи, оригинатор ва ихтисослашган молия ташкилоти ўртасида тузилган ушбу секьюритизация битими бўйича талаб қилиш ҳуқуқларини инъом қилиш шартномаси ихтисослашган молия ташкилоти томонидан секьюритизацияланган қимматли қоғозлар чиқариш ҳақидаги қарорнинг ажралмас қисми ҳисобланади.

Ихтисослашган молия ташкилоти томонидан секьюритизацияланган қимматли қоғозлар чиқариш ва пулини қайтариш якунлари ҳақида ҳисоботни кўриб чиқиш ва тасдиқлаш учун секьюритизация битими ва қимматли қоғозлар чиқарилишини акс эттирадиган ҳисобот ваколатли орган томонидан белгиланган шакл ва тартибда қўшимча тақдим этилади.

18-модда. Банк-оригинатор томонидан секьюритизацияланган қимматли қоғозлар чиқариш хусусиятлари

Қимматли қоғозлар бозори ҳақида Ўзбекистон Республикаси қонун ҳужжатларининг талабларидан ташқари, Ўзбекистон Республикаси тижорат банклари томонидан секьюритизацияланган қимматли қоғозлар чиқариш ҳақидаги қарор қуйидаги маълумотлардан иборат бўлиши лозим:

1) секьюритизация битимида банк-оригинатор фаолиятининг предмети, ҳуқуқ ва мажбуриятлари;

2) талаб қилиш ҳуқуқлари тавсифномаси, ажратилган активлар таркибига кирувчи пулларнинг келиб тушиш муддати, тартиби ва шартлари ҳамда уларнинг бажарилиши устидан назоратни амалга ошириш тартиби;

3) ажратилган активлар бўйича вақтинчалик бўш бўлган тушумларни инвестициялаш тартиби;

4) секьюритизация битими бўйича хизматлар тўлови билан боғлиқ харажатлар ва банк-оригинатор уларга қўра ушбу харажатларни ажратилган активлардан чиқариб ташлаш ҳуқуқига эга бўлган шартлар;

5) секьюритизация битими томонларининг аффиляцияланганлиги;

6) секьюритизация битимини таъминлайдиган ажратилган активлар миқдори, таркиби ва ўсишининг башорат таҳлили;

7) қўшимча таъминот ҳақида (агар у мавжуд бўлса);

8) секьюритизацияланган қимматли қоғозларнинг муддатидан олдин пулини қайтариш шартлари ва тартиби;

9) талаб қилиш ҳуқуқларининг бир хиллик мезонлари.

Секьюритизацияланган қимматли қоғозлар чиқаришда қўрилиши мумкин бўлган зиённи коплаш ва ажратилган активларни тўлаш ҳисобига келиб тушадиган пул маблағларининг бир қисмини жамғариш учун банк-оригинатор томонидан махсус захира шакллантирилиши лозим. махсус захирага жамғарилган маблағлар фақат секьюритизацияланган қимматли қоғозлар пулини қайтариш ёки улар бўйича фойз тўловларига фойдаланилиши мумкин.

Махсус захира шакллантириш тартиби, шунингдек, махсус захирада сақланадиган маблағларни ҳисобга олиш ва улардан фойдаланиш устида назорат қилиш тартиби Ўзбекистон Республикаси Марказий банки томонидан тасдиқланади ва ваколатли орган билан келишиб олинади.

19-модда. Облигацион дастур доирасида секьюритизацияланган қимматли қоғозлар чиқариш

Очiq обуна йўли билан жойлаштириладиган секьюритизацияланган қимматли қоғозлар чиқариш ҳақидаги қарорда уларни ушбу чиқарилиш доирасидаги секьюритизацияланган қимматли қоғозларни жойлаштириш муддати давомида турли муддатда, лекин ушбу чиқарилиш давлат рўйхатидан ўтказилган кундан бошлаб 1 йилдан кечикмасдан алоҳида қисмлар (траншлар) билан жойлаштириш кўзда тутилган бўлиши мумкин.

Траншлар билан жойлаштириладиган секьюритизацияланган қимматли қоғозлар чиқариш эмиссияси проспектида траншлар миқдори ёки энг катта сони, шунингдек, ҳар бир траншда секьюритизацияланган қимматли қоғозлар жойлаштириш муддати ёки уларни белгилаш тартиби кўрсатилган бўлиши лозим.

Траншлар сони, шунингдек, ҳар бир траншдаги секьюритизацияланган қимматли қоғозлар сони секьюритизацияланган қимматли қоғозлар чиқариш эмиссияси проспектида рақам билан ёки мос келувчи аниқлаш тартибини белгилаш йўли билан кўрсатилиши мумкин.

Битта чиқарилиш доирасида турли траншларнинг секьюритизацияланган қимматли қоғозларини бир вақтнинг ўзида жойлаштиришга рухсат этилмайди.

20-модда. Рейтинг ва эквивалентлилик баҳоси

Секьюритизацияланган қимматли қоғозлар ва уларнинг коплами бозор қийматлари баҳоси ва бозор нархларининг ўзаро эквивалентлиги

даражасига ҳолис баҳоловчи ва ҳолис аудиторлик ташкилотининг мустақил баҳоси берилган бўлиши лозим.

Секьюритизацияланган қимматли қоғозлар ҳар бир чиқарилишига мустақил рейтинг баҳоси берилган бўлиши лозим.

Ҳар бир ихтисослашган молия ташкилоти ёки банк-оригинатор мустақил рейтинг ва эквивалентлилик баҳоси олиши шарт.

V БОБ. СЕКЬЮРИТИЗАЦИЯДА ҲИСОБ ВА ҲИСОБОТ БЕРИШ

21-модда. Ажратилган активларни бошқариш

Бошқарувчи компания ихтисослашган молия ташкилотининг ажратилган активларини бошқаришни ажратилган активлар реестри юритиш йўли билан амалга оширади.

Ажратилган активларни ташкил қиладиган талаб қилиш ҳуқуқлари ва бошқа мулк ҳақидаги маълумотлар уларнинг ҳар бири бўйича қуйидагилар курсатилган ҳолда реестрга киритилади:

талаб қилиш ҳуқуқи суммаси (жумладан, қарз асосий суммаси ва фойз миқдори);

таъминот таркибига қиладиган мулк номи, унинг жойлашган ўрни ва уни идентификациялаш учун етарли бўлган тавсифлаш;

гаровга қўйилган мулк қиймати (агар у мавжуд бўлса);

Ўзбекистон Республикаси Марказий банки талабларига мувофиқ кредит таснифи;

қонун ҳужжатларида белгиланган бошқа маълумотлар.

Талаб қилиш ҳуқуқлари ажратилган активлар реестрига мос келувчи қайд киритилган пайтдан бошлаб ажратилган активлар таркибига киритилган ҳисобланади.

Бошқарувчи компания ажратилган активларни ва ажратилган активлар реестридан ҳисобга олинадиган бошқа мулкка эгалик ҳуқуқларини тасдиқлайдиган ҳужжатларни сақлашга мажбур.

Бошқарувчи компания қонун ҳужжатларига мувофиқ ажратилган активлар таркибини тасдиқлайдиган ҳужжатларнинг сақланиши учун жавоб беради.

22-модда. Ажратилган активларни бошқариш шартномаси

Бошқарувчи компания ихтисослашган молия ташкилотининг ажратилган активларни бошқаришни ажратилган активларни бошқариш шартномаси асосида амалга оширади. Ажратилган активларни бошқариш шартномасига нисбатан мулкни ишонч асосида бошқариш шартномаси қондалари қўлланади.

Ўзбекистон Республикаси қонун ҳужжатларида кўзда тутилган шартлардан ташқари, ажратилган активларни бошқариш шартномаси қуйидагилардан иборат бўлиши лозим:

1) ажратилган активлар таркибига қиладиган талаб қилиш ҳуқуқлари бўйича пул маблағлари келиб тушиш шартлари, тартиби ва муддати ҳамда уларнинг бажарилишини назорат қилиш тартиби;

2) бошқарувчи компаниянинг секьюритизация битими қатнашчилари, жумладан, қўшимча таъминот битими тузиш бўйича қатнашчилар билан ўзаро алоқа қилиш тартиби;

3) ихтисослашган молия ташкилоти билан ажратилган активлар қиймати, ҳарахати ва таркибини солиштириб чиқиш тартиби;

4) секьюритизацияланган қимматли қоғоз сақловчилари ва ваколатли органга ахборотни очиб бериш тартиби.

Ажратилган активларни бошқариш шартномаси қуйидаги ҳолатлардан бирида шартнома бўйича мажбуриятларни тўхтатишнинг умумий асослари билан бир қаторда бекор қилиниши мумкин:

1) шартнома томонларидан бирининг ташаббуси билан;

2) ваколатли орган томонидан бошқаруви компанияга қимматли қоғозлар бозорида мос келувчи профессионал фаолият турини амалга ошириш лицензияси муддати тугаган ҳолатда.

Ажратилган активларни бошқариш шартномасини бекор қилиш ташаббусчиси шартномани бекор қилиш савасидан камида ўттиз календарь куни олдин шартнома томонини ёзма равишда хабардор қилиши шарт.

Бошқарувчи компаниянинг қимматли қоғозлар бозорида мос келувчи профессионал фаолият турини амалга ошириш лицензияси тўхтатиб қўйилган ёки бекор қилинган ҳолатда бошқарувчи компания ўттиз календарь куни давомида ихтисослашган молия ташкилотини бу ҳақида хабардор қилишга мажбур.

Ажратилган активларни бошқариш шартномаси ихтисослашган молия ташкилотининг ваколатли орган томонидан белгиланган тартибда янги бошқарувчи компанияга бериладиган активларни солиштириб чиқиш жараёни якунланганидан сўнг бекор қилинган ҳисобланади.

23-модда. Бошқарувчи компаниянинг ҳуқуқ ва мажбуриятлари

Бошқарувчи компания қуйидагиларга мажбур:

секьюритизацияланган қимматли қоғозлар чиқарилиши давлат рўйхатидаги ўтказилгунга қадар ажратилган активлар таркибини уларнинг ушбу Қонун талабларига мувофиқлигини текшириб чиқиш;

ихтисослашган молия ташкилоти, ваколатли орган ва секьюритизацияланган қимматли қоғозлар сақловчиларига ажратилган активлар таркибидаги барча номувофиқликлар ҳақида ваколатли орган томонидан белгиланган ёзма шаклда хабар бериш;

ихтисослашган молия ташкилотини ҳар ой унинг сўғлар ҳолати ҳақида хабардор қилиб бериш;

секьюритизацияланган қимматли қоғозлар сақловчиларига ажратилган активлар ҳолати ҳақида олти ойда бир марта (секьюритизацияланган қимматли қоғозлар янги чиқарилишида – чиқарилган кундан бошлаб уч ой давомида) ҳисобот тақдим этиш. Ҳисобот шакли ва мазмуни ваколатли орган томонидан белгиланади;

ўз мажбуриятларини бажариш билан боғлиқ ҳужжатларнинг асл нусхалари ва бошқа нусхаларини секьюритизацияланган қимматли қоғозлар муомаласи муддати давомида электрон ва қоғоз шаклида сақлаш;

ихтисослашган молия ташкилоти билан шартнома муддатидан олдин бекор қилинган ҳолатда ажратилган активларни бошқариш билан боғлиқ ҳужжатларнинг барча асл нусхалари ва бошқа нусхаларини янги тайинланган бошқарувчи компанияга бериш;

конун ҳужжатларининг бошқа талабларига риоя қилиш.

Бошқарувчи компания куйндаги ҳуқуқларга эга:

қимматли қоғозлар Марказий депозитарийидан ўз мажбуриятларини бажариш учун зарур бўлган ахборотларни сўраш;

ихтисослашган молия ташкилотидан ўз мажбуриятларини бажариш учун зарур бўлган ахборотларни сўраш, бунда ихтисослашган молия ташкилоти барча сўралаётган ахборот ва ҳужжатларни мос келувчи сўров олинган кундан бошлаб ўн иш куни давомида тақдим этиши шарт;

ихтисослашган молия ташкилотининг топшириқлари Ўзбекистон Республикасининг қонун ҳужжатларига мувофиқ келмаган ҳолатларда бу ҳақида зудлик билан ваколатли органи хабардор этган ҳолда уларни блокировка қилиш.

Ихтисослашган молия ташкилоти бошқарувчи компанияни фақат ваколатли органининг розилиги билан алмаштириш ҳуқуқига эга. Ҳужжатларни янги бошқарувчи ташкилотга ўтказиш тартиби ва муддати ваколатли орган томонидан белгиланади.

24-модда. Банк-оригинаторнинг ажратилган активларни ҳисобга олиш хусусиятлари

Банк-оригинаторнинг ажратилган активлари Ўзбекистон Республикаси қонун ҳужжатларида тасдиқланган бухгалтерия ҳисоби қоидаларига мувофиқ, алоҳида ҳисобларда ҳисобга олиниши лозим.

Банк-оригинатор секьюритизацияланган қимматли қоғозлар чиқариш ҳақида қарор қабул қилганидан сўнг банк-оригинатор ушбу модданинг биринчи қисмига мувофиқ секьюритизацияланган қимматли қоғозлар чиқарилишининг таъминоти сифатида иштирок этадиган активларни ўтказишни амалга ошириши лозим.

Ажратилган активларни ҳисобга олиш қоидалари Ўзбекистон Республикаси Марказий банки томонидан ваколатли орган билан келишувга кура белгиланади.

25-модда. Секьюритизация битими бўйича ҳисоб ва ҳисобот бериш

Ихтисослашган молия ташкилоти, бошқарувчи компания ва банк-оригинатор бухгалтерия ҳисоби юритади ва Ўзбекистон Республикаси қонун ҳужжатларига мувофиқ узининг маблағлари, ажратилган активлар ва секьюритизацияланган қимматли қоғозлар бўйича алоҳида молиявий ҳисобот тақдим этади.

Ваколатли органининг ушбу қимматли қоғозларнинг пулини тулаш яқунлари ҳақидаги ҳисоботи тасдиқланганидан кейин қолган, секьюритизацияланган қимматли қоғозлар таъминоти ҳисобланган ажратилган активлар ихтисослашган молия ташкилоти ёки банк-оригинаторнинг даромадларига (зиёнига) киритилади.

Ихтисослашган молия ташкилоти ва бошқарувчи компания томонидан бухгалтерия ҳисобини амалга ошириш ва молиявий ҳисобот тузиш тартиби ваколатли орган томонидан Ўзбекистон Республикаси қонун ҳужжатларига мувофиқ белгиланади.

Ихтисослашган молия ташкилоти, банк-оригинатор ва бошқарувчи компанияга нисбатан Ўзбекистон Республикаси қонун ҳужжатларида қимматли қоғозлар бозорининг профессионал қатнашчилари ва қимматли қоғозлар эмитентларига нисбатан белгиланган ахборотни очиб бериш бўйича қоидалар қўлланади.

VI БОБ. ҚОНУНЛОВЧИ ҚОИДАЛАР

26-модда. Ихтисослашган молия ташкилоти ва бошқарувчи компаниянинг секьюритизацияланган қимматли қоғозлар сақловчилари олдидagi жавобгарлигини суғурталаш

Ихтисослашган молия ташкилоти ва бошқарувчи компания секьюритизацияланган қимматли қоғозлар сақловчилари олдидagi ўз жавобгарлигини суғурта қилишга мажбурлар.

27-модда. Секьюритизация туғрисидаги Ўзбекистон Республикаси қонун ҳужжатларини бузганлик учун жавобгарлик

Секьюритизация туғрисидаги қонун ҳужжатларини бузганликда айбдор шахслар белгиланган Ўзбекистон Республикаси қонун ҳужжатларида белгиланган тартибда жавобгар бўлади.

28-модда. Қонун ҳужжатларини ушбу Қонунга мувофиқлаштириш Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамаси:

ҳукумат қарорларини ушбу Қонунга мувофиқлаштиради;

давлат бошқаруви органлари ушбу Қонунга зид бўлган ўз норматив-ҳуқуқий ҳужжатларини қайта кўриб чиқишлари ва бекор қилишларини таъминласин.

17-илова

Жаҳон қимматли қоғозлар бозори фонд индекслари бўйича қисқача ёрдамчи маълумот сифатида

Фонд индексларининг мазмуни. Улар нима учун керак?

Фонд индекси – бу қимматли қоғозлар бозори ҳолатини баҳолаш кўрсаткичи бўлиб, содир бўлаётган макроиктисодий жараёнларни комплекс ифодалайди. Иктисодиётда инқирозлар содир бўлса, унинг миқдори пасаяди. Иктисодий ўсиш даврида эса унинг миқдори ортиб боради. Шунинг учун фонд индексларини барча мамлакатларда иктисодиёт ҳолатини умумлашган миқдорий кўрсаткичлари деб қабул қилинган. Яъни фонд индекси қандайдир маълум бир сон бўлиб, қимматли қоғозлар бозорининг ҳолати сифатини тавсифлайди (ифодалайди). Ушбу сонни қандайдир бир вақтда ҳосил бўлувчи оддий бир сон деб қаралса, унда бу сон мазмунан ўзида ҳеч қандай айтирлик муҳим ахборотни мужассамлаштирмайди. Муҳими соннинг мазмунида эмас, балки унинг аввалги даврлардаги миқдорларини бир-бирлари билан солиштирма баҳолашдан ҳосил бўладиган натижалардандир.

Бу натижалар кетма-кетлиги асосида қизиқтирган вақт оралиғида қимматли қогозлар бозори ҳолатини ижобий ёки салбий эканлиги туғрисида аниқ миқдорий тасаввурга эга бўлиш мумкин. Лекин бу сонни ҳосил қилувчи қонуниятнинг математик шаклига қаралса, у ҳолда, уни маълум бир мазмун-моҳиятдан келиб чиқишини, демак маъносиз оддий сондан фарқлиғини, қуриш мумкин. Шундай қилиб фонд индекси бир томондан мазмунан объектни – фонд бозоридаги қизиқтирган қўсаткичларини бир-бири билан боғлиқлиги қонуниятини математик шаклда ифодалайди, иккинчи томондан эса унинг бир неча вақт чегаралари учун ҳисоблаб топилган қийматларини бир-бири билан солиштирилганда объектдаги ҳодисаларни қизиқтирган вақт оралиқларида ўзгариши тенденциялари динамикасини намоён қилади. Айнан шунинг учун ҳам фонд индекслари иқтисодиёт учун аҳамиятлидир.

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

- фонд бозоридаги ҳолатни аниқ ва ўз вақтида ифодалаши;
- бозор тенденцияси йўналишини прогнозлаш, техник таҳлил усуллари ёрдамида бозор ҳолатини башорат қилиш учун қулай ва яхши восита бўлиши;

- турли миллий фонд бозорларида йирик стратегик инвестициялар қилиш билан шуғулланадиган инвесторларга айнан қайси бир мамлакат бозорига қайси вақтда ўз сармояларини йўналтириши мумкинлиги туғрисида тегишли қарор қабул қилиши учун ёрдам бериши;

- рискларни на фақат бозор доирасида, балки унинг алоҳида қўсаткичлари (масалан, фонд ставкалари) бўйича хеджирлаш мақсадида фьючерс ва опцион шартномалар учун восита бўлиб хизмат қилиши;

- “ишончлилиқ-даромадлиқ” тоифаларида қимматли қогозларнинг оптимал портфелини шакллантириш ва самарали бошқаришда қарор қабул қилиш учун асос бўлиб хизмат қилиши;

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

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

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

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

Индекслар қимматли қогозлар турини танлашга боғлиқ бўлган, уларни ҳисоблаб топишда қўлланиладиган маълумот бўйича, умуман, қимматли қогозлар бозори, қимматли қогозлар турларининг гуруҳлари бозори, иқтисодиётнинг қандайдир тармоғига оид қимматли қогозлар бозори

ҳолатини ифодалаши мумкин. Бу индекслар тенденцияси динамикасини солиштириш у ёки бу тармоқ ҳолатини умуман иктисодиётга нисбатан қандай ўзгаришини кўрсатиши мумкин.

Индекслар махсус ташкилотлар, ахборот агентликлари ва фонд биржалари томонидан ҳисоблаб топилади ва мунтазам очик равишда чоп этилиб борилади.

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

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

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

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

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

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

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

Индексларни ҳисоблаш методологияси

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

- фонд индекслари қайси формулалар ёрдамида ҳисобланиб топилади;
- фонд индексларини ҳисоблашда фойдаланиладиган информация қандай талабларга жавоб беради;

- информация таркиби ўзгарганда ёки қандайдир корпоратив воқеалар содир бўлганда фонд индексларини ҳисоблаш формулаларига қандай қилиб тузатишлар киритилади.

Индекс "моделини" қуришнинг умумий ва тан олинган методикаси қуйидагича:

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

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

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

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

5. Индексни бевосита икки методикага асосан ҳисоблаш мумкин.

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

Агар вазн коэффициентлари 1 (бирга) тенг бўлса, унда Доу Джонс индексларини ҳисоблаш билан боғлиқ ҳолатни қуришимиз мумкин, яъни бунда индекс листингга киритилган барча акциялар нархлари суммасини листингдаги акциялар сонига бўлган бўлинимасига тенг. Индекс ҳисобланганидан кейин қўпинча уни тузатувчи коэффициентга қўпайтирилади (ёки бўлинади).

2) *"Индексли ҳисоблаш методикаси"*. Ушбу методика бўйича вақтнинг ҳар бир давридаги (моментидаги) виртуал портфелнинг жами баҳоси акциялар котировкаларидан шу вақтнинг моментида (даврида) келиб чиққан функцияси деб ҳисобланади. Олинган қийматни шунга ўхшаб индексни ҳисоблашнинг бошланғич вақтига бўлган даврга олинган виртуал портфел

баҳосига бўлинади ва уни олдинги қийматига қупайтирилади (ёки портфелнинг олдинги қийматига бўлинади ва индекснинг олдинги қийматига қупайтирилади). Индекснинг қийматини мувофиқлаштириш учун шунга ўхшаш методика қўлланилади.

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

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

Индексларни танлаш масаласи

Олдин индекслар нечта бўлиши мумкин деган саволга жавоб бериш лозим. Индекс листингига умумий белгиларга (умуман олганда белгилар ҳисобсиз бўлиши мумкин) эга фонд инструметлари киритилиши мумкин бўлганлиги учун, мос равишда индекслар ҳам чексиз миқдорда бўлиши мумкин. Бунда фақат иккитадан кам бўлмаган фонд бойлигининг мавжудлиги ягона чеклов бўлиши мумкин, чунки фақат биргина фонд бойлигини мавжудлиги ҳолати салбий (маънога эга эмас) ҳисобланади.

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

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

Муҳими индекс қандай бўлиши лозим? Ким ундан норози бўлса, ёки қониқмаса янғисини танлашга имконияти бўлиши лозим. Ёки индекснинг қайси бирини таҳлил қилиш учун танлаш лозим? Агар юқорида келтирилган фонд индексларига мурожаат этилса, унда бир хил бозорлар ҳолатини акс эттирувчи ва ўхшаш методикаларга асосланган кўп индексларни кўриш мумкин.

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

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

Айтиш жоизки, баъзи индекслар маълум вақтларда истеъмолчилар томонидан талаб қилинади ёки вақтинчалик талаб қилинмайди. Бундай талаб фонд бозорининг қайси жиҳатларини акс этувчи индикаторларга маълум вақтда истеъмолчилар томонидан қизиқиш бор ёки йўқлигига боғлиқ. Лекин ўта ривожланган фонд бозорларида барча индексларга ҳамisha талаб мавжуд,

шунинг учун ҳам индексларнинг тури ва сони хаддан ташқари кўп. Бундай ҳолат ҳар бир истеъмолчига ўзининг талаби ва мақсадларига жавоб берувчи индексларни эркин равишда топиши ва фойдаланиши имкониятини беради.

Фонд индексларига оид фойдали материаллар қуйида келтирилган.

Фонд индексларининг турлари ва географияси

АҚШ фонд бозорининг индекслари

Dow Jones Indexes 1884 йил 3 июл куни илк бор Чарльз Доу томонидан "*Wall Street Journal*" журналида биржа индекси сифатида тақдир этилган бўлиб, *Dow Jones Railroad Average* деб аталган ва ҳисоблашда ўз ичига 9 темир йўл ва 2 саноат компаниялари акцияларини олган. Уни ҳисоблаш методикаси жуда содда, яъни 11 компания акциялари нархининг ўртача арифметик қиймати ҳисобланган. Бунда биринчи савдо кунининг ёпилиши пайтидаги индекс кўрсаткичи 69,93 пунктни ташкил этган бўлиб, ўша куни унга кирган акцияларнинг жами суммаси 769,23 пунктни ташкил қилган.

1896 йил 26 май кунидан бошлаб, бу индекснинг "*ўртача саноат*" индекси, яъни *Dow Jones Industrial Average (DJIA, DJIA)* деб номланган яна бир турни киритилган. Бу индекс ҳам аввалгисига ўхшаш ҳисобланиб топилган бўлиб, ўз ичига саноат компаниялари акцияларини олган. 1928 йилда индексни ҳисоблаш методикасига ўзгартиришлар киритилди, яъни махсус купайтма (жорий вақтдаги бўлувчи – *current divisor*) киритилди. Бу ўзгартириш янги акциялар эмиссияси, акцияларни майдалаш ёки йириклаштириш (консолидациялаштириш), дивидендлар тулаш, компаниялар листингини ўзгартирилиши ва шу каби ҳ.к. жараёнлар туфайли юзага келган индекс ишорасининг ўзгаришини олдини олиш учун юзага келди.

1929 йилдан бошлаб муомалага 20 коммунал хизмат компаниялари акциялари киритилганидан кейин, *Dow Jones Utility Average* индекси киритилди. Кейинчалик бу компанияларнинг сони 15-тага қисқартирилган. Ундан кейин бу индекс ўзгармай турган.

1970 йилда энг биринчи индекс бўлган *Dow Jones Railroad Average* индекси номи "транспорт", яъни *Dow Jones 20 Transportations Average*, индекси деб номлана бошлаган. Бунга сабаб, листингга темир йўл, юк ташувчи ва авиакомпаниялар киритилган.

Ҳозирда ҳар бир уч индекснинг шох супасида *Dow Jones Composite Average* индекси туради. Унга *Dow Jones* индекси оиласининг бошқа индексларига кирувчи ва Нью Йорк фонд биржасида савдо қилинувчи аввал 65 йирик компания акциялари кирган. Нью Йорк фонд биржасининг умумлаштирилган (йиғма) индекси – *NYSE Composite* биржанинг асосий индекси бўлиб хизмат қилади. Бу индекс биржа листингидан ўтказилган 2300 компания акцияларининг нархи бўйича ўлчайди. *NYSE Composite* индекси моҳиятан биржадаги акцияларнинг ўртача қийматини ифода қилади ва Доу Джонс индекси оиласидаги индекслардан фарқли равишда пунктда эмас, балки АҚШ доллариди ўлчайди. *NYSE Composite* индекси бўйича фьючерслар биржанинг ўзида савдо қилинади, фьючерс шартномалари биржанинг опционлар бўлинмаси бўлган фьючерслар биржасида сотилади.

1988 йилдан бери Доу Джонс индексини 700 компания акциялари бўйича Нью Йорк фонд биржасида ҳисобланиб келинмоқда. Шу билан бирга транспорт ва коммунал хизмат компаниялари акциялари ҳамда 40 компания облигациялари бўйича ҳам индекслар ҳисобланмоқда.

Бироқ узоқ вақт давомида биржа листингига кирган акциялар бир неча марта ўзгарганига қарамадан, индексларни ҳисоблаш методологияси деярли ўзгармаган. Индекснинг таркиби унга кирган акцияларнинг барқарорлиги ўзгариб турган, масалан, баъзи компанияларнинг акциялари унга бир кириб бир чиқиб турган, *General Electric* компанияси акциялари эса баъзида бутунлай бозорда йўқ бўлиб кетиш ва яна пайдо бўлиши ҳоллари ҳам бўлган. Таъкидлаш жоизки, индексга “янги иқтисодиёт” компаниялари акциялари узоқ муддат давомида киритилмай келган (масалан, *Microsoft* компанияси) ва уларни кейинчалик киритилиши индекснинг аҳамиятига бир мунча қийинчиликлар келтириб чиқарган. Лекин, бунга қарамадан, бундай компаниялар акцияларининг индексга киритилиши унинг аҳамиятини янада оширди ва АҚШ фонд бозоридаги кучларни объектив тақсимланишига олиб келди.

Ҳозирда *Dow Jones* индексига Чикаго биржасида (*Chicago Mercantile Exchange*) фьючерслар савдолари амалга оширилмоқда. *Dow Jones* индексидан ташқари АҚШ фонд бозорида бошқа индекслар ҳам мавжуд. Улар қаторига қуйидагиларни киритиш мумкин.

AMEX Indexes. *American Stock Exchange* – Америка фонд биржаси учта индекс билан ишлайди. Биринчиси, *AMEX Major Market Index* индекси бўлиб, унга 20 йриқ саноат компаниялари акциялари киради. Бу биржа листингига кирган компаниялар акциялари Нью Йорк фонд биржасида ҳам сотилади.

Иккинчиси, *AMEX Market Value Index* индекси (1973 йилга киритилган) бўлиб, унга биржа листингидан ўтган 800дан зиёд турли тармоқларга оид компаниялар акциялари кирган. Биржа муомаласига депозитар гувоҳномалар (тилхатлар) ва обуна сертификатлари ҳам киритилган. Акциялар бўйича дивидендлар тўланиши билан боғлиқ реинвестиция ҳисоб-китобини амалга ошириш биржанинг ўзига хос хусусиятидир. Биржада ушбу индекс бўйича опционлар ҳам сотилади.

Учинчиси, *AMEX Composite*, индекси (1995 йилнинг 29 декабрь кунидан киритилган) бўлиб, биржада сотиладиган қимматли қўғозларнинг барча турларини умумлаштирилган композит индексидир.

NASDAQ Indexes 1971 йил 8 февраль кuni дунёдаги биринчи қимматли қўғозларнинг электрон савдоси бозори – *National Association of Dealers Automated Quotation (NASDAQ)* ишга тушди. 1994 йилда *NASDAQ* бозорининг ўртача йиллик айланмаси (обороти) ҳажми Нью Йорк фонд биржасиникидан ошиб кетди. 1998 йилда *NASD* ва *AMEX* ўзаро бирлашиб, ягона *NASDAQ AMEX Market Group* ташкил топди. *NASDAQ* индекслари гуруҳига қуйидагилар киради:

1. *NASDAQ Composite* (кўп ҳолларда уни *NASDAQ* деб аташади) умумлашган (йиғма) индекс (капитализация бўйича мутаносиб вазнлаштирилган) бўлиб, листингдан ўтган 4381 америка ва ҳорижий компаниялар

(умумий капитализацияси 6000 млрд. доллар бўлган) акциялари ҳолатини ҳисобга олади. Бу бозорда асосан (кўп жиҳатдан) “янги иқтисодиёт” компаниялари, яъни янги технологиялар ва техника ишлаб чиқарувчи компаниялар қимматли қозғаларни муомалада бўлади. Бунда хорижий компанияларнинг салмоғи Нью Йорк фонд биржаси ва Америка фонд биржасидаги компанияларнинг барчасидан ҳам кўп.

2. *NASDAQ National Market Composite* индекси – Америка миллий бозори биржа тизими қисмининг листинги бўйича *NASDAQ* бош индекси аналог. Бу индекс ўзида 4013 компания акциялари бўйича қуйидаги индексларни қамраган: саноат индексини (2860 компания акциялари), банк акциялари индексини (224 банк), суғурта компаниялари индексини (106), транспорт компаниялари индекси (65) ва бошқа индексларни.

3. *NASDAQ-100* индекси, унга тармоқлар бўйича гуруҳланган 100 “янги иқтисодиёт” компанияларига оидлари киради. Индексда 1998 йилдан бошлаб ҳар бир компания акцияси бўйича на фақат “капитализация бўйича мутаносиб вазнлаштирилади”, балки оғирлик коэффициентига ҳар чоракда қўшимча тарзда аниқликлар киритилади. Бундай ҳолат индекс тенденциясида қўшимча ноаниқликларни келтириб чиқаради. Лекин методикани ишлаб чиққан мутахассислар бундай ҳолатни фойдали деб фикр билдирганлар.

4. *NASDAQ* индекси тармоқлар бўйича фаркланиб ҳисобланади, бунда қуйидаги индексларни мисол қилиб кўрсатиш мумкин: *NASDAQ Financial-100*, *NASDAQ Industrial*, *NASDAQ Transportation*, *NASDAQ Bank*, *NASDAQ Telecommunications*, *NASDAQ Insurance*, *NASDAQ Computer*, *NASDAQ Other Finance*, *NASDAQ Biotechnology*. Бу индекслар Америка иқтисодиёти тармоқларидаги ҳолатни акс эттиради, лекин *Off-shore* фойдаланувчилар учун қизиқиш уўғотмайди. *NASDAQ* индексларига фьючерс ва опционлар Чикаго биржасида (*Chicago Mercantile Exchange*) савдо қилинади.

Standard & Poor's (S & P) Indexes. Йирик рейтинг агентликларидан бўлмиш *Standard & Poor's* томонидан ҳисоблаб чиқиладиган индикаторлар дунёдаги энг тарқалган индекслардир. Уларнинг тарихи 1941-1943 йилларга бориб тақалиб, асосийлари қуйидагилар:

1. *Standard & Poor's 500* – 500 йирик (капитализация даражаси юкори бўлган) америка компаниялари бўйича ҳисобланадиган бош индекс бўлиб, унда “капитализация бўйича мутаносиб вазнлаштириш” технологияси (методикаси) қўлланилади. Ҳозирда бу индекс ўз ичига қуйидаги тармоқлар бўйича компаниялар сонини олади: 400 саноат, 20 транспорт, 40 коммунал хўжалик ва 40 молия компанияларини. Бу индексда Нью Йорк фонд биржаси савдосидаги компанияларнинг 80 фоизидан зиёд акциялари ҳисобга олинади, унга *AMEX* ва биржадан ташқари оборотда (муомалада) бўлган акциялар ҳам киради. Ушбу индекс реал сектор билан боғлиқ бўлган трейдер ва менежерлар ўртасида энг кўп қўлланиладиган индекслардан ҳисобланади.

2. *Standard & Poor's 100* – 100 йирик америка компаниялари (Чикаго товар биржасида улар бўйича опционлар мавжуд бўлгани) бўйича ҳисобланадиган индекс бўлиб, унда “капитализация бўйича мутаносиб

вазлаштириш” методикаси қўлланилади. Бу индексга асосан саноат компаниялари акциялари киради.

3. *Standard & Poor's тармоқлар бўйича индекслари* — АҚШ иқтисодийётининг барча тармоқларини ифодаловчи 90-га яқин индекс.

4. *Standard & Poor's* агентлиги томонидан ҳисоблаб топиладиган бошқа кўп сонли индекслар ҳам мавжуд. Географик нуқтаи назардан *Standard & Poor's* индекслари дунё регионларининг кўп қисмини қамрайди. Компанияларни капитализация ҳажми бўйича гуруҳлаштирувчи индекслари ҳам мавжуд. Бундай индекслар қаторига қуйидагиларни киритиш мумкин: *S&P Europe 350, S&P Latin America 40, S&P Asia Pacific 100, S&P MidCap 400, S&P SmallCap 600, S&P REIT Composite, S&P/BARRA Growth & Value, S&P/TOPIX 150, S&P/TSE 60, S&P/TSE Canadian MidCap, S&P/TSE Canadian SmallCap.*

Барча *S&P* индекслари умумий методологияга асосланганлиги учун уларни ўзаро солиштириш осон кечади.

S&P индексларига чиқариладиган фьючерс ва опционлар Чикаго товар биржаси (*Chicago Mercantile Exchange*) савдоларига киритилган.

Russel Indexes. Frank Russel Company (Tacoma, WA) компанияси томонидан чоп этиладиган индекслар капитализация миқдори белгиси бўйича танлаб олинган компаниялар ҳолатини акс эттиради. Компаниянинг индексини ҳисоблашдаги бу янгилиги (янги ёндашуви) иқтисодийётни йирик ва кичик бизнесга алоҳида таъсирини аниқроқ баҳолаш имконини беради.

1. *Russel 1000 Index* Американинг 1000-та капитализация даражаси айниқса юқори бўлган компанияларининг ҳолатини ифодалайди.

2. *Russel 2000 Index* капитализация даражаси кичик бўлган компанияларнинг (*Smallcap companies* — капитализацияси 380 млн. доллардан кам бўлган компаниялар) ҳолатини ифодалайди.

Wilshire 5000 Indexes фонд бозорининг энг йирик индексларидан бўлиб, ўзида Нью Йорк фонд биржаси (*NYSE*), Америка фонд биржаси (*AMEX*) ва *NASDAQ* тизими листингига кирган 5000 компания ҳолатини ифодалайди.

Goldman Sachs Technology Indexes (GSTI) индекси онласи ўзининг типик ҳисоблаш методикаси ва маълум бир тармоққа йўналтирилганлиги билан мутахассислар учун қулай бўлиб, улар орасида қизиқиш қозонган. Бу онлага қуйидаги индексларни киритиш мумкин: *GSTI Hardware Index (GHA), GSTI Internet Index (GIN), GSTI Multimedia Networking Index (GIP), GSTI Semiconductor Index (GSM), GSTI Software Index (GSO), GSTI Services Index (GCV).*

Value Line Indexes. Бу индекслар ўзининг ҳисоблаш методикасини хусусиятлари билан мутахассисларда қизиқиш уйғотган бўлиб, *Value Line* компанияси томонидан икки тури бўйича (*Value Line Composite (Arithmetic) Index* ва *Value Line Composite (Geometric) Index*) ҳисобланиб чоп этилиб борилади. Ушбу индекслар 1700-дан ортиқ компаниялар акцияларини қамраб олган. Индексни ҳисоблашда қўлланиладиган методика фонд бозоридаги

ҳолатни яхши акс эттирмайди, лекин бозордаги динамик спекулянтлар учун жуда фойдали.

Moody's ўртача индекси саноат, темир йўл транспорти ва коммунал хизматлар компаниялари ҳолатини акс эттиради.

Бошқа хориж мамлакатлари фонд бозорлари индекслари

Бошқа мамлакатлар фонд бозорлари индекслари сони АҚШ фонд индекслари миқдорига қараганда анча кам, *Off-shore* фойдаланувчилари учун эса уларнинг фақат биттаси қизиқиш уйғотиши мумкин. Унинг сабаби жуда оддий, биринчидан, бу бозорларда АҚШ бозорига қараганда компанияларнинг капитализация даражаси анча кам, иккинчидан, регионал компанияларнинг бошқа бозорларга кўрсатадиган таъсири унчалик кучли эмас. Шунинг учун бошқа мамлакатлар фонд индексларини регионал индекслар деб юритиш мумкин. Уларнинг қаторига қуйидагиларни киритиш мумкин.

FTSE Indexes. Дунёда биринчилардан ва катталиги бўйича учинчи бўлган фонд индекси оиласига бир нечта индекслар киради. *Financial Times* агентлиги томонидан жорий этилган Буюк Британиядаги энг қадимий индекс *Financial Times Industrial Ordinary Share Index* номи билан юритилади. Унинг қисқартмаси *FTSE-100 (FTSE-30)* кўринишда ишлатилади. Бутунги кунда энг кенг тарқалган машҳур индекс бу *FTSE-100 (Footsie)*. Бу индексларнинг ҳисоби ва наشري билан *FTSE International* компанияси шутулланади.

FT-30 (FTSE-30) йирик саноат ва савдо компанияларини қамраб олган бўлиб, ўрта геометрик формула асосида (листингга кирувчи акция курслари қўпайтмасидан 30-чи даражадаги илдири) ҳисобланади.

FTSE-100 листингига 100 компаниянинг акциялари кирган бўлиб, саноат ва савдо компаниялари билан чекланмайди. Листингга акцияларнинг танланиши мутахассислар томонидан амалга оширилади, уларнинг орасида *Financial Times* газетасининг вакиллари ҳам бор. Ҳозирги вақтда мазкур листингга кирган компанияларнинг капитализацияси Буюк Британия фонд бозорининг 70 фоизи капитализациясини ифодалайди. Индексни ҳисоблаш 1984 йилнинг 3 январидан бошлаб (бу вақтда индекс миқдори 1000 пунктга тенг бўлган) компаниялар акциялари курсларини бозор капитализацияси бўйича бир вазнга мутаносиблаштириш йўли билан амалга оширилади.

FTSE Mid 250 листингига компанияларнинг биринчи юзликдан кейин Буюк Британиянинг 250-та компанияси (бозор капитализацияси бўйича) киради. Бу индекс 1985 йилдан бери ҳисобланиб келинади, шу вақтда унинг миқдори 100 пунктга тенг бўлган. Ушбу индекс Буюк Британия иқтисодиётининг 20 фоизини ташкил этувчи ўрта ҳол компаниялар акциялари бозорини ифодалайди.

FTSE-All Share – бошқа индексларга ўхшаш, барча акциялардан танлаб олинганларини ўз ичига олади.

DAX Indexes Германиядаги бизнес фаоллигини ифодаловчи индекслар бўлиб, улар Франкфурт фонд биржаси курсаткичлари бўйича ҳисобланади. Уларнинг ичидан қуйидагиларини алоҳида ажратиб кўрсатиш мумкин:

DAX30 – Германиянинг асосий, муҳим ва энг нуфузли индекси бўлиб, энг йирик компаниялар акциялари бўйича ҳисобланади. Уларнинг котировкаси капитализация бўйича мутаносиб вазнлаштирилади.

XETRA DAX – кўп жиҳатдан *DAX30* билан мос келувчи индекс, лекин ундан фарқли одатдагидан давомийроқ бўлган электрон сессия маълумотлари бўйича ҳисобланади.

DAX100 листингига акцияларнинг катта қисми киришини инобатга олинмаса, *DAX30* индексининг аналог. *CDAX* – композит индекс бўлиб, ўз ичига 320 компаниянинг акцияларини олади.

CAC Indexes Франциядаги бизнес фаоллигини ифодаловчи индекслар бўлиб, Париж фонд биржаси ва Франция биржалари жамияти томонидан 1987 йил 31 декабрдан бери ҳисобланадилар. Асосий индекслар – бу *CAC-40* (бошланишда унинг миқдори 1000 пунктни ташкил этган) ва *CAC General CAC-40*. Бу индекслар ўз листингларига мос равишда 40 ва 250 компаниянинг акцияларини киритган.

Nikkei Indexes. Nikkei-225 (Nikkei Dow Jones Average) листингига Нью Йорк фонд биржаси ва Токио фонд биржасида муомалада бўлган 225 компаниянинг акциялари кирган. Бу индексни ҳисоблаш методикаси *Dow Jones Industrial Average* методикаси билан тулиқ мос келиб, 1950 йилдан бери чоп этилади.

Topix Index – 1968 йилдан бери чоп этилиб келаётган япон индекси бўлиб, листинги учун база сифатида Токио фонд биржасининг биринчи секциясида сотиладиган барча акциялар олинган. Бу индекс “муомалага чиқарилган акцияларнинг сони бўйича мутаносиб вазнлаштириш” усули бўйича ҳисобланиб топилади.

Japan bond-10. Япониянинг Токио фонд биржасида муомалада бўлган облигациялар бозори индекси. Бу индекс “муомалага чиқарилган облигацияларнинг сони бўйича мутаносиб вазнлаштириш” усули бўйича ҳисобланиб топилади.

TSE Indexes Канада иқтисодиётининг 14 секторини ифодаловчи *TSE300* индекси бўлиб, уни Торонто биржаси ўзида сотиладиган 300 компаниянинг акциялари бўйича (капитализация бўйича мутаносиб вазнлаштириш усули асосида) ҳисоблайди. Бу индекс 1975 йилдан бери ҳисобланади (бошланишда унинг миқдори 1000 пунктни ташкил этган).

IPC Index Мексика фонд биржаси томонидан 1978 йил 30 октябрдан бери капитализация бўйича мутаносиб вазнлаштириш усули асосида ҳисобланади (бошланишда унинг миқдори 0,78 пунктга тенг бўлган). Унинг листингига 35 йирик компаниялар қимматли қоғозлари кирган. Индекс листинги ҳар икки ойда қайта кўриб чиқилади.

Bovespa Сан-Паулу (Бразилия) биржасининг индекси бўлиб, ўз листингига киритилган энг ликвид бўлган акциялар бўйича ҳисоблаб топилади.

Hang Seng Гонконг фонд биржаси маълумотлари бўйича 1964 йилдан бери ҳисобланадиган етакчи Осиё индекси (бошланишда унинг миқдори 100 пунктга тенг бўлган). Бу индекс бозорнинг асосан беш сектори ҳолатини

(ишлаб чиқариш, коммерция, молия, коммунал хизмат ва ер эгалити) ифодалаб, листингига 33 компаниянинг акциялари кирган. Листингга кирган акциялар бозорнинг тахминан 70 фоизи капитализациясини ташкил этади.

Malaysia KLSE. Куала-Лумпур (Малайзия) фонд биржасининг индекси бўлиб, ўз листингига киритилган энг ликвид бўлган акциялар бўйича ҳисоблаб топилади. Бу индекс “муомалага чиқарилган акцияларнинг сони бўйича мутаносиб вазнлаштириш” усули бўйича ҳисобланиб топилади.

Turkey ISE National-100. Стамбул (Туркия) фонд биржасининг индекси бўлиб, ўз листингига киритилган 100 энг ликвид бўлган акциялар бўйича ҳисоблаб топилади.

Hungary BUX. Будапешт (Венгрия) фонд биржасининг индекси.

Greece General Share. Греция фонд биржасининг индекси.

Singapore Straits Times. Сингапур фонд биржасининг индекси.

Korean Seoul Comp. Сеул (Жанубий Корея) фонд биржасининг индекси.

Argentina MerVal. Аргентина фонд биржасининг индекси.

Spain Madrid General. Мадрид (Испания) фонд биржасининг индекси.

Austria ATX. Австрия фонд биржасининг индекси.

Shanghai comp. Шанхай (Хитой) фонд биржасининг индекси.

Россия фонд бозори индекслари

Россия қимматли қозғалари бозорининг ёшлигига қарамадан Россия компаниялари индекслар яратиш соҳасида катта мувафакқиятларга эришган ва улар бугунги кунда уларнинг миқдори ва турли ёндашувлари билан фахрланиши мумкин. Уларнинг ичидаги энг ҳаётийлари Россия қимматли қозғалари бозори ҳолатини ифодаламоқда. Россияда биринчи бўлиб *CS First Boston* Инвестиция банкнинг *ROS-30* индекси ва *Скейт Пресс* агентлигининг индекси жорий қилинган, бир мунча кечроқ эса бозорга *AK&M* агентлигининг бир талай индекслари серияси, *PTC* ва *The Moscow Times Index (MTMS)* индекслари чиққан. Ҳозирда Россия фонд бозорининг асосий индекслари қуйидагилар.

AK&M Indexes. *AK&M* индекслари онласига қуйидагилар қиради.

Бирлаштирилган (жамлаштирилган) *AK&M* индекси 1993 йил 1 сентябрдан жорий қилинган бўлиб (бошланишда унинг миқдори 1000 пунктга тенг бўлган), у бутун бозорни тавсифлаш учун хизмат қилади. 2001 йил 1 март кунда унинг листингига 50 компаниянинг акциялари кирган.

Саноат компаниялари акцияларининг *AK&M* индекси 1993 йил 1 сентябрдан жорий қилинган бўлиб (бошланишда унинг миқдори 1000 пунктга тенг бўлган), у саноат компаниялари ҳолатини ифодалаш учун хизмат қилади. 2001 йил 1 март кунда унинг листингига 35 компаниянинг акциялари кирган.

AK&M “иккинчи эшелон” акцияларининг индекси 1997 йил 15 октябрдан жорий қилинган бўлиб (бошланишда унинг миқдори 1000 пунктга тенг бўлган), ўз листингида “иккинчи эшелон” акцияларини қамраб олган. 2001 йил 1 март кунда унинг листингига 40 компания акциялари (“иккинчи эшелон”) кирган.

АК&Мнинг тармоқ индекслари - бу банклар, саноат компаниялари, нефтгаз тармоғи, алоқа, нефтхимия, рангли металлургия, кора металлургия, энергетика, транспорт, кимё саноати, машинасозлик тармоқлари компаниялари акциялари бўйича ҳисобланадиган индекслар.

АДР бўйича АК&М индекси – унинг листинги депозитар тилхатлар чиқарган компаниялар акцияларини камраб олган бўлиб, 1997 йил 17 ноябрда жорий қилинган (бошланишда унинг миқдори 1000 пунктга тенг бўлган). 2001 йил 1 март кунига келиб унинг листингига 40 компаниянинг акциялари кирган. АК&Мнинг барча фонд индекслари бир хил усул бўйича ҳисобланади. Унинг негизда листингнинг компаниялар капитализацияси йиғидисини ўзгаришига нисбатан аниқлаш усули ётади. Бундан эмитентларнинг хорижий фонд бозорларида айланадиган қимматли қоғозларини ҳисобга олувчи АДР индекси мустаснодир.

АК&М индекслари листинги жуда кенгдир ва баъзида ликвидлиги жуда паст бўлган акцияларни ҳам камраб олади. Уларни ҳисоблаш котировка қилинган нархлар асосида олиб борилади.

Листингга киритиш эмитентлар қимматли қоғозларининг бозорга таъсир этиш тамойили асосида олиб борилади. Бундай таъсирнинг миқдорини билгилаб берувчи асосий омиллар сифатида акцияларнинг бозор капитализацияси ва ликвидлиги қабул қилинган.

RTS Indexes. RTS индекслар оиласига *RTSI* ва *RTST* индекслар киради. Улар *PTC* индекс агентлиги бўлмиш *RUX* Интерфакс индекс томонидан ҳисоблаб топилади.

RTC индекслари капитализацион индекслар тоифасидан бўлиб, уларни ҳисоблаш акцияларнинг жами бозор капитализациясини бошлангич сана ҳолатидаги ўша акцияларнинг жами бозор капитализациясига нисбатини индекснинг бошлангич санасидаги қийматига купайтмаси формуласи асосида амалга оширилади.

Бозор капитализациясининг ҳисоблаш акциялар нархи ва эмитент томонидан чиқарилган акциялар миқдори ҳақидаги маълумотлар асосида амалга оширилади. Ҳар бир индексни ҳисоблашнинг даврийлиги ва акция нархини ҳисоблаш методи уларнинг ўзига хос бўлган хусусиятидир.

RTSI – *PTC* индекси *PTC* фонд биржасининг ягона расмий индикатори бўлиб ҳисобланади. Индекснинг дастлабки қиймати 1995 йил 1 сентябрда 100 пункт бўлган.

RTST – *PTC* фонд биржасининг техник индекси савдо сессияси давомида (11:00 дан 18:00 гача) бир минутда бир маротаба ҳисобланади. Индекснинг дастлабки қиймати 1997 йил 31 декабрга бўлган ҳолатда (18:00) 396,858 пунктни ташкил этган.

RUX – (аввал *PTC*-Интерфакснинг йиғма индекси деб номланган эди) *PTC*-Интерфакс индекс агентлиги томонидан рубль ва валюта (доллар) қийматида ҳисоблаб чиқилади.

RUX индексини ҳисоблашда *PTC* фонд биржасидаги битимларда тасдиқланган нархлар ва Москва фонд биржасида амалга оширилган “Газпром” компанияси акциялари бўйича битимлардаги нархлар ҳақидаги

маълумотлар ишлатилади. Маълумот олиш манбалари бўлиб "РТС фонд биржаси" ва Москва фонд биржаси ҳисобланади. Индекснинг дастабки кўрсаткичи қилиб 1998 йил 5 январга бўлган ҳолатдаги 100 пункт олинган.

RBC Composite Index "Росбизнесконсалтинг" агентлиги томонидан 1997 йилнинг 1 сентябридан ҳисобланади ва нашр этилади (унинг бошланғич миқдори 100 пункт бўлган). Уни ҳисоблаш учун мумтоз методология қабул қилинган. Индексни ҳисоблаш учта савдо майдончасидан келиб тушган (ММВБ, РТС ва МФБ) котировкаларни бир вазнга мутаносиблаштиришнинг ўртача геометрик усулига асосланган. Ҳозирги вақтда Россия акциялари бозорининг "чўққисини" ташкил этган 14 компаниянинг акциялари индексга киритилган. Бу акциялар экспертлар комиссияси томонидан танлаб олинган. Индекслар тури: жамлантирилган *РБК* индекси, *РБК-нефть*, *РБК-энергетика*, *РБК-алоқа* ва ҳ.к.

Real Index RosCapital Россия реал индекси миқдори *Real Index RosCapital* индексини келтирса бўлади. У мунтазам равишда 2000 йил 28 августдан бошлаб ҳисобланиб келади. Индекснинг эгаси ОАЖ "Базовый индекс капитала" (*Basic Index Capital, Corp.*). Индекс фонди 2000 йил 25 майда рўйхатга олинган.

Ҳозирда Россия бозорининг иштирокчисидан ҳам бозорнинг бир қисмини сотиб олиш имконияти пайдо бўлган.

Методология соҳасида "Роскапитал"нинг реал индексидан муҳим фарқлар мавжуд:

- Россиянинг ташкиллашган бозорларида муомаладаги ва ўрнатилган миқдордан кам бўлмаган ликвидликка эга бўлган барча фонд бойликлари листингга (портфелга) киритилади. Шунинг учун ҳисоблашда оддий акциялар билан бир қаторда имтиёзли акция ва облигациялар нархлари ҳамда шунингдек хусусий ва давлат мажбуриятлари иштирок этади.

- Бирлик сифатида индексга киритилиш учун компания эмас, балки қимматли қозғош тури қўрилади. Мутаносиб вазнлаштиришда айнан шундан келиб чиқилади.

- "РосКапитал"нинг реал индекси ОАЖ "Базовый индекс капитала" (*Basic Index Capital, Corp.*) индекс фонди акциялари баҳосининг ҳосиласидан келиб чиқадиган катталиқдир (ўзгарувчандир).

Россияда келтирилган индекслар билан бир қаторда қуйидаги индекслар ҳам мавжуд: "Прайм-ТАСС" агентлиги индекслари (умумий ва тармоқий: *Прайм-Дженерал*, *Прайм-Топ*, *Прайм-Преф*, *Прайм-Неликвид*, *Прайм-Нефть*, *Прайм-Связь*, *Прайм-Электро*, *Прайм-Металл*, *Прайм-Химия*); "Коммерсантъ" фонд индекси, Москва банклараро валюта биржаси (ММВБ) индекси ва ҳ.к.

Россия фонд бозорининг барча асосий индекслари капитализацион индекслар (мутаносиб вазнлаштирилган ўрта арифметик қиймат қўринишида) бўлиб, бир-бири билан яхши боғлиқ (корреляцияланади).

Ўзбекистон фонд биржаси индекси

"Тошкент" Республика Фонд Биржасида (РФБ) 2000 йилнинг бошида "Тасикс" деб номланган йиғма (интеграл) биржа индекси (*Tashkent Aggregate*

Stock Exchange – index "TASIX") киритилган. Бу индекс ўрта арифметик индекс бўлиб, Ўзбекистон фонд бозори ҳолатини акс эттиради. "Тасикс" индекси фонд биржасининг савдо куни натижаларига кўра "листингга" ва "листингдан ташқари" секцияларида (бўлимларида) амалга оширилган корпоратив қимматли қўғозлар (жумладан, хусусийлаштирилган компанияларнинг бирламчи тарзда жойлаштириладиган акциялари секциясида) бўйича содир этилган битишув нархлари асосида ҳисоблаб топилади. Таҳлил мақсадида бу индекс вақтнинг маълум бир даври (масалан, ҳафта, ой, чорак ва йил) учун ҳисобланиши мумкин.

"Тасикс" индекси қуйидаги формула асосида ҳисобланади:

$$I_{tse} = (P_t/P_b) * k,$$

бунда, I_{tse} – "Тошкент" РФБ томонидан тузилган йиғма фонд индекси; P_t – индексни ҳисоблаш пайтига келиб тузилган битишувлар бўйича барча турдаги акциялар нархининг ўрта арифметик миқдори; P_b – индекснинг ҳисобланган базисини инобатга олган ҳолда тузилган битишувлар бўйича барча турдаги акциялар нархининг ўрта арифметик қиймати (базис 708,9 сўмга тенг деб олинган бўлиб, у 1999 йил 31 декабрда тузилган битишув нархлари ҳамда акциялар ҳажми ва сони бўйича ҳисоблаб топишган); k – индекснинг ўлчанаётган пунктлари сонини кўрсатувчи тўғирловчи коэффициент.

1999 йил 31 декабрь куни ҳолати бўйича базавий баҳоси 100 пункт деб қабул қилинган.

Акцияларнинг ўртача нархи қуйидаги формулага асосан ҳисобланади:

$$P = \frac{\sum P_i q_i}{\sum q_i},$$

бунда, $i=1,2,3,\dots, N$; N – индексни ҳисоблашга ва ҳисоблашдан кейин содир этилган битишувлар сони; P_i – i -чи акция тури бўйича содир этилган битишув нархи (сўмларда ифодаланади); q_i – i -чи акция тури бўйича содир этилган битишув ҳажми (доналарда ифодаланади).

Расмий йиғма индекс биржанинг савдо куни тугаши ҳолатига ҳисобланади.

Янги эмитентни листингга киритиш чоғида индекснинг ҳисобланадиган базисини шакллантириш ва унга ўзгартиришлар киритиш тўғрисидаги қарор "Тошкент" РФБ Бошқаруви томонидан қабул қилинади. Индекснинг ҳисобланадиган базисига фақат оддий ва имтиёзли акциялар киритилади. Бу базисга индексни ҳисоблаш методи ёки биржа листингига йирик эмитентнинг қимматли қўғозларини киритилиши муносабати билан ўзгартириш киритилади. Ҳар қандай ўзгартиришлар бўйича манфаатдор шахсларга хабар берилиб, биржа терминалларида акс эттирилади.

Индексли фондлар, реал индекслар, индексли акциялар

Индекслар мавжуд бўлган вақтдан бошлаб йиғилган кенг маълумотлар базаси индексларни алоҳида олинган акцияларга қараганда нафақат барқарорлигидан, балки уларни ўсиши динамикаси бир мунча яхшироқ эканлигидан далолат беради. Бу эса ҳозирги даврда на фақат индексларни

динамикада таҳлил қилиш, балки индекс қийматига баҳоси тўғридан-тўғри мутаносиб бўлган қимматли қоғозларни сотиб олиш мумкинлиги имконини берди. Бу имкониятлардан иккинчисининг хусусиятини қуйидаги механизмдан куриш мумкин. Реал фонд (одатда ёпик) тузилиб, унинг портфелига ўрнатилган методика билан мос равишда (яъни, индексларнинг моделлари методикаси асосида уларни ҳисоблаб баҳолаш) фонд бойликлари сотиб олинади ва уларнинг индекслари динамикасига қараб портфел бошқарилади. Портфелни пассив бошқариш эса портфелнинг тўлдирилишини (тулиқлигини) курсатилган методикага мослигини кузатиб боришдан иборат. Бундай фонднинг акциялари баҳосини тебранишлари базавий инструмент сифатида танлаб олинган индекснинг тебранишларига аниқ мос келади.

Агарда ёпик фонднинг қимматли қоғозлар портфелини тўлдириш учун маълум бир методика мавжуд бўлса, бу методика индексли бўлади (яъни, индексли фонд), унда мувофиқлаштириш коэффициентига қупайтирилган (тескари аналогия бўйича) индекснинг қиймати акцияларнинг бозор баҳосидан кўп бўлмайди.

Келажакда пассив бошқариладиган фондлар ва фонд индексларини ўзаро бирлашуви тенденцияси кузатилмоқда. Бу ҳолат умуман олганда, инвесторлар, аналитиклар ва барча фонд ҳамжиҳатлиги учун фойдалидир.

Ҳозирда индекснинг барқарор ҳаракат тенденцияси динамикасига қараб инвесторлар унинг яхши баланслаштирилган (мутаносиблаштирилган) ва дифференциацияланган (тақсимланган) портфелни шакллантиришга интилишади. Индексларга тақлиф мос равишда уларга талабни келтириб чиқаргани сабаби, индексларнинг реал мужассамлашуви сифатида аввал индексларни ташкил этувчи акциялар портфеллари, кейин эса индексли акциялар (*Indexes Shares*), индексли фондлар (*Indexes Funds*) ва реал индекслар (*Real Indexes*) кўринишидаги портфеллар пайдо бўлди. Бундай инструментлар савдо-сотиқ объекти бўлгани билан, улар ўз базислари (листингга кирувчи акциялар) нархларига қараб амалга оширилади (яъни, нарх бўйича базис ва инструментнинг ўзаро эквивалентлилиқ даражасига қараб). Мисол тариқасида (*Nasdaq-100 Indexes*) индексига боғлиқ бўлган *Nasdaq-100 Shares* "акцияларини" келтириш мумкин. Бундай акцияларнинг дастлабки нархи унинг индексни 1/40 қисмини ташкил қилган. Яна мисол тариқасида *NASDAQ* фонд биржасида муомалада бўлувчи бошқа инструментларни келтириш мумкин, масалан, *Standart & Poor's 500 Composite Stock Price Index* индексига боғланган *SPDRS* депозитар тилхатлари; *Standart & Poor's 400 Mid-Cap Index*, *Select Sektor SPDR Funds*, *Dow Jones Industrial Average* ва *World Equite Benchmark* индексларига боғланган акциялар.

Фонд индексларини ҳисоблашда қабул қилинган ёндашувлар

Фонд индексларини ҳисоблашнинг қуйидаги ёндашувлари мавжуд:

Мутаносиб вазнлаштирилмаган ўрта арифметик индекс. Бу индекс қуйидаги формула асосида ҳисобланади:

$$I_t = b \sum_{j=1}^N P_{j,t}$$

бунда I_t – фонд индексининг t вақтдаги қиймати; $P_{j,t}$ – қимматли қоғозлари фонд индексини ҳисоблашда фойдаланиладиган j -чи компания акциясининг t вақтдаги курс нархи; N – акциялари фонд индексини ҳисоблашда ишлатиладиган компанияларнинг умумий сони; b – мувофиқлаштирувчи коэффициент ($b=1/\eta$).

Бу формула Доу Джонснинг саноат бўйича ўртача фонд индексини ҳисоблашда қўлланилади.

Мутаносиб вазилаштирилган ўрта арифметик индекс. Формула мутаносиб вазилаштириш методикаси бўйича фарқланади.

1) Танланган тўпلامдаги акциялар нархи бўйича мутаносиб вазилаштирилган индекс:

$$I_t = \frac{\sum_{j=1}^N P_{j,t}}{\sum_{j=1}^N P_{j,0}} \mu,$$

бунда $P_{j,0}$ – қимматли қоғозлар фонд индексини ҳисоблашда фойдаланиладиган j -чи компания акциясининг бошланғич вақтдаги курс нархи; $P_{j,t}$ – қимматли қоғозлар фонд индексини ҳисоблашда фойдаланиладиган j -чи компания акциясининг t вақтдаги курс нархи; μ – индекснинг бошланғич вақтдаги базавий қиймати.

2) Танланган тўпلامнинг баҳоси бўйича мутаносиб вазилаштирилган индекс:

$$I_t = \frac{\sum_{j=1}^N P_{j,t} n_{j,t}}{\sum_{j=1}^N P_{j,0} n_{j,0}} \mu,$$

бунда $n_{j,t}$ ва $n_{j,0}$ – қимматли қоғозлари фонд индексини t вақтда ($t=0$ бўлган бошланғич вақтда) ҳисоблашда фойдаланиладиган j -чи компания акцияларининг сони.

Бунда куриш мумкинки, йирикроқ компаниялар акциялари нархларининг ўзгариши одатда индекс қийматига кўпроқ таъсир кўрсатади (майда компаниялар қимматли қоғозлари баҳоси тебранишларига қараганда). Ушбу формула *S&P-500* индексини ҳисоблашда қўлланилади, бунда бошланғич вақт сифатида 1941 ва 1943 йиллар оралиғи олинади, индекснинг базавий қиймати эса 10-га тенг деб олинган.

3) Компаниялар акциялари вазилаштини тенглаштириш йўли билан мутаносиб вазилаштирилган индекс:

$$I_t = \frac{\sum_{j=1}^N \frac{P_{j,t} - P_{j,0}}{P_{j,0}}}{\sum_{j=1}^N n_{j,t}} \cdot 100.$$

Мутаносиб вазнлаштирилмаган ўртача геометрик индекс. Бу индекс қуйидаги формула ёрдамида ҳисобланади:

$$I_t = \sqrt[n]{\prod_{j=1}^n P_{jt}}$$

Ҳозирда ушбу формула асосида Буюк Британиянинг қадимий фонд индексларида булган ФТ-30 (FT-30 Share Index, Financial Times International Ordinary Index) индекси ҳисобланади (у 1935 йилдан бери чоп этилиб келади).

Мутаносиб вазнлаштирилган ўртача геометрик индекс қуйидагича ҳисобланади:

$$I_t = \sqrt[n]{\prod_{j=1}^n \frac{P_{jt}}{P_{j,t-1}}}$$

бунда, $P_{j,t-1}$ — қимматли коғозлар фонд индексини ҳисоблашда фойдаланиладиган j -чи компания акциясининг бир кун олдинги савдо қунида белгиланган курс баҳоси.

Ушбу формула асосида АҚШ фонд бозорида қўлланиладиган «Вэлью Лайн» (Value Line Composite Average) композит индекси ҳисоблаб топилади.

Индексларга тузатишлар киритиш методикаси

Қимматли коғозлар фонд индексини ҳисоблашда фойдаланиладиган компанияларнинг бозордаги аҳволига қараб фонд индексларини ҳисоблаш методикаси маълум вақтларда ўзгариши мумкин. Уларнинг аҳволи айниқса янги акциялар эмиссияси, акцияларни майдалаш ёки йириклаштириш (консолидациялаштириш), дивидендлар тўлаш, компаниялар рўйхатини ўзгартилиши ва шу каби ҳ.к. жараёнларда вужудга келади. Индексни ҳисоблаш методикасига ўзгартириш киритиш корпоратив воқеалар таъсири остида эмас, балки бозор омилларини компаниялар акциялари нархиға таъсири остида амалга оширилади.

Индексни ҳисоблаш методикасига акциялар эмиссияси (акцияларни майдалаш, дивидендлар тўлаш) муносабати билан ўзгартириш киритиш қуйидагича бўлиши мумкин.

Агар индекс акциялар баҳоси бўйича оддий ўрта арифметик кўринишда ҳисобланса (масалан, Доу Джонс индекси), у ҳолда, формуланинг маҳражи мувофиқлаштирувчи коэффицент ролини бажаради. Унда индекс акцияларни майдалашдан олдинги ва кейинги ҳолларда ўзгариши мумкин эмас:

$$\frac{1}{n} \sum_{j=1}^n P_{jt} = \frac{1}{n'} \sum_{j=1}^{n'} P'_{jt}$$

бунда, P'_{jt} — j -чи компания акцияларини майдалашдан (ёки янги эмиссияни чиқаришдан) кейинги курс нархи; n' — мувофиқлаштирувчи коэффицентнинг янги қиймати.

Келтирилган формуладан мувофиқлаштирувчи коэффицентнинг n' янги қийматини топиш мумкин, яъни:

$$\eta' = \eta \frac{\sum_{j=1}^N P'_{j,i}}{\sum_{j=1}^N P_{j,i}}$$

1928 йилда Доу Джонс индексини 30 компания акциялари бўйича ҳисоблаш чоғида, уларга 1/30 сонига тенг бир хил вазилар белгиланган эди. Лекин вақт ўтиши билан акцияларни майдаланиши, қимматли қозғоларнинг янги эмиссиялари ва ҳ.к. содир бўлганлиги сабабли 1991 йилга келиб вазн миқдори 1/0,505 сонига тенг деб қабул қилинди.

Индекс бозор капитализацияси бўйича ўртача мутаносиблаштирилган катталиқ (ўзгарувчан) сифатида ҳисоблаб топилуш чоғида (масалан, S&P-500 индекси), акцияларни майдалаш (янги эмиссияни амалга ошириш) индексини ўзгаришига (компания капитализацияси ўзгармаганда) олиб келмайди.

Индексларни ҳисоблаш чоғида информация сифатига (яъни аниқлиги, тўғрилиги, тўлиқлиги, миқдори, нуфузлилиги, ишончлилиги, ўз вақтида-лиги, объективлилиги даражаларига) юқори талаблар қўйилади.

Информациянинг сифати қуйидагиларда ҳам намоён бўлади: компанияларнинг танланган тўплами ўлчами (ҳажми), уларнинг тўғрисидаги маълумотларни нуфузлилиги (репрезентативлилиги), компаниялар қимматли қозғолар тўғрисидаги информацияни ишончлилиги, компаниялар ҳолатини ифодаловчи молиявий маълумотларни объективлилиги ва ҳ.к.

Индексларнинг бир-бири билан боғлиқлиги

Кенг танилган индексларнинг солиштирма характеристикалари 1-жадвалда келтирилган.

1-жадвал

Индекс номи	Мам-лакат	Ҳисоблаш усули	Компа-ниялар сони	Изоҳ
Саноат бўйича Доу Джонс	АҚШ	Мутаносиб вазнлаштирилмаган ўрта арифметик	30	Дунёда машҳур (1884 йилдан буён) индекс. Йирик 30 компания акциялари бўйича ҳисоб топилади
Композитли «Вэлью Лайн»	АҚШ	Мутаносиб вазнлаштирилган ўрта геометрик	1695	Ҳисоблашда бир кун олдинги кун савдоси натижалари бўйича акциялар курси ишлатилади
S&P-500	АҚШ	Мутаносиб вазнлаштирилган ўрта арифметик	500	Ҳисоблашда акцияларнинг 1941-1943 йиллар ҳолатини учун базавий баҳоси 10-га тенг деб олинган
FT-30	Буюк Брита-ния	Мутаносиб вазнлаштирилмаган ўрта геометрик	30	Буюк Британиянинг энг қадимий индекси бўлиб, 1935 йилдан бошлаб чоп этилади.
FT-100 (FTSE-100 – Футси-100)	Буюк Брита-ния	Мутаносиб вазнлаштирилган ўрта арифметик	100	Ҳисоблашда акцияларнинг 03.01.1984 йил ҳолати учун базавий баҳоси 1000га тенг деб олинган

Nikkei	Япония	Мутаносиб вазлашти- рилмаган урта арифметик	225	1950 йилдан буён чоп этилади. Акциялар Токио биржасининг (ТФБ) 1-чи секциясида котировкада булади
ТФБ (TOPIX)	Япония	Мутаносиб вазлаштирилган урта арифметик	1235	1968 йилдан буён ТФБ 1-чи секциядаги барча акциялар бўйича ҳисобланади
DAX	Герма- ния	Мутаносиб вазлаштирилган урта арифметик	30	Ҳисоблашда акцияларнинг 1987 йил ҳолати учун базавий баҳоси 1000га тенг деб олинган

Таъкидлаш зарурки, ривожланган мамлакатлар қимматли қоғозлари бозорида қўлланиладиган индекслар бир-биридан юқорида келтирилган белгилар билан фарқ қилсаларда, улар ўзаро кучли корреляцияланади⁶⁰¹. Бу эса уларнинг бир-бирлари билан кучли боғлиқлигидан далолат беради.

АҚШ қимматли қоғозлар бозорида қўлланиладиган турли индексларнинг ўзаро корреляция коэффициенти 2-жадвалда келтирилган.

2-жадвал

Индекслар	DJA	S&P-500	NYSE	ASE
Саноат бўйича ўртача Доу Джонс (DJA) индекси	1			
Комбинациялашган ўртача индекс (S&P-500)	0,963	1		
Нью-Йорк фонд биржаси (NYSE) индекси	0,949	0,981	1	
Америка фонд биржаси (ASE) индекси	0,675	0,796	0,836	1

Турли ривожланган мамлакатлар қимматли қоғозлар бозорларида қўлланиладиган асосий индексларнинг корреляция коэффициентини баҳоланиши 3-жадвалда келтирилган.

3-жадвал

Индекслар	DJA	DAX-30	CAC-40	N-225
Саноат бўйича ўртача Доу Джонс (DJA) индекси (АҚШ)	1			
DAX-30 (Германия)	0,560	1		
CAC-40 (Франция)	0,638	0,645	1	
Nikkei-225 (N-225, Япония)	0,194	Маълумот йўқ	Маълумот йўқ	1

⁶⁰¹ Эслатма: юқори параметр корреляция коэффициенти уларнинг миқдорларини ўзгариши ўзаро қандай боғлиқлигини даражасини кўрсатади. Агар параметрлар бир хил ўзгарса, унда корреляция коэффициенти 1 (бирга) тенг бўлади. Агар параметрлар қарама-қарши фазаларда ўзгарса, унда корреляция коэффициенти -1 (минус бир) бўлади. Агар параметрлар бир-бири билан боғлиқ бўлмасдан ўзаро эркин ўзгарса, унда корреляция коэффициенти 0 (нолга) тенг бўлади.

Россия фонд бозорида қўлланиладиган турли индексларни бир-бири билан кучли корреляцияланишини 4-жадвалдан кўриш мумкин. Ушбу жадвалдан кўриниб турибдики, Россия индекслари ривожланган мамлакатларда қўлланиладиган индексларга қараганда кучлироқ корреляцияланган.

4-жадвал.

Индекслар	PTC	ASP	AK&M	Интерфакс
PTC	1			
ASP-General	0,992	1		
AK&M	0,997	0,99	1	
Интерфакс умумлаштирилган	0,992	0,995	0,995	1

Ҳозирда мумтоз ҳисобланган фонд индекслари 1-4-жадвалларда келтирилган маълумотларга асосан қуйидагиларни кўрсатади:

- индекслар миллий ва жаҳон фонд бозорларидаги жараёнларни объектив акс эттирмоқда;

- индекслар ривожланган фонд бозорларини бир хил қонуниятларга бўйсунувчи умумий глобал савдо муҳити сифатида намоён бўлганлигидан далолат бермоқда. Ривожланган мамлакатлар фонд бозорлари динамикаси кўп ҳолларда барча учун умумий бўлган жараёнлардан келиб чиқади.

Индексларнинг бир-бири билан боғлиқлиги (коореляцияси) фонд бозорларининг ҳолатига боғлиқ. Масалан, фонд бозорларининг ҳолати барқарор бўлса, уларнинг индекслари ўртасидаги корреляция миқдори ижобий бўлади, яъни бозорлардаги жараёнлар ўхшаш тарзда кечади. Кризислар (инқирозлар) даврида эса ижобий корреляция сакланиб қолади. Аммо кризислардан чиқиш даврида эса индекслар ўртасидаги корреляция манфий миқдорга эга бўлади, яъни бунда ривожланган фонд бозорлари кризисдан ривожланаётган бозорлар ҳисобига чиқади.

ЎЗБЕКИСТОН ДАВЛАТ СТАНДАРТИ

Ўзбекистон узлуксиз таълимининг

Давлат таълим стандартлари

Олий таълимининг Давлат таълим стандарти

**5341500 – Молия инжиниринги таълим йуналиши бўйича
бакалаврларнинг тайёргарлик даражаси ва зарурий билимлар
мазмунига қўйиладиган**

ТАЛАБЛАР

Расмий нашр

ГОСУДАРСТВЕННЫЙ СТАНДАРТ УЗБЕКИСТАНА

**Государственные образовательные стандарты
непрерывного образования Узбекистана**

**Государственный образовательный стандарт
высшего образования**

ТРЕБОВАНИЯ

**к необходимому содержанию и уровню
подготовленности бакалавра по направлению
5341500 – Финансовый инжиниринг**

Издание официальное

Ўзбекистон Республикаси

Олий ва урта махсус таълим вазирлиги

Тошкент

Ўзбекистон узлуксиз таълимининг

Давлат таълим стандартлари

Олий таълимнинг Давлат таълим стандарти

**5341500 – Молия инжиниринги таълим йувалиши буйича
бакалаврларнинг тайёргарлик даражаси ва зарурий билимлар
мазмунига қўйиладиган**

ТАЛАБЛАР

Расмий нашр

Ўзбекистон Республикаси

Олий ва урта махсус таълим вазирлиги

Тошкент

III
ЎЗБЕКИСТОН ДАВЛАТ СТАНДАРТИ

Ўзбекистон узлуксиз таълимининг

Давлат таълим стандартлари

Олий таълимнинг Давлат таълим стандарти

**5341500 – Молия инжиниринги таълим йўналиши бўйича
бакалаврларнинг тайёргарлик даражаси ва зарурий билимлар
мазмунига қўйиладиган**

ТАЛАБЛАР

**Государственные образовательные стандарты
непрерывного образования Узбекистана
Государственный образовательный стандарт высшего образования
ТРЕБОВАНИЯ**

**к необходимому содержанию и уровню
подготовленности бакалавра по направлению**

5341500 – Финансовый инжиниринг

State Educational Standards of Continuous Education of Uzbekistan

State Educational Standards of Higher Education

REQUIREMENTS

**Necessary for content and level of Bachelors in 5341500 – Financial
engineering**

Амал қилиш муддати «__» ____ 20__ йилдан
«__» ____ 20__ йилгача

**1. 5341500 – Молия инжиниринги таълим йўналишининг умумий
таъсифи**

1.1 Йўналиш - Ўзбекистон узлуксиз таълим Давлат таълим стандартлари, олий таълимнинг Давлат таълим стандарти, олий таълим йўналишлари ва мутахассисликлари Классификаторига киритилган.

1.2 Таълимнинг кундузги ўқиш шаклидаги муддати – 4 йил.
Академик даража – «Бакалавр»

1.3 Бакалавр:

- касблар ва лавозимлар миллий классификаторига мувофиқ олий маълумотли шахс эгаллаши лозим бўлган лавозимлар бўйича мустақил фаолият курсатишга;

- таълим йўналиши ҳамда турдош таълим йўналишларининг магистратура мутахассисликлари бўйича олий таълим олишни давом эттиришга;

- кадрларни қайта тайёрлаш ва малака ошириш тизимида қўшимча касбий таълим олишга тайёрланган бўлиши шарт.

1.4 5341500 – Молия инжиниринги таълим йўналиши бўйича бакалавр касбий фаолияти соҳалари ва объектларининг тавсифи

1.4.1 Таълим йўналишининг влм-фан ва хизматлар соҳасидаги ўрни

5341500 – Молия инжиниринги таълим йўналиши - фан ва молия-иктисодий соҳасидаги йўналиш бўлиб, у ўз ичига молия инженериясининг инновацион маҳсулотларини синтез қилиш (янгисини яратиш, мавжудларини такомиллаштириш, самарали комбинациясини йиғиш, оптималлини танлаш ва шунга ўхшаш бошқа ишлари), таҳлил ва прогноз қилиш, баҳолаш, ишлаб чиқариш, тайёрлаш, экспертиза қилиш, мониторингини ўтказиш, жорий қилиш ва фойдаланиш, улар бўйича молия инженерияси хизматини кўрсатишга йўналтирилган инсон фаолияти ва унда қўлланиладиган ёндошув, восита, усул, концепция, лойиҳа, дастак, йўсин, йўл ва услублари мажмуасини оладиган соҳани ривожлантиришга, истиқболлини белгилашга, касбий кўникмага, мутасаддилик қобилиятига йўналтирилган инсон фаолиятининг восита, усул, метод ва услубларининг мажмуасини ўз ичига олади.

1.4.2 Касбий фаолият объектлари

5341500 – Молия инжиниринги таълим йўналиши бўйича бакалавр касбий фаолиятининг объектлари – инновацион молия ва молия-кредит тизими соҳаларидаги молиявий инновациялар бозори ва уларнинг қатнашчилари, молия инженериясининг юқори унумли, самарали, рақобатли инновацион маҳсулотлари (яъни молиявий инновацион ишланмалар: инструмент, схема, модел, лойиҳа, технология, операция, тузилма, жараён, тизим, мажмуа ва бошқалар) улар билан боғлиқ молия инженерияси институтлари ва тузилмалари, бундай институтлар ва маҳсулотларни ривожлантириш асослари, улар билан боғлиқ фаолиятни бошқариш, молиявий инновациялар бозорида операцияларни амалга ошириш ва конъюнктурасини ривожлантириш.

1.4.3 Касбий фаолият турлари

5341500 – Молия инжиниринги таълим йўналиши бўйича бакалавр ўзининг фундаментал, умумкасбий ва махсус тайёргарлигига мувофиқ қўйидагиларни ўзлаштиради:

-инновацион молиявий маҳсулотлар таҳлили, экспертизаси ва синтези: молия инженериясининг ижодий-методологик бўлинимасидаги (гуруҳ, бўлим, департамент, бошқарма, дирекциядаги) инновацион-яратувчилик ишида, молиявий инновацион бўлган намунавий маҳсулот (ишланма)ларни таҳлили (молиявий инновациялар бозори конъюнктураси асосида) ва молиявий-ижодий синтези, уларни таҳлилий экспертиза қилиш, иктисодий-ҳуқуқий моделларини (жумладан, тамойиллари, конструкциялари, технологиялари,

жараёнлари, категориялари ва бошқаларни) ишлаб чиқиш ва шу каби бошқа ишлар;

-экспериментал-тадқиқий: молия инженериясининг экспериментал-синов бўлинимасидаги амалий-тадқиқий ишда, намунавий методика ва бошқалар асосида молия инженериясининг инновацион намунавий ишланмалари бўйича экспериментал тадқиқотларни ўтказиш ва натижаларига ишлов бериш, уларни экспериментал синовдан ўтказиш ва хулосалар бериш;

-инновацион молиявий ишланмаларни ишлаб чиқаришга технологик жорий қилиш ва молиялаштириш: молия инженериясининг намунавий ишлаб чиқариш бўлинимасидаги инновацион амалиёт ишда, молия инженериясининг инновацион намунавий ишланмаларини ишлаб чиқаришга технологик жорий қилиш ва уларни молиялаштириш, мониторингини амалга ошириш;

-лойиҳа-таҳлилий: молия инжинирингининг стратегик йўналишларини ишлаб чиқиш ва тадқиқ қилиш;

-илмий-тадқиқот: намунавий методика ва бошқалар асосида молия инженериясининг инновацион намунавий ишланмалари бўйича илмий-амалий фаолиятни юритиш ва уни бошқаришнинг илгор шакллари ва усулларини ишлаб чиқиш, текшириш ва татбиқ этиш, илмий тадқиқотлар ўтказишда фаол қатнашиш каби *касбий фаолият турларини бажариши.*

1.4.4 Турдош касбларга мослаштир имкониятлари

5341500 – *Молия инжиниринги* таълим йўналиши бўйича бакалавр куйидаги:

- **ишлаб чиқаришни бошқариш:** молия инженериясини амалга ошириш билан боглиқ ижодий, экспериментал ва амалий ишлаб чиқариш жараёнларини (таҳлил, синтез, экспертиза, экспериментал-тадқиқий, мониторинг ишларини) бошқариш;

- **экспериментал-лойиҳа ишларида:** молия инженериясининг инновацион маҳсулотлари бўлимиш намунавий экспериментал ишланмаларининг бизнес лойиҳаларини ишлаб чиқиш, асослаш ва экспериментал синовдан ўтказиш, уларни молиялаштириш асосларини ишлаб чиқиш бўйича ишларни режалаштириш ҳамда бажариш;

- **инновацион намунавий ишланмалардан фойдаланишда:** молия инженериясининг инновацион намунавий ишланмаларида фойдаланиш мақсадида уларни ишлаб чиқаришга жорий қилиш ва молиялаштириш, мониторингини амалга ошириш ва ва бошқа ишларни ташкил этиш ва амалга ошириш ҳамда тадқиқ қилиш;

-**илмий-тадқиқот:** намунавий методика ва бошқалар асосида молия инженериясининг инновацион намунавий ишланмалари бўйича илмий-амалий тадқиқотларни олиб бориш, ташкиллаштириш ва бошқариш, оммавийлаштириш, тажриба алмашиш ҳамда бошқа *касбий фаолият турларига мослашиш мумкин.*

1.5 Таълим олишни давом эттириш имкониятлари

5341500 – Молия инжиниринги таълим йўналиши бўйича бакалавр куйидаги:

5A341501 – Давлат молия инжиниринги;

5A341502 – Банк молия инжиниринги;

5A341503 – Корпоратив молия инжиниринги;

5A341504 – Молия институтлари инжиниринги;

5A341505 - Касб-хунар фанларини ўқитиш методикаси мутахассисликлари ҳамда таълимнинг ваколатли бошқарув органи (лари) томонидан белгиланган, турдош таълим йўналишлари (мутахассисликлари) бўйича икки йилдан кам бўлмаган муддатда магистратурада ўқишни давом эттириши мумкин.

2. 5341500 – Молия инжиниринги таълим йўналиши бўйича бакалаврларнинг тайёргарлик даражасига қўйиладиган талаблар

2.1 Бакалавр тайёргарлигига қўйиладиган умумий малакавий талаблар

Бакалавр:

- дунёқараш тавсифидаги билимлар тизимини эгаллаган бўлиши; гуманитар ва ижтимоий-иқтисодий фанлар асосини, давлат сиёсатининг долзарб масалаларини билиши; ижтимоий муаммолар ва жараёнларни мустақил таҳлил қилиш қобилиятига эга бўлиши;

- Ватан тарихини билиши; миллий ва умуминсоний қадриятлар бўйича ўз нуқтаи назарини баён этиши ва илмий асослай олиши, миллий гоё асосида фаол ҳаётий ўринни эгаллаши;

- табиат ва жамиятда юз бераётган жараёнлар ва ҳодисалар ҳақида яхлит тасаввурга эга бўлиши, табиат ва жамият ривожланиши ҳақида билимларга эга бўлиши, улардан ҳаётда ва касбий фаолиятда замонавий илмий асосларда фойдалана олиши;

- инсонлар орасидаги жамиятга, атроф-муҳитга бўлган муносабатини тартибга солувчи ҳуқуқий ва ахлоқий меъёрларни касбий фаолиятда ҳисобга ола билиши;

- ахборотни тўплаш, таҳлил қилиш, сақлаш, уларга ишлов бериш ва унумли фойдаланиш методларини эгаллаш; ўзининг касбий фаолиятида асосли мустақил фикрлаш ва керакли қарорлар қабул қила олиши;

- бакалавриятнинг мос йўналиши бўйича рақобатбардош умумкасбий тайёргарликка эга бўлиши;

- янги билимларни мустақил ўзлаштира олиши, ўзини такомиллаштириш ва ўз меҳнатини илмий асосда ташкил қила билиши;

- соғлом турмуш тарзини шакллантириш, жисмонан бақувват ва спорт билан шугулланиб бориш зарурати ҳақида илмий тасаввурга ва эътиқодга эга бўлиш, ўзини жисмонан такомиллаштиришнинг малака ва қувик-маларига эга бўлиши керак.

2.2 Касбий малакавий талаблар

Бакалавр:

экспериментал-лойиҳалаш соҳасида: молия инженериясининг намунавий экспериментал ишланмаларининг бизнес лойиҳаларини ишлаб чиқа олиши, молиявий-иқтисодий асослаб экспериментал синовдан ўткази олиши, уларни молиялаштириш таъминотларини ишлаб чиқа олиши;

инновацион ишланмалардан фойдаланиш соҳасида: молия инженериясининг инновацион намунавий ишланмаларини ишлаб чиқаришга технологик жорий қилиб ва молиялаштириб фойдаланишни, мониторингини амалга оширишни, улардан фойдаланиш билан боғлиқ маслаҳат ва бошқа ишларни ташкил этиши ва амалга оширишни;

ишлаб чиқаришни ташкил этиш ва бошқариш соҳасида: молия инженерияси бўлинмасидаги ижодий-инновацион амалиёт ишини ташкил этиш ва бошқаришни;

иқтисодий соҳада: молиявий инновациялар бозори иқтисодиёти, унинг тармоқларини ривожланиш қонуни ва қонуниятларини мукамал билиши ва улардан фойдаланишни;

тадбиркорлик соҳасида: молиявий инновациялар бозорида тижорат фаолиятини юритиш, молия инжиниринги тижоратини ташкил этишни, бозор эҳтиёжларини ўрганиш ва унинг талабларини кондирити зарурлигини;

илмий соҳада: намунавий методика ва бошқалар асосида молия инженериясининг инновацион ишланмалари бўйича намунавий усулларда илмий-амалий тадқиқот ўтказишни билиши керак.

таълим соҳасида: узлуксиз таълим тизими муассасаларида ўқув жараёнини ташкил этиш ва ўтказишига қўмаклашиш (ўқув персонали), тадқиқотларда иштирок этиш, маълумотларни тўплаш, умумлаштириш ва таҳлил этиш, умумий ўрта, ўрта махсус, касб-хунар ҳамда олий таълим муассасаларида ўқув машғулотларини ўтиш, замонавий педагогик ва ахборот технологияларни эгаллаш ва тадбиқ этилини билиши керак.

Касбий маҳорат бўйича ўз билими ва қўникмасини эгаллаган лавозимда мустақил фаолият кўрсатиш талабларига ва профессионализмга жавоб бериши керак.

2.3 Таълим дастурлари бўйича билим, малака ва қўникмаларга қўйилган талаблар

2.3.1 Гуманитар ва ижтимоий-иқтисодий фанлар бўйича талаблар

Гуманитар ва ижтимоий-иқтисодий фанлар қисми бўйича талаблар Ўзбекистон Республикаси Олий ва ўрта махсус таълим вазирлиги тасдиқлаган «*Гуманитар ва ижтимоий-иқтисодий фанлар*» блоки бўйича бакалаврлар тайёргарлик даражаси ва зарурий билимлар мазмунига қўйилган талаблар» асосида белгиланади.

2.3.2 Математик ва табиий-илмий фанлар бўйича талаблар

Математик коммуникация курс

Бакалавр:

- математика дунёни билишнинг ўзига хос усули, унинг тушунчалари ва тасаввурларининг умумийлиги;

- Ўзбекистоннинг табиий ресурслар билан таъминланганлиги ва уларни баҳолаш бўйича;

- Ўзбекистонни табиий-иқтисодий зоналарга ва иқтисодий районларга ажратиш бўйича;

- табиатдан фойдаланиш жараёнларини бошқариш бўйича *қўникмаларига эга бўлиши керак.*

2.3.3 Умумқасбий фанлар бўйича талаблар

Иқтисодий фанлар курс

Бакалавр:

- иқтисодий таълимотлар тарихи асослари;

- макроиқтисодиёт ва микроиқтисодиёт асослари;

- менежмент ва маркетинг асослари;

- миллий ва жаҳон иқтисодиёти *ҳақида тасаввурга эга бўлиши;*

- иқтисодий таълимотлар тарихини;

- макро ва микроиқтисодиётни;

- менежмент ва маркетингни;

- миллий ва жаҳон иқтисодиётини *билиши ва улардан фойдалана олиши;*

- замонавий иқтисодий мактаблар намоёндаларининг ижобий фикрлари ва уларни миллий иқтисодий сиёсат шариоитларига мослаштириш бўйича;

- миллий ва жаҳон иқтисодиётига оид мавжуд тажрибани қўллаш бўйича;

- макроиқтисодий ва микроиқтисодий масалалар ечиш ва кўрсаткичларни таҳлили бўйича;

- менежмент ва маркетинг амалий масалаларини ечиш, тизимларида мониторинг ва контроллинг ўтказиш бўйича, бизнес-режани тузиш ва амалга ошириш бўйича *қўникмаларига эга бўлиши керак.*

Ҳисоб ва таҳлил курси

Бакалавр:

- молиявий ва бошқарув ҳисоби асослари;

- аудит асослари;

- молиявий ва бошқарув таҳлили асослари;

- статистика асослари *ҳақида тасаввурга эга бўлиши;*

- молиявий ва бошқарув ҳисобининг назарий ва амалий асосларини;

- аудитнинг назарий ва амалий асосларини;

- молиявий ва бошқарув таҳлилининг назари ва амалий асосларини;

- статистиканинг назарий ва амалий асосларини *билиши ва улардан фойдалана олиши;*

- молиявий ва бошқарув ҳисобининг амалий масалаларини ечиш бўйича;

- аудит ўтказиш бўйича;

- молиявий ва бошқарув таҳлилининг амалий масалаларини ечиш

бўйича;

- статистиканинг амалий масалаларини ечиш бўйича *қўникмаларига эга бўлиши керак.*

Молия ва кредит курси

Бакалавр:

- молия асослари, унинг тизими, тузилмаси ва таркиблари;
- инвестицияларни ташкиллаштириш ва лойиҳаларни молиялаштириш асослари;
- пул назарияси, монетар сиёсат, унинг институтлари ва инструментлари;
- пул-кредит ва банк тизими;
- молия бозори ва қимматли қўғозларнинг назарий асослари ва амалиёти;
- солиқлар ва солиққа тортишнинг назарий асослари ва амалиёти;
- суғуртанинг назарий асослари ва амалиёти *ҳақида тасаввурга эга бўлиши*;
- молия жараёнлари ва механизмни;
- солиқлар ва солиққа тортиш усуллари ва механизмни;
- суғурта иши усуллари ва механизмни;
- пул ва кредит муомаласи ва банк тизими механизмларини;
- инвестицияларни ташкиллаштириш ва лойиҳаларни молиялаштириш усуллари ва механизмни;
- молия бозори ва қимматли қўғозларга оид барча концепциялар, моделлар, усуллар, услублар, йўсинлар, жараёнлар, операциялар, механизмлар ва бошқа воситаларни *билиши ва улардан фойдалана олиши*;
- молиянинг амалий масалаларини ечиш бўйича;
- суғурта ишининг амалий масалаларини ечиш бўйича;
- солиқлар соҳасига оид амалий масалаларини ечиш бўйича;
- пул-кредит ва банк соҳасига оид амалий масалаларини ечиш бўйича;
- инвестицияларни ташкил этиш ва инвестицион лойиҳаларни молиялаштириш борасида амалий масалаларини ечиш бўйича;
- молия бозорларида фаолият юритиш ва қимматли қўғозлар билан операциялар бажариш бўйича *қўникмаларига эга бўлиши керак*.

2.3.4 Ихтисослик фанлари бўйича талаблар

Ихтисослик фанлари курси

Бакалавр:

- мулкчилик тизими ва хусусийлаштириш асослари;
- корпоратив сиёсат
- молия инженерияси асослари;
- молия инженериясини назорат қилиш;
- молия инженерияси рисклари *ҳақида тасаввурга эга бўлиши*;
- мулкчилик тизими ва хусусийлаштириш механизмларини;
- корпоратив сиёсат механизмни;
- молия инженериясининг назарий ва амалий асосларини;
- молия инженериясини назорат қилиш механизмни;
- молия инженерияси рискларини баҳолаш ва пасайтириш усулларини *билиши ва улардан фойдалана олиши*;
- мулкчилик тизими ва хусусийлаштириш масалаларини ечиш бўйича;

- корпоратив сийсатни амалга ошириш бўйича;
 - молия инженериясини амалга ошириш бўйича;
 - молия инженериясини назорат қилиш масалалари бўйича;
 - молия инженерияси рисклари масалаларини ечиш бўйича
- қўникмаларига эга бўлиши керак.**

Ихтисослик фанлари бўйича бакалавр:

- ихтисосликка мос хизмат соҳасининг асосий илмий-назарий муаммолари ва ривожининг истиқболлини ҳамда уларнинг турдош соҳалар билан ўзаро алоқасини тушуниши;

- ихтисосликнинг муайян соҳаси билан боғлиқ бўлган асосий объектларни, ҳодиса ва жараёнларни билиши, уларни илмий-тадқиқ қилиш усулларида фойдалана билиши;

- ўрганилаётган объектларга қўйиладиган иқтисодий талабларни таърифлаб беришни уддалаши, уларни амалга оширишнинг мавжуд илмий-техник воситаларини

билиши керак.

Бакалавр ихтисослигига қўйиладиган муайян талаблар ихтисослик ўқув фанлари блокадаги ўқув фанларининг мазмуни бўйича олий таълим муассасаси томонидан ўзгартирилиши мумкин.

2.3.5 Битирув малакавий иши(лойиҳаси)га қўйиладиган талаблар

Битирув малакавий иши (лойиҳаси)да бакалавр фанларнинг ҳамма туркумлари бўйича билимлар қўлланилишини талаб қиладиган тўталланган касбий топшириқни ечади.

Бу иш(лойиҳа)да бакалавр:

- ечиладиган топшириқ бўйича масала ҳолатининг шарҳини ва бу масала ҳолатининг таҳлилини беради;

- танланган иш мавзуси долзарблилигини асослаб, мақсадини ифодалайди, вазифаларини белгилайди, предмети, объекти, янгилиги ва амалиёт учун фойдалилигини аниқлайди, ўрганилганлик даражаси ёритади, методологик асосларини ва гипотезани ифодалайди;

- ечиладиган топшириқ бўйича масаланинг моҳияти ва ҳолатини ҳамда назарий асосларини баён этади, таҳлил қиладиган;

- молиявий-иқтисодий талабларни ифодалайди, топшириқни ечиш тақдирларини кўриб чиқади ва оқилона йўлни белгилайди;

- оқилона йўлни ҳисоб-китоб ва молиявий-иқтисодий ечимини беради;

- топшириқ ечими бўйича ҳулоса ва тақлифларни беради ҳамда уларни иқтисодиётнинг мос соҳаларида қўллаш имкониятини аниқлайди.

2.3.6 Малакавий амалиёт бўйича талаблар

Ишлаб чиқариш амалиёти

Бакалавр:

- молия инженерияси бўйича инновацион молиявий маҳсулотлар таҳлили, экспертизаси ва синтези, инновацион намунавий ишлашмаларнинг экспериментал тадқиқотларини ўтказиш ва натижаларига ишлов беришни;

- инновацион молиявий маҳсулотларни экспериментал синовдан ўтказиш, ишлаб чиқаришга технологик жорий қилиш, молиялаштириш ва

мониторингини амалга ошириш усуллари ва услубларини *билиши ва улардан фойдалана олиши*;

- амалиёт объектларида молия инженерияси бўйича топширилган масалани ечиш дастури мақсадларини шакллантириш, масала ечимининг устувор йўллари топиш;

- инновацион молиявий маҳсулотларни таҳлил, экспертиза ва синтез қилиш, улар бўйича экспериментал-тадқиқотлар ўтказиш, уларни ишлаб чиқаришга технологик жорий қилиш, молиялаштириш ва мониторингини ўтказишда компьютер ва ахборот технологияларидан фойдаланиш, меъёрий ҳужжатлар, махсус адабиётлар, ҳисоботлар, маълумотномалар, Интернет материаллари ва бошқа ахборот манбалари билан ишлаш *қўникмаларига эга бўлиши керак*.

Битирув олди амалиёти

Бакалавр:

- иктисодиёт субъектларининг молия инжиниринги фаолияти усуллари ва механизмини;

- молиявий иновациялар бозори фаолияти ва тенденцияларини;

- молия инжиниринги маҳсулотларини яратиш (такомиллаштириш) ва амалиётга жорий қилишни *билиши ва улардан фойдалана олиши*;

- инновацион молиявий маҳсулотлар бозорига чиқиш ва унинг хизматларидан фойдаланиш;

- молия инжиниринги маҳсулотларини самарадорлигини баҳолаш;

- молия инжиниринги фаолиятини олиб бориш *қўникмаларига эга бўлиши керак*.

3. Таълим дастурининг мазмуни ва компонентлари

3.1 5341500 – Молия инжиниринги таълим йўналиши бўйича бакалаврларни тайёрлашнинг таълим дастури таълимнинг кундузги шакли бўйича 4 йил ўқишга мўлжалланган бўлиб, қуйидаги вақт тақсимотига эга:

Назарий таълим ва амалий машғулот, шу жумладан, оралик ва якуний аттестациялар	136 ҳафта
Малакавий амалиёт:	
- ишлаб чиқариш малакавий амалиёти	11 ҳафта
- битирув олди малакавий амалиёти	11 ҳафта
Битирув малакавий иши	8 ҳафта
Давлат аттестацияси	2 ҳафта
Таътиллار	36 ҳафта
Жами	204 ҳафта

3.2 Талаба ҳафталик ўқув юкласининг максимал ҳажми 54 соат, шундан аудиториядаги ўқув юкласи - 28 соат⁶⁰², қолган соатлар ҳажми мустақил таълим учун ажратилади.

⁶⁰² Аудитория ўқув юкласи 30 соат ҳам бўлиши мумкин.

3.3 Жорий, оралиқ ва якуний аттестацияларни ҳисобга олган ҳолда таълим дастурининг умумий ҳажми 4 йиллик ўқув даври учун 9072 соатни ташкил этади.

3.4 Таълим дастурини ўзлаштиришда бир қатор масалалар аудитория соати ҳисобига интеграллаштирилган курслар бўйича талабаларнинг муスタқил таълими назарда тутилади.

3.5 5341500 – *Молия инжиниринги таълим йўналиши бўйича таълим дастурининг зарурий мазмуни*

3.5.1 Гуманитар ва иқтисодий-иқтисодий фанлар

Гуманитар ва иқтисодий-иқтисодий фанлар блоки фанлар мазмуни Олий ва ўрта махсус таълим вазирлиги тасдиқлаган *"Гуманитар ва иқтисодий-иқтисодий фанлар* блоки бўйича бакалаврлар тайёргарлик даражаси ва зарурий билимлар мазмунига қўйиладиган талаблар" асосида белгиланади.

3.5.2 Математик ва табиий-илмий фанлар

Математик коммуникатив курс

3.5.2.1 Олий математика:

Олий математика:

Алгебра: векторли ва чизикли; геометрия: аналитик геометрия, қўл ўлчамли Евклид геометрияси; таҳлил: дифференциал ва интеграл ҳисоб, функция назарияси, дифференциал тенгламалар.

Эхтимоллар назарияси ва математик статистика:

Эхтимоллар назарияси ва математик статистиканинг предмети, метод ва вазифалари: тасодифий жараёнлар тушунчаси ва моделлари, Байес формулалари; ўзаро боғланмаган тажрибалар кетма кетлиги; тасодифий дискрет миқдорлар ва уларнинг тақсимот қонунлари; Чебишев теңгисизлиги; нормал тақсимот қонуни, унинг асосий қонунлари ва иқтисодий жараёнларни ўрганишдаги роли; вариацияли қаторлар; тақсимотнинг эмпирик функцияси; статистик гипотезалар; гипотезаларни текшириш; қўл ўлчовли тасодифий миқдорлар ва уларнинг тақсимот функциялари.

3.5.2.2 Информатика ва ахборот технологиялари:

Информатика асослари; иқтисодий ахборот тўплаш, узатиш, қайта ишлаш ва тўплаш жараёнларининг умумий тавсифи; иқтисодий ахборот жараёнларини амалга оширишнинг техник ва дастурий воситалари (таъминоти); функционал ва ҳисоблаш топшириқларини ечиш модели; алгоритмлаш ва дастурлаш; юқори даражада дастурлаш тиллари; маълумотлар базаси ва уни бошқариш тизимлари; интеллектуал эксперт тизимлар, замонавий ахборот технологиялари ва телекоммуникация тизимлари; файлларни архивлаш методлари, дастурлашни дастурий таъминлаш ва технологияси, компьютер графикаси; автоматлаштирилган иш жойларини информатик, дастурий, техник, математик, ташкилий, ҳуқуқий ва лингвистик таъминоти, банк, молия, ҳисоб китобларни автоматлаштириш; интернет ва электрон почта, офисларни бошқаришни автоматлаштириш; бозор талабларига жавоб берадиган, тез мослашадиган ишлаб чиқаришни бошқариш соҳасидаги информатик технологиялар; молия ва кредит

соҳасида ҳозирги замон телекоммуникация тизимларини қўллаш; кредит ташкилотларида интеллектуал тизимларини қўллаб, асосланган қарорлар қабул қилиш;

3.5.2.3 Математик программалаштириш:

Математик программалаштиришнинг предмети ва вазифалари; чизикли оптимизацион моделларни алгебраик ва геометрик ифодалаш; чизикли программалаштириш асослари ва махсус масалалари; чизикли программалаштиришда иккиланиш назарияси; иқтисодий масалалар ечимини таҳлили; бутун сонли ва ночизик программалаштириш; динамик программалаштириш элементлари ва масалалари; ноаниқлик шароитида қарор қабул қилишнинг математик назарияси — ўйинлар назарияси, табиат билан ўйин, рисклар шароитида қарор қабул қилиш назарияси.

Табиий-илмий курс

3.5.2.4 Иқтисодий география ва экология:

Иқтисодий география ва экологиянинг объекти, предмети, назарий ва амалий йўналишлари; иқтисодий ислохатлар шароитида ишлаб чиқариш кучларини жойлаштириш ва ривожлантиришнинг омиллари ва тамойиллари, ҳозирги замон дунё сиёсий ва иқтисодий картаси; дунё аҳолиси сонининг ўсиши, демографик сиёсат, аҳолининг ёши, жинсий таркиби ва унинг меҳнат ресурсларига таъсири; аҳоли сони ўсишини башоратлаш ва озиқ-овқат дастурларининг ечими; дунё мамлакатлари типологияси; халқаро иқтисодий интеграция; Ўзбекистоннинг табиий ресурс салоҳияти, улардан оқилона фойдаланиш, муҳофаза қилиш ва такрор ишлаб чиқариш; демографик салоҳият ва аҳоли муаммолари; бозор иқтисодиётига ўтиш шароитида республика вилоят ҳўжалиklarининг ихтисослашуви ва комплекс ривожланиши; иқтисодий районлаштиришнинг мақсади ва вазифалари, уларнинг дифференциал, структуравий ва функционал турлари; янги иқтисодий шароитда табиатдан фойдаланишнинг иқтисодий механизми; геоэкологик муаммолар ва уларнинг ечими; минерал хом ашё ресурсларидан самарали фойдаланиш ва уларни муҳофаза қилиш; Ўзбекистонда таркиб топган экологик вазиятлар ва экологик-иқтисодий барқарор ривожланишни таъминлаш йўллари.

3.5.3 Умумқасбий фанлар

***Иқтисодий фанлар курси*⁶⁰³**

3.5.3.1 Иқтисодий таълимотлар тарихи:

Иқтисодий таълимотлар тарихи фанининг предмети. Қадимги дунёдаги иқтисодий таълимотлар. Урта аср давридаги иқтисодий таълимотлар, марконтантизм иқтисодий таълимоти, турли мамлакатлардаги марконтантизм ғояларининг ўзига хос хусусиятлари, классик иқтисодий мактабнинг шаклланиши, У. Петти Англия классик сиёсий иқтисодининг асосчиси, классик сиёсий иқтисодчининг ривожланиши, Т. Мальтуснинг нуфус қонуни, классик иқтисодий мактабнинг яқунланиши, маржинализм ва янги классик вазият, кейнсчилик ва янги кейнсчилик таълимоти, самарали талаб

⁶⁰³ Ушбу курсдаги фанлар халқаро олтий таълим андозаларига кура узартирилишти мумкин.

назарияси, мультипликатор ва акселератор назариялари, монетаризм назарияси, монетар җецептеп ва Ўзбекистон иқтисодиёти, институционал назариялар, неолиберализм назарияси, ижтимоий бозор ҳужалиги концепцияси, иқтисодий ўсиш назариялари, бир омилли ва икки омилли назариялари, ривожланаётган мамлакатлар учун иқтисодий ўсиш моделлари.

3.5.3.2 Макро-, микро иқтисодиёт:

Микроиқтисодиётнинг ҳужалик муаммоларини ҳал этишдаги аҳамияти. Талаб ва тақлиф, истеъмолчилар ҳатти ҳаракати. Талаб ва тақлиф эластиклиги. Истеъмолчилар ва ишлаб чиқарувчилар ўртасида солиқ юқини тақсимланиши. Яқка тартибдаги талаб ва бозор талаби. Ишлаб чиқариш ва ишлаб чиқариш ҳаражатлари, фойдани максималлаштириш. Рақобат шароитида истеъмолчилар ва ишлаб чиқарувчилар фаолиятини таҳлили ва улар юзасидан қарор қабул қилиш; истеъмолчи товар танловида максимал наф келтириш қондаси; ишлаб чиқарувчилар узоқ ва қисқа ишлаб чиқариш даврларида фойдани максималлаштириш ва ҳаражатларини минималлаштириш йўллари; рақобатлашувчи фирмаларнинг мувозанати ҳолати. Фирмалар фаолиятида мавҳумлик ва таваккалчилик; асимметрик ахборот бозорлари ва уларни истеъмолчилар ва ишлаб чиқарувчиларга таъсири; фирмалар фаолиятида инвестицион қарорлар ва уларни қабул қилиш тартиби; ташқи таъсирлар ва бозор талаби. Бозор монополияси шароитида нарх белгилаш тамойиллари ва функциялари, ишлаб чиқариш ресурслари бозори: меҳнат капитал бозори ва уларни давлат томонидан тартибга солиш.

Макроиқтисодиётни фан сифатида шаклланиши, макроиқтисодий моделлар, макроиқтисодиётда экзоген ва эндоген ўзгарувчилар, макро иқтисодий кўрсаткичлар, реал ва номинал ЯИМ, асосий макроиқтисодий айниятлар, инфляция ва ишсизликнинг макроиқтисодий муаммолари, товар ва хизматлар бозоридаги мувозанатлик шартлари, IS модели, давлатнинг бюджет ва солиқ сиёсати, пул бозоридаги мувозанат, LM модели, банк тизимини пул бозорига таъсири, давлатнинг пул-кредит сиёсати. Товарлар ва пул бозоридаги макроиқтисодий мувозанат; $AD - AS$ ва $IS - LM$ моделларининг ўзаро боғлиқлиги, қисқа муддатли мувозанатлик ҳолатидан узоқ муддатли мувозанатлик ҳолатига ўтиш, давлатнинг иқтисодий роли, иқтисодий ўсиш цикллари, омиллари, оқибатлари; иқтисодий ўсиш кўрсаткичлари ва моделлари; очик иқтисодиёт ва макроиқтисодий ўзаро боғлиқликлар; халқаро савдо; мамлакат тўлов балансининг макроиқтисодий аҳамияти; очик иқтисодиёт мувозанати.

3.5.3.3 Менежмент ва маркетинг асослари:

Фаннинг предмети, вазифалари, умумий тавсифи; менежмент фанининг эволюцион ривожланиши; бошқарувнинг ривожланишига назарий қарашлар; бошқарув фаолиятининг умумий чизмаси; профессионал менежерни функциялаштириш муҳити; ташкилот-бошқарув объекти сифатида; ташкилотларнинг ташқи ва ички мақсадлари; ташкилотларнинг ташқи муҳити; янги товар бозорларини яратиш; рақобат жараёнида ташқи муҳити; ўз позицияларини комплекс баҳолаш назарияси; ташкилотларнинг ўз позицияларини комплекс баҳолаш назарияси; ташкилотларнинг ташқи муҳити билан ўзаро таъсири натижаси ва самараси;

менежернинг функционал мажбурияти; бошқарувда вазиятли жараёни ёндашувлар; ташкилотда шахснинг ўрни; бошқарув қарорлари; иқтисодий таҳлил бошқарув қарорларини қабул қилиш усули сифатида; фаолият мотивацияси; ташкилотларни стратегик бошқариш; ташкилот миссияси ва мақсадлари; фирма стратегияси; ташкилот турлари; ташкилот маданияти; етакчилик; ташкилий жараёнлар; ишлаб чиқаришни бошқариш; назорат бошқарув функцияси сифатида; ташкилот бошқарув зоналарнинг окловчанлиги сифатида; қабул қилинаётган қарорлар типологияси ва бошқарув услуги; бошқарувда функционал ёндашув; бошқарув ҳаракатларининг турлари, характери ва мазмуни; бошқарув самарадорлиги; маркетинг фаолиятини ташкил этиш усуллари; маркетинг татқиқотлари; маркетингда товар сиёсати; маркетингда реклама; бозор сегментацияси ва товарлар ишлаб чиқариш; нарх белгилаш соҳасида маркетинг; стратегик режалаштириш ва назорат; назорат усуллари ва тартиблари.

3.5.3.4 Миллий ва жаҳон иқтисодиёти:

Миллий жаҳон иқтисодиётни, унинг тушунчалари; Бозор иқтисодига ўтиш босқичлари ва хусусиятлари. Миллий иқтисодиётни шаклланиш жараёни. Миллий иқтисодиётнинг фаолиятини таъминловчи омиллар; Миллий иқтисодиётнинг макрониктисодий кўрсаткичлари; Миллий иқтисодиётнинг таркибий тузилиши. Ишлаб чиқариш мажмуи. Аграр сектор. Ижтимоий сектор. Стратегик режалаштириш. Ташки иқтисодий фаолият. Ҳалқаро меҳнат тақсимои жаҳон ҳўжалигининг моддий асоси эканлиги. Ҳалқаро рақобат, рақобатбардошлик омиллари. Жаҳон иқтисодининг интернационаллашуви. Ҳалқаро корпорациялар. Ривожланаётган мамлакатлар ва жаҳон ҳўжалиги. Иқтисодий ўсиш даврига ҳос мамлакатлар. Ҳалқаро иқтисодий ташкилотлар ва уларнинг жаҳон иқтисодидаги ўрни.

Ҳисоб ва таҳлил курси

3.5.3.5 Молиявий ва бошқарув ҳисоби:

Молиявий ҳисобнинг мақсади ва концепцияси; молиявий ҳисобнинг тамойиллари; ҳисоб сиёсатининг назарий асослари; пул маблағлари ҳисоби; жорий ва узоқ муддатли мажбуриятлар ҳисоби; меҳнат ва иш ҳақи ҳисоби; материаллар ҳисоби; асосий воситалар ҳисоби; номоддий активлар ҳисоби; тайёр маҳсулот ва унинг сотилиши ҳисоби; молиявий натижалар ҳисоби; молиявий ҳисобот; бухгалтерия ҳисобининг миллий стандартлари; бошқарув ҳисобининг мақсади ва тамойиллари (концепцияси); ишлаб чиқариш харажатлари ҳисоби; харажатларни туркумлаш ва уларнинг ҳисоби; маҳсулот таннархини калькуляция қилиш ҳисоби; бошқарув ҳисобида бюджетлаштириш; трансферт баҳони шакллантириш; бошқарув қарорларини қабул қилиш; сегментар ҳисобот; молиявий ва бошқарув ҳисобини ривожлантириш истиқболлари.

3.5.3.6 Аудит:

Аудитнинг мақсади, моҳияти ва турлари; аудиторлик фаолиятининг тамойиллари; аудитнинг доираси ва объекти ҳамда ўтказишни ташкил қилиш; аудит сифати ва аудит далиллари; аудит ҳисоботи; аудиторлик ҳулосаларнинг турлари; аудитдаги таваккалчиликларни баҳолаш; компьютер

мухитида аудит; аудитнинг этик кодекси; Ўзбекистон Республикасида аудитни тартибга солиш бўйича қонуний меъёрий ҳужжатлар; аудитнинг халқаро стандарти ва бошқа иқтисодий назорат шакллари; тафтиш қилиш, суд-бухгалтерия экспертизаси, молиявий назорат; корхона молиявий цикл аудити; корхона инвестицион цикли аудити; ҳўжалик операцияларини амалга ошириш аудити; ресурслар харажатлари аудити; маҳсулот сотишдан пул тушуми аудити; даромадларни шакллантириш ва тақсимлаш цикли аудити; ишлаб чиқариш цикли аудити; молиявий ҳисоботлар аудити; аудитнинг махсус турлари.

3.5.3.7 Молиявий ва бошқарув таҳлили:

Маҳсулот ишлаб чиқариш ва сотишнинг таъкилий-техник даражасининг таҳлили; меҳнат унумдорлиги ва иш вақтидан фойдаланиш, ишчи кучи билан таъминланганликни таҳлили; моддий техника таъминоти ва материаллардан фойдаланишнинг таҳлили; ишлаб чиқариш харажатлари таҳлили; иш хақи фонди таҳлили; давр харажатлари ва ишлаб чиқариш билан боғлиқ бўлмаган харажатлар таҳлили; фавқулоддаги харажатлар ва молиявий таҳлил; корхона бухгалтерия балансини горизонтал ва вертикал таҳлили; молиявий ҳолат таҳлили; молиявий барқарорлик ва ликвидлилигининг мутлоқ кўрсаткичлари, молиявий коэффицентлар ва тулашга лаёқатлилиги таҳлили; молиявий натижалар таҳлили; маҳсулот сотишдан ялпи молиявий натижалар таҳлили; корхона асосий фаолиятидан ва умумҳўжалик фаолиятининг молиявий натижаси (фойда ёки зарар) таҳлили; корхонанинг йиллик соф молиявий натижаси ва рентабеллиги таҳлили; асосий воситалардан самарали фойдаланиш таҳлили, ўз маблағлари таҳлили, устав капитали, қўшилган ва захиралардаги капиталнинг ўзгариши таҳлили; корхонанинг ҳўжалик фаолиятидан, инвестиция ва молиявий фаолиятларидан пул оқимлари таҳлили; корхона ва фирмаларининг молиявий ҳолатини комплекс баҳолаш.

3.5.3.8 Статистика:

Статистика назарияси ва методологияси: статистик кузатиш, жамлаш, гуруҳлаш, танланма кузатиш, мутлак, нисбий ва ўртача миқдорлар, динамика қаторларини статистик урганиш усуллари, индекс методи, корреляцион ва регрессион таҳлил методлари ва бошқалар; иқтисодий статистика: корхона ва таъкилотларининг харажатлари ва молиявий натижалари, аҳоли ва меҳнат ресурслари, миллий бойлик, ялпи ишлаб чиқариш ва хизматлар, даромадлар, аҳоли турмуш даражаси, иқтисодий самарадорлик ва молия статистикаси кўрсаткичларининг моҳияти ва аҳамияти ҳамда аниқлаш технологияси ва уларни иқтисодий-статистик таҳлил қилиш методлари.

Молия ва кредит курси

3.5.3.9 Пул, кредит ва банклар:

Бозор иқтисодиётида пулнинг зарурлиги; пулнинг моҳияти, шакллари ва функциялари; иқтисодий ва ижтимоий соҳада пулнинг роли; пул айланмаси ва унинг тузилиши; нақд пулсиз айланмаси ва нақд пулсиз ҳисоб-китоблар тузилиши; нақд-пулли айланмаси ва пул муомаласи; пул муомаласи қонуни, умумиқтисодий мутаносибликни мустаҳкамлашда пулнинг роли; инфляциянинг моҳияти, уни намоён бўлиш шакллари ва пул муомаласини барқарорлаштириш методлари; пул ислохотлари; пул назарияси; пул тузилишининг моҳияти, элементлари ва типлари; қўғоз ва кредит пуллар, уларнинг муомала қонуниятлари; пул эмиссияси ва эмиссия операцияларини ташкиллаштириш; Ўзбекистоннинг пул тизими; Дунё мамлакатларининг пул тизими; миллий пулнинг конвертабеллиги; унинг типлари; валюта курси, халқаро ҳисоб-китоб операциялари; кредитнинг зарурлиги; кредитнинг моҳияти, шакллари ва функциялари; кредит муносабатларининг қонунлари ва қонунияти; кредитнинг роли ва чегараси; кредит назарияси; ссуда фоизи ва унинг иқтисодий роли; халқаро иқтисодий муносабатларда кредит; банк тизими ва унинг элементлари; банк типлари; банк инфратузилмаси; марказий банклар ва унинг операциялари; тижорат банклари ва унинг операциялари; дунё мамлакатлари иқтисодиётини ривожлантиришда банк тизими.

3.5.3.10 Солиқ ва солиққа тортиш:

Солиқларнинг иқтисодий моҳияти, хусусиятлари, объектив зарурлиги ва белгилари; солиқларнинг функция ва вазифалари; солиқ сиёсати ва солиқ элементлари; солиқ тўловчиларнинг ҳуқуқ ва мажбуриятлари; солиқ тизими ва унинг классификацияси; юридик шахсларни солиққа тортиш; умумий тартибда солиқ тўловчилар: умумдавлат солиқлари (юридик шахслардан олинадиган фойда солиғи, қўшилган қиймат солиғи, акциз солиғи, ер ости бойликларидан фойдаланганлик учун солиқ, сув ресурсларидан фойдаланганлик учун солиқ); божхона тўловлари; маҳаллий солиқлар ва йиғимлар (мол-мулк солиғи, ер солиғи, бошқа маҳаллий солиқлар ва йиғимлар); солиққа тортишнинг алоҳида тартиблари (ягона солиқ тўлови, ягона ер солиғи, қатъий солиқ); жисмоний шахсларни солиққа тортиш: жисмоний шахслардан олинадиган даромад солиғи, мол-мулк солиғи, ер солиғи, жисмоний шахслардан ундириладиган бошқа солиқлар, йиғимлар ва мажбурий тўловлар; солиқ назорати ва унинг шакллари; солиқ тушумлари ҳисобини юритиш; давлат мақсадли жамғармаларига ажратмалар ва солиқ идораларининг назорати.

3.5.3.11 Сугурта иши:

Бозор иқтисодиёти шароитида сугуртанинг моҳияти ва функцияси; сугуртанинг келиб чиқиши; сугурта ривожланишининг асосий босқичлари; сугурта соҳасида қўлланиладиган асосий атама ва тушунчалар; рискларни бошқариш тизимида сугурта; сугурта фаолиятининг ҳуқуқий асослари; сугурта қонунчилиги; сугурта ташкилотининг ташкилий-ҳуқуқий шакллари ва ташкилий тузилмаси; сугуртани гуруҳлаш; сугурта хизматларига нархнинг шаклланиши; Ўзбекистон сугурта бозори ва уни ривожланиш ҳолати; сугурта

бозорининг инфратузилмаси; суғурта фаолиятини давлат томонидан тартибга солиш; суғурта захиралари: шаклланиши ва жойлаштирилиши; суғурта ташкилотининг даромади ва харажатлари; суғурта ташкилотининг инвестиция фаолияти; фуқароларни бахтсиз ходисалардан эҳтиёт шарт суғурталаш; ҳаёт суғуртаси; тиббий суғурта; йўловчиларни мажбурий суғуртаси; ҳарбий хизматчиларни ҳамда божхона ва солиқ органлари ходимларини мажбурий давлат суғуртаси; фуқаролар мол-мулкани суғуртаси; юридик шахслар мол-мулкани суғуртаси; автотранспорт суғуртаси; жавобгарлик суғуртаси; фуқаролар жавобгарлигини суғуртаси; касбий жавобгарлик суғуртаси; тадбиркорлик ва молиявий рискларни суғуртаси; ташқи иқтисодий фаолият суғуртаси; суғурта ташкилотларини корпоратив бошқариш; қайта суғурта ва унинг ўзига хос хусусиятлари; чет мамлакатларда суғурта иши.

3.5.3.12 Молия бозори ва қимматли қогозлар:

Молия бозори асослари; молия бозори инструментлари ва қимматли қогозлар; молия бозори индикаторлари ва моделлари; молиявий инструментлар таҳлили; молия бозори эмитентлари ва инвесторлари, уларнинг сиёсатлари ва роли; молия бозори институтлари, уларнинг фаолияти ва роли; молия бозори савдо тизимлари уларнинг фаолияти ва роли; молия бозори рисклари ва инвестицион портфелларни бошқариш асослари; молия бозорини мувофиқлаштириш ва назорат қилиш асослари; жаҳон молия бозорининг замонавий тенденциялари ва муаммолари.

3.5.3.13 Инвестицияларни ташкил этиш ва молиялаштириш:

Инвестицияларнинг иқтисодий мазмуни ва моҳияти; инвестицияларнинг турлари; инвестиция фаолиятининг субъектлари ва объектлари; инвестициянинг функциялари; инвестиция фаолиятини мувофиқлаштиришда давлатнинг роли; инвестиция фаолиятининг қонуний-меъёрий базаси; инвестиция фаолиятига таъсир этувчи омиллар; инвестиция сиёсати: мазмуни ва иқтисодийётни модернизациялаш шароитидаги хусусиятлари; хорижий инвестицияларни иқтисодийётга жалб қилишнинг объектив зарурлиги; миллий иқтисодийётга хорижий инвестицияларни жалб қилиш шакллари; Давлат инвестиция дастури, унинг мақсади ва вазифалари; реал инвестицияларни молиялаштириш манбалари ва уларнинг туркумланиши; капитал қурилишнинг моҳияти; янги қурилиш, таъмирлаш, кенгайтириш, техник қайта жиҳозлаш тушунчалари; “Қурилиш индустрия”си тушунчаси, унинг тавсифи, қурилиш ишлаб чиқаришнинг давомийлиги; капитал қурилишда лойиҳа-лаштириш; қурилиш – монтаж ишларининг смета қиймати; инвестицияларни бюджетдан молиялаштириш; капитал қўйилмаларни кредитлаш; лизинг: моҳияти, турлари ва уларнинг тавсифи; форфейтинг: мазмуни ва амалга ошириш тартиби; инвестицияларни лойиҳавий молиялаштириш; инвестиция рисклари ва уларнинг хусусиятлари; рискларни бошқариш ва риск даражасини пасайтириш йўллари.

3.5.3.14 Молия:

Молиянинг моҳияти, зарурлиги, белгилари, функциялари; молия сиёсати, молия тизими; Ўзбекистон Республикасининг молия тизими, унинг соҳалари ва бўғинлари; бозор иқтисодиёти шароитида молиядан фойдаланиш; молияни бошқариш; молияни режалаштириш ва прогноз қилиш; молиявий назорат; микродаражада молиянинг фаолияти асослари; тижорат ташкилотларида молияни ташкил этиш тамойиллари; сугурта компаниялари ва банкларда молияни ташкил этиш хусусиятлари; нотижорат фаолиятни амалга оширувчи ташкилотларда молия; макродаражада давлат молиясининг ишлаш асослари: давлат молияси; давлат бюджети; давлатнинг бюджет тузилмаси федератив ва унитар давлатларда унинг тузилма модели; бюджет тузилмаси ва бюджет жараёни; давлат кредити; бюджетдан ташқари фондлар; сугурта-молиявий категория сифатида, унинг хусусиятлари, шакллари ва сугурта муносабатлари тармоқлари; иқтисоднинг ривожланишида молиянинг таъсири; ижтимоий муаммоларни ҳал этишда молиядан фойдаланиш; халқаро иқтисодий муносабатларда молиянинг ўрни.

3.5.4 Иқтисослик фанлари

3.5.4.1 Мулкчилик тизими ва хусусийлаштириш асослари:

Мулк ва уни бозор муомаласи асослари. Мулкчилик тизимлари. Хусусийлаштириш иқтисодиёти асослари. Хусусийлаштириш жараёнида давлат мулкчини баҳолаш. Хусусийлаштириш усуллари. Хусусийлаштириш объектлари ва хизматлари бозори.

3.5.4.2 Корпоратив сиёсат:

Корпоратив сиёсатнинг назарий асослари. Корпоратив сиёсатга таъсир этувчи омиллар. Корпоратив сиёсат моделлари. Корпоратив сиёсат курсаткичлари. Ўзбекистонда акциядорлик жамиятларининг корпоратив сиёсат механизми. Ўзбекистонда масъулияти чекланган ва қўшимча масъулиятли жамиятларининг корпоратив сиёсат механизми.

3.5.4.3 Молия инженерияси асослари:

Молия инженериясининг назарий асослари; молия инженерлари; молия инженерияси маҳсулотлари ва лойиҳалари; молия инженерияси таҳлили ва экспертизаси асослари; молия инженерияси синтези асослари; молия инженериясини молиялаштириш; молия инженерияси маҳсулотлари эксперименти ва трансфери; давлат молия инженерияси асослари; корпоратив молия инженерияси асослари; банклар молия инженерияси асослари; сугурта ташкилотлари молия инженерияси асослари; инвестиция институтлари молия инженерияси асослари; уй ҳўжаликлари молия инженерияси асослари.

3.5.4.4 Молия инженериясининг назорат қилиш:

Молия инженериясининг назорат қилишнинг назарий асослари; молия инженериясининг транспарентлиги; молия инженериясининг назорат қилишнинг ташкилий асослари; молия инженерларининг ҳуқуқларини ҳимоялаш ва қонуний манфаатларини таъминлаш асослари; Молия инженериясидаги ноқонуний, салбий ва беҳоста ҳатти-ҳаракатлари.

3.5.4.5 Молия инженерияси рисклари:

Молия инженерияси жараёнларидаги рисклар. Молия инженерияси маҳсулотлари таҳлили, экспертизаси ва синтези рисклари. Молия инженериясининг инновацион маҳсулотлари лойиҳалари рискларини таҳлил қилиш ва бошқариш усуллари. Молия инженериясининг намунавий маҳсулоти эксперимент-синови ва трансфери рисклари. Молия инженерияси билан боғлиқ хатти-ҳаракатлар рисксизлигини баҳолаш моделлари.

Юқорида келтирилган ихтисослик фанларининг рўйхати ва мазмуни кадрлар буюртмачиларининг талаблари ҳамда бакалаврлар тайёрланадиган ушбу йўналиш фани, техникаси ва технологиясидаги замонавий ютуқларни ҳисобга олган ҳолда таълим муассасаси томонидан ўзгартирилиши мумкин.

3.5.5 Малакавий амалиёт

Талабалар умумқасбий фанларни ўзлаштиришида олган билимларини назарий ва амалий мустаҳкамлаш; соҳада қўлланиладиган ҳисоб методлари билан танишиш; корхона ҳўжалигини ва структурасини ҳамда меъёрий ҳужжатларини ўрганиш; корхонада молияни бошқариш механизми, даражалари ва босқичлари билан танишиш ва бошқа кўникмаларини эгаллаш.

Ишлаб чиқариш малакавий амалиёти:

Талабалар молия инжиниринги билан боғлиқ ва уни амалга оширувчи ташкилотлар фаолиятини ўрганиш ва таҳлил қилиш, молия инжиниринги институтлари ва тузилмаларининг молиявий ва иқтисодий фаолияти билан танишиш, инновацион молиявий маҳсулотларини ишлаб чиқиш кўникмаларини эгаллайдилар.

Битирув-малакавий иш(лойиҳаси) олди амалиёти:

Битирувчини бевосита стандарт талабларига мувофиқ мустақил ишлашга тайёрлаш; ўзлаштирган назарий билимларини чуқурлаштириш ва мустаҳкамлаш; жамоада ташкилотчилик ва тарбиявий ишлар олиб бориш бўйича тажриба ҳосил қилиш; молия инжиниринги билан боғлиқ ва уни амалга оширувчи ташкилотларининг ташкилий бўлинмалари тузилишини ва ташкилий-функционал масалаларини ўрганиш; молия инжинирингининг фаолият йўналишларини шакллантириш ва амалиётга татбиқ этишнинг иқтисодий кўрсаткичларини ҳисоблаш бўйича амалий кўникмаларини эгаллаш ҳамда битирув малакавий ишини бажариш учун материалларни тушлаш.

3.5.6 Битирув малакавий иш(лойиҳаси)

Битирув малакавий иш(лойиҳа)лар мавзулари таълим муассасасининг битирувчи кафедралари томонидан мутахассисларга талабгорларнинг талабларини, шунингдек замонавий фан, техника, технологиялар ютуқларини ҳисобга олган ҳолда белгиланади.

Битирув малакавий иш(лойиҳа)ларининг мавзуи таҳлилий, илмий-тадқиқий ёки амалий йўналишида бўлиши мумкин.

Талабага битирув малакавий иш(лойиҳа)и топшириғи, одатда, у учинчи курсни тугатгандан сўнг берилади. Иш (лойиҳа) касбий ва ихтисослик фанларни талаба ўзлаштириб боргани сари тўртинчи курс мобайнида,

шунингдек, мазкур стандартда бажариш учун ажратилган вақт мобайнида бажарилади.

Битирув малакавий иши (лойиҳаси)нинг ҳажмини кафедра белгилайди.

3.5.7 Таълим дастурини амалга ошириш.

5341500-Молия инжиниринги таълим йўналиши бўйича бакалаврлар тайёрлашнинг таълим дастури мазкур йўналиш бўйича аккредитацияланган олий таълим муассасаларида замонавий педагогик ва ахборот-коммуникацион технологиялари асосида замонавий техника воситаларидан унумли фойдаланиб амалга оширилади.

Хорижий тилларни талабалар томонидан ўзлаштирилишига ҳамда педагоглар томонидан ўқитилишига эътибор устувор бўлмоғи ва шароит яратилиши лозим.

Малакавий амалиёт таълим муассасаларида, замонавий корхоналар, ташкилотлар ва ИТИларда ўтказилади.

Таълим мобайнида талаба Давлат аттестацияси (гуманитар ва ижтимоий-иқтисодий фанлардан ва хорижий тилдан) топширади ва битирув малакавий иш(лойиҳаси)ни бажаради ҳамда натижасига қараб давлат намунасидаги олий маълумот тўғрисидаги ҳужжат (диплом) берилади. Давлат аттестацияси ўқув жараёни тугашидан олдин интеграллашган курс бўйича ўтказилади.

4. Бакалаврлар тайёрлаш сифатини назорат қилиш ва баҳолаш

4.1 Бакалаврият йўналишлари бўйича кадрлар тайёрлаш сифатини назорат қилиш қуйидагилардан иборат:

ички назорат — олий таълим муассасаси томонидан амалга оширилади. Ички назорат олий таълимни бошқарувчи ваколатли давлат идораси томонидан тасдиқланган назоратнинг рейтинг тизими тўғрисидаги Низом асосида ўтказилади;

якуний давлат назорати давлат таълим стандартига мувофиқ фанлар бўйича давлат аттестациясини ва битирув иши ҳимоясини ўз ичига олади;

давлат-жамоат назорати олий таълимнинг бошқарувчи ваколатли давлат идораси, жамоат ташкилотлари ва кадрлар буюртмачилари томонидан белгиланган тартибда ўтказилади;

ташқи назорат Вазирлар Маҳкамаси қошидаги Давлат тест маркази Кадрлар тайёрлаш сифатини назорат қилиш, педагог кадрлар ва таълим муассасаларини аттестация қилиш бошқармаси томонидан белгиланган тартибда амалга оширилади.

Тайёрланган кадрлар сифатини баҳолаш кадрлар истеъмолчилари томонидан меҳнат фаолияти жараёнида амалга оширилади.

4.2 Олий таълим муассасаси:

- ушбу стандартдаги талабларга риоя қилинишига, бакалаврият сифатига;

- профессор-ўқитувчилар тарикиби ва ўқув ёрдамчи ходимлар малакаси талабларга тўла мос келишига;

- интеграллаштирилган курс фанларининг дастурларида назарда тутилган ўқув-методик адабиётлар, ўқув-услубий мажмуалар, шунингдек,

якка тартибда ишлаш ва мустақил тайёргарлик учун материаллар билан таъминланганлиги;

- ўқув жараёнининг моддий-техникавий таъминланганлиги учун тула масъулдир.

5. Эслатма

5.1 Олий таълим муассасасига:

-ушбу стандартда назарда тутилган минимал мазмунни таъминлаган ҳолда талабанинг ҳафталик максимал юкламасини оширмасдан ўқув материални ўзлаштиришга ажратилган соатлар ҳажмини ўқув фанлари блоклари учун 5% оралигида, блокга кирувчи ўқув фанлари учун 10% оралигида ўзгартириш;

-умумқасбий фанлар блокига мос равишда гуманитар ва ижтимоий-иқтисодий, математик ва табиий-илмий ўқув фанларининг алоҳида бўлимларини чуқурлаштириб ўқитишни белгилаш;

-ўқув фанлари мазмунига, техника ва технологияларнинг ютуқларини ҳисобга олган ҳолда ўзгартиришлар киритиш ҳукуки берилади;

-битирув малакавий иш (лойиҳа) мавзусини белгилаш олий таълим муассасаси ректори томонидан расмийлаштирилади.

5.2 Курс ишлари (лойиҳалари) муайян ўқув фаолиятнинг бир тури сифатида кўрилади ва ушбу ўқув фанини ўзлаштириш учун ажратилган соатлар чегарасида бажарилади.

5.3 Давлат таълим стандартини билиш профессор-ўқитувчилар таркибини танлов асосида саралаш шартларидан бири ҳисобланади.

Библиографик маълумотлар

УДК 336.012.23:378(575)(083.74)

Гуруҳ Т 55

ОКС 01.040.01

Таянч сўзлар:

Молия инжиниринги, инновацион молиявий маҳсулотлар, таҳлил, экспертиза, синтез, молия инновациялар бозори, инновацион молия, молиявий ижод.

Илова

5341500 – Молия инжиниринги таълим йўналиши бўйича таълим дастурининг тузилиши

T/p	Ўқув фанлари, интеграллаштирилган курслар ва блокларнинг номлари	Умумий юклаванинг ҳажми
		Соатларда
1	2	3
1.00	Гуманитар ва ижтимоий-иқтисодий фанлар	1704
2.00	Математик ва табиий илмий фанлар	1176
	<i>Математик коммуникация курс</i>	<i>1008</i>
2.01	Олий математика	336
2.02	Эхтимоллар назарияси ва математик статистика	168
2.03	Математик программалаштириш	168
2.04	Информатика ва ахборот технологиялари	336
	<i>Табиий-илмий курс</i>	<i>168</i>
2.05	Иқтисодий география ва экология	168
3.00	Умумқасбий фанлар	2740
	<i>Иқтисодий фанлар курси</i>	<i>740</i>
3.01	Иқтисодий таълимотлар тарихи	94
3.02	Макро - микро иқтисодиёт	274
3.03	Менеджмент ва маркетинг асослари	186
3.04	Миллий ва жаҳон иқтисодиёти	186
	<i>Ҳисоб ва таҳлил курси</i>	<i>976</i>
3.05	Молиявий ва бошқарув ҳисоби	280
3.06	Аудит	186
3.07	Молиявий ва бошқарув таҳлили	230
3.08	Статистика	280
	<i>Молия ва кредит курси</i>	<i>1024</i>
3.09	Пул, кредит ва банклар	186
3.10	Солиқ ва солиққа тортиш	186
3.11	Сугурта иши	94
3.12	Инвестицияларни ташкил этиш ва молиялаштириш	186
3.13	Молия	186
3.14	Молия бозори ва қимматли қоғозлар	186
4.00	Ихтисослик фанлари	740
4.01	Мулкчилик тизими ва хусусийлаштириш асослари	150
4.02	Корпоратив снэсат	150
4.03	Молия инженерияси асослари	214
4.04	Молия инженериясини назорат қилиш	76
4.05	Молия инженерияси рисклари	150
5.00	Қўшимча фанлар	450
5.01	Ҳарбий тайёргарлик	450
6.00	Тявлов фанлари	534
	Жамъ	7344
	Малакавий амалиёт	1188
	Битирув-малакавий иши	432
	Давлат аттестацияси	108
	ҲАММАСИ	9072

19-илова.
ЎЗБЕКИСТОН РЕСПУБЛИКАСИ ОЛИЙ ВА ЎРТА МАХСУС ТАЪЛИМ ВАЗИРАЛИГИ

ЎҚУВ РЕЖА

ТАСДИҚЛАЙМАН

Ўзбекистон Республикаси Олий ва
ўрта махсус таълим вазирлиги

Таълим йўналиши: **5341500 - Математика**
ишқилирини

Академик даража – **БАКАЛАВР**
Ўқув муддати – **4 йил**
Таълим шакли – **кундузги**

20 __ й. « __ » _____

№. ў.

I. ЎҚУВ ЖАРАЁНИ ЖАДВАЛИ

Курс	Ҳафта																																Ўқув йили					Хатто																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																															
	Ҳафта																																Ўқув йили																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																				
	Ҳафта																																Ўқув йили																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																				
	Ҳафта																																Ўқув йили																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																				
Сентябр	Октябрь	Ноябр	Деканбр	Январ	Феврал	Март	Апрел	Май	Июн	Июн	Август	Сентябр	Октябрь	Ноябр	Деканбр	Январ	Феврал	Март	Апрел	Май	Июн	Июн	Август	Сентябр	Октябрь	Ноябр	Деканбр	Январ	Феврал	Март	Апрел	Май	Июн	Июн	Август																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30	31	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30	31	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30	31	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30	31	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30	31	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30	31	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30	31	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30	31	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30	31	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30	31	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30	31	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30	31	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30	31	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30	31	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30	31	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30	31	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30	31	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30	31	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30	31	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30	31	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30	31	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30	31	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30	31	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30	31	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30	31	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30	31	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30	31	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30	31	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30	31	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30	31	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30	31	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30	31	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30	31	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30	31	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30	31	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30	31	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30	31	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30	31	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30	31	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30	31	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30	31	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30	31	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30	31	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30	31	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30	31	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30	31	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30	31	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30	31	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30	31	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30	31	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30	31	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30	31	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30	31	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30	31	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30	31	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30	31	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30	31	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19
2.02	Экспонатлар нахариши ва математик сўрашлари	168		84	42	42				84			x					
2.03	Математик программа-хизматлари	168		84	42	42				84				x				
2.04	Информатика ва ахборот технологиялари	336		168	84	42	42			168	x	x						
	Таблаб илмий курс	168	0	84	42	42	0	0	0	84	x	x	x	x	x	x	x	x
2.05	Иқтисодий география ва экология	168		84	42	42				84		x						
3.00	Умумий таълим фанлари	2748	37,3	1232	612	620	0	0	0	1508	x	x	x	x	x	x	x	x
	Иқтисодий фанлар курси	740	0	334	166	168	0	0	0	406	x	x	x	x	x	x	x	x
3.01	Иқтисодий таълимотлар тарихи	94		42	20	22				52	x							
3.02	Макроистисодийёт	186		84	42	42				102					x			
3.03	Макроистисодийёт	88		40	20	20				48						x		
3.04	Менежмент ва маркетинг асослари	186		84	42	42				102			x					
3.05	Микроиқтисодийёт	186		84	42	42				102				x				
	Хисоб ва тахлил курси	976	0	438	216	222	0	0	0	538	x	x	x	x	x	x	x	x
3.06	Молчилик ва болқаруа ҳисоби	280		126	62	64				154			x	x				
3.07	Аудит	186		84	42	42				102							x	
3.08	Молчилик ва болқаруа текшириш	230		102	50	52				128						x	x	
3.09	Статистика	280		126	62	64				154				x	x			
	Малка ва кредит курси	1024	0	460	230	230	0	0	0	564	x	x	x	x	x	x	x	x
3.10	Пул, кредит ва банклар	186		84	42	42				102					x			
3.11	Солиқ ва солиқдор тортиқ	186		84	42	42				102							x	
3.12	Сўғурта иши	94		40	20	20				54							x	
3.13	Иқтисодиётнинг текшириш ушш ва молқаштириш	186		84	42	42				102							x	
3.14	Малка	186		84	42	42				102			x					
3.15	Молчи болқаруа ва қишлоқ ҳисоблари	186		84	42	42				102					4			
4.00	Иқтисодий фанлари	748	10,1	398	198	200	0	0	0	342	x	x	x	x	x	x	x	x
4.01	Музолиқ ва текшириш асослари	150		84	42	42				66			x					
4.02	Корпоратив сўғурта	150		84	42	42				66				x				
4.03	Молчи болқаруа асослари	214		104	52	52			K	118					x	x		
4.04	Молчи болқаруа асослари	76		42	20	22				34							x	
4.05	Молчи болқаруа асослари	150		84	42	42			K	66							x	
5.00	Қўшма фанлар	450	6,1	248	124	124	0	0	0	202	x	x	x	x	x	x	x	x
5.01	Харбий таълим	450		248	124	124				202				x	x	x	x	
6.00	Таълим фанлари	534	7,3	370	182	184			34	164	x	x		x		x		
	ЖАМИ	7344	100	3804	1692	1734	42	336		3540	28	28	28	28	28	28	28	0
	Малкавий амалдёр	1188																
	Баттириш маънавий иши	432																
	Давлат айтташмиши	108																
	Жами	1728																
	ЖАМИАСИ:	9072																

Ever

- [illegible]

Усул жарагатынын тарыхый мисалдары	Хафталар саны	Семестр	Даялкт аттестациясы
Насарий ая амадий талкы	136	1-8	1. Гуманитар ая институттй-настроудой фонддын
Малаксий ылакет	22	6, 8	2. Хормоний тук
Даялкт аттестациясы	7	8	3. Битируу малаксий иштин хрм-а кннн
Битируу малаксий кнн	8	8	
Талкылар	36	1-8	
Жамы	204		

Ўзбекистон Республикаси иқтисодиётининг молия, кредит ва ҳисоб соҳалари раҳбар ва мутахассислари ҳамда таълим муассасалари педагог кадрларини қайта тайёрлаш ва малакасини оширишнинг таълим, илм-фан ва ишлаб чиқариш билан интеграциялашган бир бутун тизимини Тошкент молия институти ҳузуридаги молия-банк ходимларининг малакасини ошириш ва уларни қайта тайёрлаш тармоқлараро институти негизида шакллантириб ривожлантириш бўйича
ТАКЛИФ

Мақсад: Тошкент молия институти республикада молия, кредит, ҳисоб ва аудит соҳаларида таянч олий таълим муассасаси бўлганлиги сабабли, унинг ҳузуридаги молия-банк ходимларининг малакасини ошириш ва уларни қайта тайёрлаш тармоқлараро институтини мос равишда ушбу ва унга мос бошқарув соҳаларида кадрлар малакасини ошириш ва қайта тайёрлаш бўйича таянч муассаса сифатида қайта тиклаш ҳамда унинг ўқув, ўқув-методик таъминоти ва моддий-техника базаларини жаҳон андозаларига мос равишда махсус масофавий ўқитиш тизими ва технологияларини жорий қилган ҳолда ривожлантириш.

Давлатнинг замонавий макроиқтисодий сиёсати, айниқса Ўзбекистон Республикаси Президенти И.А. Каримовнинг 2011 йил 20 майдаги №1Қ-1533-сонли қарори, талабларига мос равишда Ўзбекистон Республикаси Молия вазирлиги Ўқув маркази, Марказий банк ўқув маркази, Давлат мулкни бошқариш Кўмитаси Бизнес-мактаби, Давлат статистика кўмитаси ўқув маркази, Иқтисодиёт вазирлигининг “Ўзгазнефтьэнергетика” институти ўқув маркази, Банк-молия академияси малака ошириш факультети, Солиқ академияси малака ошириш факультети, ТДИУ малака ошириш маркази каби малака ошириш муассасаларини барчаси Тошкент молия институти ҳузуридаги молия-банк ходимларининг малакасини ошириш ва уларни қайта тайёрлаш тармоқлараро институтига (Ўзбекистон Республикаси Президенти ҳузуридаги Вазирлар Маҳкамасининг 1992 йил 13 март кундаги №91-ф-сонли Фармойиши билан ташкил этилган) бирлаштириб, Республикамиз иқтисодиётининг молия, кредит, ҳисоб, аудит, иқтисодиёт, бошқарув, инвестицион лойиҳаларни тузиш ва молиялаштириш, мулкни баҳолаш каби соҳалари раҳбар ва мутахассислари ҳамда педагог кадрларни тизимли қайта тайёрлаш ва малакасини оширишнинг таълим, илм-фан ва ишлаб чиқариш билан интеграциялашган бир бутун таянч муассасасини ташкил этиш ҳамда унинг ўқув, ўқув-методик таъминоти ва моддий-техника базаларини жаҳон андозаларига мос равишда ривожлантириш зарурати билан белгиланади.

Мазкур таянч муассаса (Тошкент молия институти ҳузуридаги молия-банк ходимларининг малакасини ошириш ва уларни қайта тайёрлаш тармоқлараро институти) қуйидаги ташкилотларнинг раҳбар ходимлари,

иктисодчи, молиячи ва ҳисобчилари малакасини оппириш ва қайта тайёрлаш муассасаси вазифасини давлатнинг замонавий макроиктисодий сиёсати доирасида мақсадли ва мунтазам амалга ошириши мумкин:

- Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг Иқтисодиёт комплексига кирувчи вазирликлар, ташкилотлар ва корхоналар;

- Банк ва сугурта тизими, молиявий компаниялар, аудиторлик ва баҳоловчи фирмалар;

- Мудофаа ва ички ишлар вазирлиги, прокуратура, суд ижрочилари, божхона ва солиқ қўмиталарининг иқтисодчилари, молиячи ва ҳисобчилари;

- Соғлиқни сақлаш, Халқ таълими ҳамда Олий ва ўрта махсус таълим тизимлари (педагог кадрлари, раҳбарлари, иқтисодчи, молиячи ва ҳисобчилари);

- молия, кредит, ҳисоб, аудит, иқтисодиёт, бошқарув, инвестицион лойиҳаларни тузиш ва молиялаштириш, мулкни баҳолаш, молия инжиниринги каби соҳалари бўйича малака оширишга талабгор бошқа юридик ва жисмоний шахслар.

Таянч муассасанинг ўқув жараёнига етук профессор-ўқитувчилар ва ишлаб чиқариш раҳбар-мутахассислари (жумладан, чет эл мамлакатларидан) жалб қилинади.

Таянч муассасанинг ўқув-моддий базаси Тошкент молия институтида жойлашади ва унда малака оширишнинг масофавий электрон тизими жорий қилинади. Бунда муассасада малакаси оширилиб сертификатланган кадрларнинг бир бутун давлат электрон-ахборот базаси яратилади. Ушбу база ёрдамида сертификатланган мутахассислар ҳисоби юрнтилиб, уларнинг малака сифати назорат қилинади ва бошқарилади ҳамда зарурий ҳолатларда уларнинг иқтисодиёт соҳалари бўйича оптимал қайта тақсимланиб фойдаланилиши таъминланади.

Давлат учун самара — малака оширишга йўналтирилган маблағлар ҳисоби, малакаси оширилиб сертификацияланган кадрлар миқдори ва сифатининг ўзаро оптимал мутаносиблиги таъминланади ҳамда зарурий ҳолатларда сертификацияланган кадрларни иқтисодиёт соҳалари бўйича оптимал қайта тақсимлаб фойдаланиш имконини беради. Бунда Давлат бюджети маблағлари ҳисобидан молиялаштириш ҳажми тахминан 1,5 баробарга камайиши мумкин.

Таянч муассасанинг ўқув, ўқув-методик таъминоти ва моддий-техника базаларини жаҳон андозаларига мос равишда ривожлантириш мақсадга мувофиқ.

ФОЙДАЛАНИЛГАН АДАБИЁТЛАР

1. Ўзбекистон Республикасидаги Қонунлар, Фармонлар, Қарорлар, Фармойишлар ва меъёрий ҳужжатлар

1.1. Ўзбекистон Республикаси Қонунлари

- 1.1.1. Ўзбекистон Республикаси конституцияси. – Т.: Ўзбекистон, 1992.
- 1.1.2. «Хусусийлаштириш ва давлат тасарруфидан чиқариш тўғрисида»
- 1.1.3. Ўзбекистон Республикаси Фуқаролик кодекси.-Т.: Адолат, 1996.- 528 б.
- 1.1.4. «Инвестиция фаолияти тўғрисида» 24.12.1998 й. №719- I.
- 1.1.5. «Биржалар ва биржа фаолияти тўғрисида» 02.07.1992 й. №625-ХII, 29.08.2001 й.
- 1.1.6. «Қимматли қоғозлар бозори тўғрисида» 22.07.2008 й.
- 1.1.7. «Акциядорлик жамиятлари ва акциядорлар ҳуқуқларини ҳимоялаш тўғрисида» 26.04.96 й., №223-I, 27.09.2008 й. №190 (4569)
- 1.1.8. «Гаров тўғрисида»
- 1.1.9. «Мулк тўғрисида»
- 1.1.10. «Ипотека тўғрисида»
- 1.1.11. «Баҳолаш фаолияти тўғрисида»
- 1.1.12. «Сугурта тўғрисида»
- 1.1.13. «Транспорт воситалари эгаларининг фуқаролик жавобгарлигини мажбурий сугурталаш тўғрисида» 2008 йил 22 апрел
- 1.1.14. «Иш берувчиларнинг жавобгарлигини мажбурий сугурталаш тўғрисида» 2009 йил 17 март.
- 1.1.15. «Уй-жой тўғрисида»
- 1.1.16. «Банклар ва банк фаолияти тўғрисида»
- 1.1.17. «Лизинг тўғрисида»

1.2. Ўзбекистон Республикаси Президентининг Фармон ва Қарорлари

- 1.2.1. «Хусусий тадбиркорлик ва кичик бизнесни сугуртавий ҳимоя қилиш бўйича «Мадад» сугурта агентлигини ташкил этиш тўғрисида» 1995 йил 26 июлдаги Фармон.
- 1.2.2. ««Ўзбекинвест» экспорт-импорт миллий сугурта компаниясини ташкил этиш тўғрисида» 1997 йилнинг 18 февралдаги Фармон.
- 1.2.3. "Сугурта бозорини янада эркинлаштириш ва ривожлантириш чора-тадбирлари тўғрисида" 2002 йил 31 январ, ПФ-3022.
- 1.2.4. «Банк тизимини янада ислоҳ қилиш ва эркинлаштириш чора-тадбирлари тўғрисида» 2006 йил 15 апрел, №ПҚ-56.
- 1.2.5. «Банк тизимини янада ривожлантириш ва бўш пул маблағларини банк айланмасига жалб этиш чора-тадбирлари тўғрисида» 2007 йил 7 ноябр, ПҚ-726.

1.2.6. «Инновацион лойиҳалар ва технологияларни ишлаб чиқаришга тадбиқ этишни рағбатлантириш борасидаги қўшимча чора-тадбирлар тўғрисида», 2008 йил 15 июн, №ПҚ-916.

1.2.7. «Баҳоловчи ташкилотлар фаолиятини янада такомиллаштириш ва курсатилаётган хизматлар сифати учун уларнинг масъулиятини ошириш тўғрисида», 2008 йил 24 апрел, ПҚ-843.

1.2.8. «О мерах по дальнейшему повышению финансовой устойчивости предприятий реального сектора экономики» от 18 ноября 2008 г. №УП-4053.

1.2.9. «Иқтисодий ночор корхоналарни тижорат банкларга сотиш тартиби тўғрисида» 2008 йил 19 ноябр, ПФ-4010.

1.2.10. «О программе мер по поддержке предприятий базовых отраслей реального сектора экономики, обеспечению их стабильной работы и увеличению экспортного потенциала» от 28 ноября 2008 г., №УП-4058.

1.2.11. «Тижорат банкларининг инвестиция лойиҳаларини молиялаштиришга йўналтириладиган узок муддатли кредитлари улушини қўлайтиришни рағбатлантириш борасидаги қўшимча чора-тадбирлар тўғрисида» 2009 йил 28 июл, ПҚ-1166.

1.2.12. «Банк тизимининг молиявий барқарорлигини янада ошириш ва инвестициявий фаоллигини кучайтириш чора-тадбирлари тўғрисида» 2010 йил 6 апрел, ПҚ-1317.

1.2.13. «О приоритетных направлениях дальнейшего реформирования и повышения устойчивости финансово-банковской системы республики в 2011-2015 годах и достижения высоких международных рейтинговых показателей» от 26.11.2010 г. №1438.

1.2.14. «О приоритетных направлениях развития промышленности Республики Узбекистан в 2011-2015 годах» от 15.12.2010 г. №1442.

1.2.15. «Об организации деятельности Агентства по интеллектуальной собственности Республики Узбекистан» от 24 мая 2011 года, №ПП-1536.

1.3. Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамаси Қарорлари ва Марказий банкининг меъёрий ҳужжатлари

1.3.1. «О порядке использования государством специального права на участие в управлении акционерными обществами («золотой акции»))» от 24.07.2007 г., №151.

1.3.2. «О мерах по развитию инфраструктуры рынка ценных бумаг». №160 от 28.07.2008 г.

1.3.3. «О мерах по реализации Закона Республики Узбекистан «О рынке ценных бумаг»» от 29.12.2008 г., №284.

1.3.4. ««Кафолат» давлат-акциядорлик сўғурта компаниясини ташкил этиш тўғрисида» 1997 йил 14 март.

1.3.5. «Суғурта фаолиятини давлат томонидан тартибга солиш тўғрисида» 1998 йил 8 июл.

1.3.6. «Суғурта хизматлари бозорини янада ривожлантириш чора-тадбирлари тўғрисида» 2002 йил 27 ноябр, ПҚ413.

1.3.7. «О мерах по организации деятельности Агентства по интеллектуальной собственности Республики Узбекистан» от 8 июня 2011 года, №ПКМ-166.

1.3.8. Ўзбекистон Республикаси Марказий Банкнинг «Тижорат банклари томонидан фермер хўжаликларига бўлгуси ҳосилни гаровга олган ҳолда кредит бериш тартиби тўғрисида»ги 2004 йил 1 мартдаги Низоми.

1.3.9. Ўзбекистон Республикаси Марказий Банкнинг «Тижорат банкларида лизинг операцияларини амалга ошириш ва уларнинг бухгалтерия ҳисобини юритиш тартиби тўғрисида»ги 2006 йил 21 октябрдаги Низоми.

1.3.10. Ўзбекистон Республикаси Марказий Банкнинг «Аҳолининг кенг қатлами, шу жумладан ёш оилалар учун уй-жой қурилишини ва реконструкция қилишни молиялаштириш ва кредитлаш тартиби тўғрисида»ги 2007 йил 15 сентябрдаги Низом.

1.4. Ўзбекистон Республикаси Президенти асарлари

1.4.1. Каримов И.А. Основные принципы общественно-политического и экономического развития Узбекистана. - Т.: Узбекистан, 1996. - 37 с.

1.4.2. Каримов И.А. Узбекистан на пороге XXI века: угрозы безопасности, условия и гарантии прогресса. - М.: Изд.дом Дрофа, 1997. - 209 с.

1.4.3. Каримов И.А. Банк тизими, пул муомаласи, кредит, инвестиция ва молиявий барқарорлик тўғрисида- Тошкент: Ўзбекистон, 2005. - 252 б.

1.4.4. Каримов И.А. Мировой финансово-экономический кризис, пути и меры по его преодолению в условиях Узбекистана. -Т.: Узбекистан, 2009. - 48 с.

1.4.5. Каримов И.А. Осиё тараққиёт банки Бошқарувчилари кенгаши 43 йиллик мажлисининг очилиш маросимидаги нутқи. - «Халқ сузи» газетаси, 2010 йил 4 май.

1.4.6. Каримов И.А. Наша главная задача – дальнейшее развитие страны и повышение благосостояния народа. -Т.: Узбекистан, 2010. - 72 с.

1.4.7. Каримов И.А. Последовательное продолжение курса на модернизацию страны – решающий фактор нашего развития. -Т.: Узбекистан, 2010. - 32 с.

1.4.8. 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

йуналишларга бағишланган маъруза, 2011 йил 21 январ. -Т.:
Ўзбекистон, 2011.-48 б.

1.4.9. Основные тенденции и показатели экономического и социального развития Республики Узбекистан за годы независимости (1990-2010 гг.) и прогноз на 2011-2015 гг. (с вступительным словом Президента Республики Узбекистан И.А. Каримова): Стат. Сб.-Т.: Узбекистан, 2011.-136 с.

2. Кятоб ва сериал нашрлар

2.1. Бир жилди китоб, монография, дарслик ва укув қўлланмалар

2.1.1. Абдуллаева Ш.З. Пул, кредит ва банклар.-Т.: Iqtisod-moliya,2007.-348 б.

2.1.2. Абдуллаев С.П. Пути расширения масштабов использования коммерческими банками Узбекистана потенциала ценных бумаг. -Т.: Молия, 2009. -244 с.

2.1.3. Абчук В.А. Теория риска. – Л.: Судостроение, 1983.

2.1.4. Agarwal O. P. Innovations in Banking and Insurance. -Himalaya, 2009.

2.1.5. Альгин А.П. Риск и его роль в общественной жизни. М.: Мысль, 1989.

2.1.6. Анышин В.М. Инвестиционный анализ: Учеб. пособие.-М.: Дело, 2000.

2.1.7. Балабанов И.Т. Риск-менеджмент. –М.: Финансы и статистика, 1996.

2.1.8. Ben G. Baldwin. The Complete Book of Insurance: The Consumer's Guide to Insuring Your Life, Health, Property and Income, Revised Edition.-Irwin Professional Publishing, 1996.-275 p.

2.1.9. Бельх Л.П. Формирование портфеля недвижимости.-М.: Финансы и статистика, 1999.

2.1.10. Баффер У. Эссе об инвестициях, корпоративных финансах и управлении компаниями/Пер. с англ.-М.: Альпина Букс, 2005.-268 с.

2.1.11. Bertalanffy L. von. General Systems Theory. Braziller, New York, 1968.

2.1.12. Бердникова Т.В. Оценка ценных бумаг: Учебное пособие. -М.: ИНФРА-М, 2006.-144 с.

2.1.13. Бланк И.А. Словарь справочник финансового менеджера. Киев. Ника Центр: Эльга 1998.

2.1.14. Буренин А.Н. Фьючерсные и опционные рынки. –М.: Тривола, 1995.

2.1.15. Бусленко Н.П. Моделирование сложных систем. – М.: Наука, 1978.

2.1.16. Бугилов И.Л. Рынок ценных бумаг Узбекистана: проблемы функционирования и развития.-Т.: Консультинформ-нашр,2008.-224 с.

- 2.1.17. Бовин А. А., Чередникова Л. Е. Интеллектуальная собственность: экономический аспект. -М., Новосибирск: ИНФРА-М - НГАЭиУ, 2001.
- 2.1.18. Бромберг Г. В. Реализация интеллектуальной собственности — условие экономического успеха.— М.: ИНИЦ Роспатента, 1999, 102 с.
- 2.1.19. Вая Хорн Дж. К. Основы управления финансами: Пер. с англ. /Гл. ред. Серии Я. Соколов. — М.: Финансы и статистика, 1996. — 801 с.
- 2.1.20. Галиц Л. Финансовая инженерия: инструменты и способы управления финансовым риском.- М.: ТВП, 1998.-576 с.
- 2.1.21. Гранатуров В.М. Экономический риск: сущность, методы измерения, пути снижения. —М.: Дело и сервис, 1999.
- 2.1.22. Джонс Э. Деловые финансы: Пер.с англ.-М.: «Олимп-Бизнес», 1998.
- 2.1.23. Евстигнеев В. Портфельные инвестиции в мире и России: выбор стратегии. — М., 2002.
- 2.1.24. Евдокимова В. Н. Передача технологии: правовое регулирование и правоприменительная практика в Российской федерация.— М.: ИНИЦ Роспатента, 2001, 128 с.
- 2.1.25. Ефимова О.В. Финансовый анализ.-М.: Бухгалтерский учет, 2002.
- 2.1.26. Интеллектуальная собственность в терминах и определениях. Терминологический словарь. -М.: МО МАНПО, 2001, 347с.
- 2.1.27. Ivanov S.S. Risk insurance theory and practice (на англ. языке).-М.: Анкил, 2010.-496 с.
- 2.1.28. Калягин В.О. Интеллектуальная собственность (Исключительные права) / Учебник для вузов.— М.: НОРМА (Издательская группа НОРМА-ИНФРА-М), 2000, 480 с.
- 2.1.29. Касимов Ю.Ф. Основы теории оптимального портфеля ценных бумаг. — М.: Информационно-издательский дом «Филинъ», 1998.—144 с.
- 2.1.30. Кондратьев Н.Д. Проблемы экономической динамики. - М.: Экономика, 1989.
- 2.1.31. Кох Р. Менеджмент и финансы от А до Я.- Ника Центр: Эльга, 1999.
- 2.1.32. Крушвиц Л. Финансирование и инвестиции. Неоклассические основы теории финансов /Пер. с нем. под общей ред. В.В. Ковалева, З.А. Сабова — СПб.: Изд. Питер, 2000. — 400 с.
- 2.1.33. Кулинич Е.И. Эконометрия. — М.: Финансы и статистика, 1999.-304 с.
- 2.1.34. Ковалев В.В. Финансовый анализ: Управление капиталом. Выбор инвестиций. Анализ отчетности.-М.: Финансы и статистика, 1997.
- 2.1.35. Knight F.H. Risk, Uncertain and Profit, Houghton Mifflin, Boston and New York, 1921.

- 2.1.36. Лунякова Н.А. Финансовый инжиниринг в банке как инструмент активизации привлечения клиентов. Авт. дисс. на соис. к.э.н. – СНТУ, 2004.
- 2.1.37. Лямитовский М.А. Основы оценки инвестиционных и финансовых решений.-М.: ИКК «Дека», 1996.
- 2.1.38. Nageswaro K.R. Innovations in Banks.- ICFAI, 2010.-200 p.
- 2.1.39. Малюта А.Н. Закономерности системного развития. - Киев: Науково думка, 1990.
- 2.1.40. Масленченков Ю.В. Финансовый менеджмент в коммерческом банке. Технология финансового менеджмента клиента. – М.: Перспектива, 1997.
- 2.1.41. Markowitz H.M. Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investment, Wiley, New York, 1959.
- 2.1.42. Markowitz H.M. Mean Variance Analysis in Portfolio Choise and Capital Markets, Basil, Blackwell, 1990.
- 2.1.43. Мороз А.Н. Банковские операции – Киев: КНЕУ, 2002.
- 2.1.44. Миркин Я.М. Рынок ценных бумаг России: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития. -М.: Альпина Паблишер, 2002.
- 2.1.45. Миркин Я.М. Риски финансового кризиса в России: факторы, сценарии и политика противодействия//Финансовая академия при Правительстве РФ, 2008.-148 с.
- 2.1.46. Мировая экономика. Глобальные тенденции за 100 лет/Под ред. И.С.Королева. -М.: Экономистъ, 2003.-с.45.
- 2.1.47. Mishkin F.S.. The Economics of Money, Banking and Finance Market.- Washington: Scott&Foresman. Second edition. 1989 p.243.
- 2.1.48. Могилевский В.Д. Методология систем: вербальный подход. - М.: Экономика, 1999. - 251с: ил. - (Системные проблемы России).
- 2.1.49. Мэнкью Н.Г. Макроэкономика: Пер с англ. – М.: Изд. МГУ, 1994. – 736 с.
- 2.1.50. Панова Г.С. Кредитная политика коммерческого банка. – М.: ИКЦ «ДИС», 1997.
- 2.1.51. Петере Э. Хаос и порядок на рынках капитала. -К.: Альфа Капитал, Лагос, 1997.
- 2.1.51. Первозванский А.А. Финансовый рынок, расчет и риск. – М.: ИНФРА-М, 1994.
- 2.1.52. Пухов Г.Е. Избранные вопросы теории математических машин. – К.: Изд. АН УССР, 1964.
- 2.1.53. Пухов Г.Е. Методы анализа и синтеза квазианалоговых электронных цепей. – К.: Наукова думка, 1967.
- 2.1.54. Разумов О.С. Анализ и синтез систем: теория и практика. -М.: Атлас, 2003.- 47с.

- 2.1.55. Рубцов Б.Б. Современные фондовые рынки. -М.: Альпина Бизнес Букс, 2006.
- 2.1.56. Рубцов Б.Б. Мировые фондовые рынки: современное состояние и закономерности развития.-М.: Финансовая Академия при Правительстве РФ, 2000.
- 2.1.57. Русинов В.Н. Финансовый рынок: инструменты и методы прогнозирования. -М.: Эдиториал УРСС, 2000.
- 2.1.57. Роберт У. Колб Финансовые деривативы. Учебник. Издание 2-е/Пер. с англ. – М.: Информационно-издательский дом «Филинъ», 1997.
- 2.1.59. Roberto Knap. Structured Product, Complete Toolkit to Face Changing Financial Market – John Wiley & Sons Ltd. 2002.
- 2.1.60. Risk Management and Control Guidance for the Securities Firms and Their Supervisors, IOSCO, 1998.
- 2.1.61. Сорос Дж. Алхимия финансов. – М.: Инфра-М, 1996.
- 2.1.62. Сорос Дж. Кризис мирового капитализма.– М.: Инфра-М, 1999.
- 2.1.63. Сухинова С.Е. Региональная специфика инвестиционного климата. -Волгоград, Издат. ВолГУ, 2004.-82 с.
- 2.1.64. Теплова Т.В. Финансовые решения: стратегия и тактика.-М.: Магистр, 1998.
- 2.1.65. Твид Л. Психология финансов. -М.: ИК Аналитика, 2002.
- 2.1.66. Трифилова А.А. Оценка эффективности инновационного развития предприятия. – М.: Финансы и статистика, 2005. -304 с.
- 2.1.67. Туруев И.Б. Мировое значение американских финансовых институтов: Монография. - М.: МАКС Пресс, 2003. - 320с.
- 2.1.68. Tobin J. The Theory of Portfolio Selection in F.H.Hahn and F.R.P. Brechling (eds), The Theory of Interest Rate, London, Macmillan, 1965.
- 2.1.69. Фабочки Ф.Д. Управление инвестициями: Пер. с англ.-М.: Инфра-М, 2000.
- 2.1.70. Федорова Т.А. Страхование.-М.: Магистр, 2008.-1006 с.
- 2.1.71. Fisher I. Theory of Interest, Macmillan, New York, 1930.
- 2.1.72. Хейдема Джеймс М. Увлеченный агент: практическое пособие для страховых агентов. -М.: Волтерс-Клувер, 2008.
- 2.1.73. Хикс Дж.Р. Стоимость и капитал. – М.: Прогресс. 1988. -365 с.
- 2.1.74. Шеремет В.В. Управление инвестициями. Т. 1. М.: Высшая школа, 1998.
- 2.1.75. Хохлов Н.В. Управление риском: Учеб.пособие для вузов.– М.: ЮНИТИ-ДАНА, 1999.-239 с.
- 2.1.76. Штольте П. Инвестиционные фонды. – М., 1996.
- 2.1.77. Теория инновационной экономики: учебник / Под ред. О.С.Белокрыловой. -Ростов на-Дону: Феникс,2009.-376 с.
- 2.1.78. Шохаззамий Ш.Ш. Акция ва Сиз оладиган фойда.- Т.: Фан ва технологиялар босмахонаси, 2003.-62 б.

- 2.1.79. Шохаззамий Ш.Ш. Рынки: финансовые и ценных бумаг.-Т.: ТФИ, 2003.-196 с.
- 2.1.80. Шохаззамий Ш.Ш. Основы приватизации, рынок ее объектов и услуг. -Т.: Ибн Сино, 2004.-928 с.
- 2.1.81. Шохаззамий Ш.Ш. Основы теории и практика экономики приватизации.-Т.: Ибн Сино, 2004.-852 с.
- 2.1.82. Шохаззамий Ш.Ш. Качество индустрии рынков: финансового и ценных бумаг.-Т.: ТФИ, 2004.-138 с.
- 2.1.83. Шохаззамий Ш.Ш. Основы секьюриметрики.-Т.: Iqtisod-moliya, 2005.-376 с.
- 2.1.84. Шохаззамий Ш.Ш. Секьюриметрика.- Т.: Ўзбекистон миллий энциклопедияси. Давлат миллий нашриёти, 2005.-473 с.
- 2.1.85. Шохаззамий Ш.Ш. Основы финансового инжиниринга.-Т.: Iqtisod-moliya, 2005.-264 с.
- 2.1.86. Шохаззамий Ш.Ш. Биржевая деятельность.-Т.: Илм Зиё, 2006.-288 с.
- 2.1.87. Шохаззамий Ш.Ш. Экономическая системология: концепция и применение.-Т.: Iqtisod-moliya, 2010.-420 с.
- 2.1.88. Шумпетер Й. Теории экономического развития (Исследование предпринимательской прибыли, кредита, процента и цикла конъюнктуры).-М.: Прогресс, 1982.
- 2.1.89. Эрнандо Де Сото. Загадка капитала. Почему капитализм торжествует на Западе и терпит поражение во всем остальном мире./Пер. с англ.- М.: ЗАО Олимп-Бизнес, 2001.-272 с.
- 2.1.90. Ханс Питер Бэр. Секьюритизация активов: секьюритизация финансовых активов – инновационная техника финансирования банков/Пер. с немецкого Ю.М.Алексеева, О.М.Иванова.-М.: Волтерс Клувер, 2006.-624 с.
- 2.1.91. Ценные бумаги, обеспеченные ипотекой и активами/Под ред. Лахбара Хейра; Пер. с англ. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2007.-416 с.
- 2.1.92. Рынки ценных бумаг, обеспеченных ипотекой и активами/Под ред. Лахбара Хейра; Пер. с англ.-М.:Альпина Бизнес Букс,2007.-497 с.
- 2.1.93. Философско-методологические основания системных исследований: системный анализ и системное моделирование/Под ред. Д.М.Гвишиани. -М.: Наука, 1983.-с.196.
- 2.1.94. Устенко О.Л. Предпринимательские риски. Основы теории, методологии, оценка и управления. –Киев: Всеуито, 1996.
- 2.1.95. William J.B. The Theory of Investment Value, (1938) North-Holland, Amsterdam, 1964.
- 2.1.96. Чалый-Прилуцкий В.А. Рынок и риск. -М.: НИУР, Цент СИНТЕК, 1994.

- 2.1.97. Четыркин Е.М. Финансовый анализ производственных инвестиций.-М.: Дело, 1998.
- 2.1.98. Четыркин Е.М. Методы финансовых и коммерческих расчетов. – М.: Дело, 1995.
- 2.1.99. Yeb Yee Chong, Investment Risk Management. John Wiley and Sons Ltd., England, 2004.
- 2.1.100. Щиборщ К.В. Бюджетирование деятельности промышленных предприятий России.-М.: Дело и Сервис, 2001.
- 2.1.101. Objectives and Principles of Securities Regulation, IOSCO, 1998; Guidance on Information Sharing, IOSCO, 1998.
- 2.1.102. Report on Cooperation Between Market Authorities and Default Procedures, IOSCO, 1996.
- 2.1.103. Regulatory Cooperation on Emergencies: A Discussion Paper, IOSCO, 1996.
- 2.1.104. Mechanisms to Enhance Open and Timely Communication Between Market Authorities of Related Cash and Derivative Markets During Periods of Market Disruption, IOSCO, 1993.
- 2.1.105. Supervision of Financial Conglomerates, IOSCO, 1999; Supervisory Framework for Markets, IOSCO, 1999.
- 2.1.106. World Economic Outlook/IMF: Washington, DC. 2006. P.218.
- 2.1.107. Оценка стоимости ценных бумаг, Методическое пособие ИПО, Финансовая академия при правительстве РФ. М.: 1999.
- 2.1.108. Абдуллаев Ё.А., Шохаъзамий Ш.Ш. Қимматли қоғозлар. 100 савол ва жавоб.-Т.: Мехнат, 1997.-272 б.
- 2.1.109. Балашов В. Г., Ириков В. А. Технологии повышения финансового результата предприятий и корпораций. М.: Приор, 2002.
- 2.1.110. Баринов Э.А., Хмыз О.В. Рынки: валютные и ценных бумаг. – М.: Экзамен, 2001. – 608 с.
- 2.1.111. Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов/Пер. с англ. – М.: Олимп-Бизнес, 1997.
- 2.1.112. Григорьев В.В., Федотова М.А. Оценка предприятий: теория и практика/Под ред. В.В.Григорьева.- М.: ИНФРА-М, 1997.
- 2.1.113. Гитман Л.Д., Джонк М.Д. Основы инвестирования: Пер. с англ.- М.: Дело, 1997.
- 2.1.114. Десмонд Г.М., Келли Р.Э. Руководство по оценке бизнеса. – М.: РОО, 1996.
- 2.1.115. Жан Жоб Де Вриз Роберт, Поль Али. Секьюритизация и право/Пер. с англ.-М.: Волтерс Клувер, 2008.-600 с.
- 2.1.116. Инвестиции: Учебник/Под ред. В.В. Ковалева, В.А. Лялина.-М.: ООО «ТК Велби», 2003.
- 2.1.117. Касатонов В.Ю., Морозов Д.С. Проектное финансирование: организация, управление риском, страхование.-М.: Анкил, 2000.

- 2.1.118. Киячков А.А., Чалдаева Л.А. Рынок ценных бумаг и биржевое дело. – М.: Юристъ, 2005.- 687 с.
- 2.1.119. Кутелев П.В., Мишурова И.В. Технология реинжиниринга бизнеса: Учеб.практ.пособие.-М.: ИКЦ «Март», 2003.
- 2.1.120. Лапуста М.Г., Шаршукова Л.Г. Риски в предпринимательской деятельности. –М.: Инфра-М, 1999.
- 2.1.121. Миркин Я.М., Миркин В.Я. Англо-русский толковый словарь по банковскому делу, инвестициям и финансовым рынкам. -М.: Альпина Бизнес Букс, 2006.
- 2.1.122. Ойхман Е.Г., Попов Э.В. Реинжиниринг бизнеса: реинжиниринг организаций и информационные технологии.-М.: Финансы и статистика, 1997.
- 2.1.123. Оценка бизнеса: Учебник/Под ред. А.Г.Грязновой и М.А.Федотовой. -М.: Финансы и статистика, 2003.
- 2.1.124. Первозванский А.А., Первозванская Т.Н. Финансовый рынок: расчет и риск. – М.: ИНФРА-М, 1994.
- 2.1.125. Радыгин А., Энтов Р. Институциональные проблемы развития корпоративного сектора: собственность, контроль, рынок ценных бумаг. – М., 1999.
- 2.1.126. Райс Т., Койли Б. Финансовые инвестиции и риск./Пер. с англ. – Киев: Торгово-изд. Бюро BVH, 1995.
- 2.1.127. Рэдхэд К., Хьюис С. Управление финансовыми рисками. –М.: Инфра-М, 1996.
- 2.1.128. Рапопорт Б.М., Скубченко А. И. Инжиниринг и моделирование бизнеса.-М.: Тандем, 2001.
- 2.1.129. Herts D.B., Thomas H. Risk Analysis and its Applications. – Chichester-N.Y., 1983.
- 2.1.130. Тьюлз Р., Бредли Э. Фондовый рынок. – 6-е издание: Пер. с англ. – М.: Инфра-М, 1997.
- 2.1.131. Шохазамий Ш.Ш., Чепель С.В. Экономическая системология. Учебное пособие.-Т.: Iqtisod-moliya, 2010.-428 с.
- 2.1.132. Шохазамий Ш.Ш., Чепель С.В. Учебно-методическое пособие по использованию данных Всемирного банка по мировой экономике в анализе общеэкономических условий развития РЦБ для изучения соответствующих тем по дисциплине «Финансометрика».-Т.: Iqtisod-moliya, 2009.-48 с.
- 2.1.133. Чепель С.В., Фаттахова Ж.А. Ключевые элементы эффективной инвестиционной политики в развивающихся странах: возможные ориентиры для Узбекистана. -Т.: ЦЭИ, 2007.-48 с. (www.cer.uz).
- 2.1.134. «7 нот менеджмента»/Под ред. В. Красновой и Л. Привалова.- М.: ЗАО «Журнал Эксперт» ООО «Издательство "ЭКСМО"», 2004.

- 2.1.135. Гудфренд М., Партемос Ж., Сандерс Б. Современные финансовые инновации/Пер. с англ.-М.: Инкомбанк, 1997.
- 2.1.136. Дубров А.М., Мхитарян В.С., Хрусталеv Е.Ю. Многомерные статистические методы: Учебник. -М.: Финансы и статистика, 1998.
- 2.1.137. Дубров А.М., Лагоша Б.А., Хрусталеv Е.Ю. Моделирование рискованных ситуаций в экономике и бизнесе. -М.: Финансы и статистика, 1999.
- 2.1.138. Магнус Я.Р., Катышева П.К., Пересецкий А.В. Эконометрика: нач. курс: Учебник. - 6-е изд.-М.: Дело, 2004.
- 2.1.139. Микерин Г.И., Гребенников В.Г., Нейман Е.И. Методологические основы оценки стоимости имущества. -М.: ИНТЕРРЕКЛАМА, 2003.-688 с.
- 2.1.140. Пухов Г.Е., Евдокимов В.Ф., Синьков М.В. Разрядно-аналоговые вычислительные системы. - М.: Сов. Радио, 1978. - 256 с.
- 2.1.141. Сидни Коттл, Роджер Ф. Мюррей, Франк Е. Блок. «Анализ ценных бумаг» Грэма и Додда. -М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2000.-674 с.
- 2.1.142. Шарп У., Александер Г., Бэйли Дж. Инвестиции: Пер. с англ. - М.: ИНФРА-М, 1999. - XII, 1028 с.
- 2.1.143. Шохаззамий Ш.Ш., Зуфарова Ш.Ш., Шохаззамий Ш.Ш. (мл.) Теория безрисковности действий на рынках: финансовом и ценных бумаг.-Т.: ТФИ, 2004.-101 с.
- 2.1.144. Фаткина Л. П., Бутыркин А. Я., Фаткин Л.Я. Финансово-кредитный механизм стимулирования инновационной деятельности / Учебное пособие.— М.: ИНИЦ, 1998, 61 с.;
- 2.1.145. Берзон Н.И. и др. Фондовый рынок: Учебное пособие для вузов экономического профиля. - 2-е изд. - М.: Вита-Пресс, 1999. - 400 с.
- 2.1.146. Баринов Э.А., Хмыз О.В. Рынки: валютные и ценных бумаг. - М.: Экзамен, 2001. - 608 с.
- 2.1.147. Вахабов А.В., Пузанков Д.В., Кутузов В.М., Муравьев А.В., Шестопалов М.Ю., Рыжов Н.Г., Терентьева И.С., Шохаззамий Ш.Ш. Модели управления научно-инновационной деятельностью вуза.- Т.: Iqtisod-moliya, 2006.-242 с.
- 2.1.148. Интеллектуальная собственность (исключительные права): учебное пособие/Под ред. Н.М.Коршунова. -М.: Эксмо, 2006. -576 с.
- 2.1.149. Интеллектуал мулкни тижоратлаштириш ва технологиялар трансфери: Ўқув қўлланма / Г.Ш.Рашидова, умумий тахрири остида.-Т.: Иқтисодиёт ва ҳуқуқ дунёси, 2002.-272 б.
- 2.1.150. Краткий философский словарь / А.П. Алексеев, Г.Г. Васильев и др.; под ред. А.П. Алексеева. - 2-е изд., перераб. и доп. - М.: ТК Велби, Изд-во Проспект, 2004. - 496с.
- 2.1.151. Контуры инновационного развития мировой экономики: прогноз на 2000-2015 гг. / Под ред. А. А. Дынкина.-М.: Наука, 2000.

- 2.1.152. Корчагин А. Д., Золотых Н. И., Зубкова Е. А и др. Правовые аспекты передачи технологий на коммерческой основе.- М: ИНИЦ Роспатента, 2000, 123 с.
- 2.1.153. Рискиев Т., Гуломов С., Алимов А., Шохазамий Ш. ва бошқалар Истиклол, демократия ва фуқаролик жамияти.-Т.: Шарк, 2003.-160 б.
- 2.1.154. А.Рот, А.Захаров, Б.Златкис, Я.Миркин, Б.Борн, Р.Бернард, П.Баренбойм, А.Хит. Основы государственного регулирования финансового рынка. -М.: Юридический Дом «Юстицинформ», 2003.
- 2.1.155. Саидова Г.К., Чепель С.В., Фаттахова Ж.А., Исмаилов Ш.Я. Совершенствование государственной инвестиционной политики в Узбекистане: механизмы обеспечения устойчивого развития реального сектора экономики./Доклад ЦЭИ, Ташкент, 2009/1.-с.29 (www.cer.uz).
- 2.1.156. Шохазамий Ш.Ш. и другие. Предприниматель на рынке ценных бумаг.-Т.: Адолат, 2003.-216 с.
- 2.1.157. Шохазамий Ш.Ш., Толипов К.Ф., Обидов А.А., Розикова С.Н., Мухамедов Ф.Т., Махамаджонов Н.М., Каримкулов Ж.И., Кудайбергенов Ж.Ш., Фозилчаев Ш.К., Сайдалиев С.С., Мардонов Ш.Р., Карабаев С.А., Хамидова Ф.А., Мадаминов А.Ю. Қимматли қозғалар. Ўқув қўлланма. -Т.: «Iqtisod –moliya», 2010.-140 б.
- 2.1.158. Шохазамий Ш.Ш., Кудайбергенов Ж.Ш., Мухамедов Ф.Т., Махамаджонов Н.М., Каримкулов Ж.И., Хамидова Ф.А. Биржа операциялари ва брокерлик ишлари. Ўқув қўлланма. -Т.: «Iqtisod –moliya», 2010.-190 б.
- 2.1.159. Чепель С.В и авторская группа. Экономический рост и инновации: теория, практика и моделирование// Исследовательский проект Института Прогнозирования и Макроэкономических Исследований при поддержке Программы развития ООН. Ташкент-2010.
- 2.1.160. Эндрю Дэвидсон, Энтони Сандерс, Лэн-Линг Вольф, Анне Чинг. Секьюритизация ипотеки: мировой опыт, структурирование и анализ/Пер. с англ. О.В.Смородинова при участии В.Качура.-М.: Вершина, 2007.-592 с.
- 2.1.161. Эконометрика: учебник/И.И.Елисеева, С.В.Курешева, Т.В.Костеева.
- 2.1.162. Эконометрика: под ред. И.И.Елисеевой.-2-е изд., перераб. и доп.-М.: Финансы и статистика, 2007.-576 с.
- 2.1.163. Финансирование Инновационного Развития. Сравнительный обзор опыта стран ЕЭК ООН в области финансирования на ранних этапах развития предприятий / Объединенные Нации. Европейская Экономическая Комиссия. Перевод с английского – СПб.: РАВИ, 2008. С.28.

- 2.1.164. UNDP Project: Improving investment policy in Uzbekistan assessment of the potential of privat investments and mechanisms to intensify its mobilization, Tashkent, 2008; (www.undp.uz, www.ifmr.uz).
- 2.1.165. Шохаззамий Ш.Ш. Финансовый рынок и ценные бумаги. Книга I.-Т.: Iqtisod-moliya, 2005.-728 с.
- 2.1.166. Шохаззамий Ш.Ш. Финансовый рынок и ценные бумаги. Книга II.-Т.: Iqtisod-moliya, 2005.-849 с.
- 2.167. Финерти Дж. И. Финансы корпораций: теория, методы и практика/Пер. с англ. – М.: ИФРА-М, 2000.

3. Диссертация авторефератлари

- 3.1. Алиев М.Г. Проблемы совершенствования механизма регулирования рынка ценных бумаг в Республике Узбекистан: Автореферат дисс.... канд. экон. наук.-Ташкент, 2000.-20 с.
- 3.2. Алиев У.М. Пути совершенствования функционирования инфраструктуры рынка ценных бумаг: Автореферат дисс.... канд. экон. наук.-Ташкент, 2008.-21 с.
- 3.3. Акромов Х.М. Ўзбекистон Республикаси кимматли қозғалар бозорининг ривожланишига макроиктисодий сиёсатнинг таъсири: Автореферат дисс.... канд. экон. наук.-Ташкент, 2010.-22 б.
- 3.4. Арифджанова С.А. Проблемы развития внебиржевого рынка корпоративных ценных бумаг в условиях либерализации экономики: Автореферат дисс.... канд. экон. наук.-Ташкент, 2002.-20 с.
- 3.5. Бутиков И.Л. Проблемы формирования и функционирования рынка ценных бумаг в Узбекистане: Автореферат дисс.... доктора. экон. наук.-Ташкент, 2009.-42 с.
- 3.6. Гильяно А.А. Институциональная структура инвестиционного климата региона: Дисс. ...к.э.н. Ростовна/Д., 2002.-21с.
- 3.7. Зайниддинов Р.З. Фьючерс операциялари ва уларни Ўзбекистонда қўллашнинг муаммолари: Автореферат дисс.... канд. экон. наук.-Ташкент, 2001.-21 с.
- 3.8. Капелинский Ю.И. Финансовый инжиниринг с использованием ценных бумаг.-М.: Финансовая академия при правительстве РФ//Автореферат кандидатской диссертации, 1998.-21 с.
- 3.9. Кахаров К.К. Развитие рынка ценных бумаг Узбекистана: Автореферат дисс....канд. экон. наук.-Москва, РЭА им.Г.Плеханова, 2010.-25 с.
- 3.10. Креймер Г. Государственное регулирование инвестиционного климата в условиях рыночных преобразований: Автореф. дис. канд. экон. наук. М., 1997.-31 с.
- 3.11. Ли А.А. Международный опыт развития муниципальных ценных бумаг и его применение в условиях Узбекистана: Автореферат дисс.... канд. экон. наук.-Ташкент, 2002.-20 с.

- 3.12. Лунякова Н.А. Финансовый инжиниринг в банке как инструмент активизации привлечения клиентов./Авт. дисс. на соис. к.э.н.-СНТУ, 2004.-21 с.
- 3.13. Муминов С.Ф. Интеграция Узбекистана в международный фондовый рынок: экономико-правовые аспекты: Автореферат дисс.... канд. экон. наук.-Ташкент, 2004.-21 с.
- 3.14. Носиров Э.И. Вопросы повышения роли коммерческих банков на рынке ценных бумаг: Автореферат дисс.... канд. экон. наук.-Ташкент, 2006.-21 с.
- 3.15. Пардаев Б.Х. Пути совершенствования учета и анализа ценных бумаг: Автореферат дисс.... канд. экон. наук.-Ташкент, 2003.-20 с.
- 3.16. Султанова Л.Ш. Рынок ценных бумаг и особенности его становления в странах с переходной экономикой: Автореферат дисс.... канд. экон. наук.-Ташкент, 2000.-22 с.
- 3.17. Хамидова Ф.А. Анализ и пути привлечения портфельных инвестиций в приватизированные предприятия: Автореферат дисс....канд. экон. наук.-Ташкент, 2009.-19 с.
- 3.18. Хусанов Н.Д. Повышение эффективности привлечения инвестиций в национальную экономику через рынки ценных бумаг: Автореферат дисс....канд. экон. наук.-Ташкент, 2000.-22 с.
- 3.19. Ядгаров Т.Д. Депозитарная система рынка корпоративных ценных бумаг и ее интеграция в международный рынок капитала: Автореферат дисс....канд. экон. наук.-Ташкент, 2003.-20 с.
- 3.20. Шохаззамий Ш.Ш. Метод эталонных моделей для исследования эффективности, выбора параметров и структур разрядно-аналоговых вычислительных систем и устройств: Автореф. дисс...канд. тех. наук.-Киев, 1982.-21 с.

4. Илмий мақолалар

- 4.1. Аминова А. Опыт развития институтов саморегулирования на фондовом рынке.//Рынок, деньги и кредит, Т., 2007, №11.-сс.50-52.
- 4.2. Андрианов В.Д. Регулирование экономики: от теории меркантилизма до функциональных экономических систем.//Банковский ряд, М., №4, 2005.
- 4.3. Белобров В.А. Квантовая теория и фондовый рынок.//Вопросы экономических наук, М., №1(29), 2008.-сс.8-16;
- 4.4. Brooks, R., Del Negro, M. (2002). 'International Stock Returns and Market Integration: A Regional Perspective.' - Wash., DC: International Monetary Fund Working Paper № 202. - 28p.
- 4.5. Головин М. Финансовая глобализация и ограничения национальной денежно-кредитной политики.//Вопросы экономики, М., №7, 2007.-сс.20-34;

- 4.6. Данилов Ю. Частные инвестиции, проходящие через рынок ценных бумаг, это именно тот механизм, который обеспечил решение двуединой задачи – рост инвестиций с одновременным снижением инфляции.//Эксперт, М., №13, 2006.-с.57-59.
- 4.7. Дворецкая А.Е. Ресурсы рынка капитала как источник финансирования реального сектора экономики.//Вопр. экономики, М., №11, 2007.-с.93-103.
- 4.8. Дворецкая А.Е. Эффективный рынок капиталов и экономический рост.//Финансы, М., 2007, №3.-с.56.
- 4.9. Евстигнеева Л.П., Евстигнеев Р.Н. Экономическая глобализация и постмодерн.//Общественные науки и современность, М., 2000.№1.-с.5-14.
- 4.10. Котляров М.А. Перспективы мегарегулирования на рынке финансовых услуг.//Финансы, М., 2007, №9.-с.52-54.
- 4.11. Кудинова М.М. Анализ особенностей взаимодействия рынков акций, обусловленного макроэкономическими связями между странами.//Сборник научных статей аспирантов и соискателей. - М.: ММВШБ, "МИРБИС" (ИНСТИТУТ), 2005. - Выпуск 4. - с.26-34.
- 4.12. Kul B. Luintel, Mosahid Khan, Philip Arestis, Konstantinos Theodoridis. Financial structure and economic growth.//Journal of Development Economics, 28 November 2007.
- 4.13. Мальцева И.Г. Система индикаторов финансовой безопасности и конкурентоспособность финансовой сферы экономики России. //Вопросы статистики, М., №5, 2006.-с.14-18.
- 4.14. Навой А.В. Структурный анализ международного движения капитала.//Деньги и кредит, М., №1, 2007.- С.39-48.
- 4.15. Навой А.В. Прямые инвестиции: не прямой путь в экономику.//Вопросы экономики, М., 2007. №11.-С.63-75.
- 4.16. Prasad, E., Rogoff, K., Wei, S-J., Kose, A. (2003). 'Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence.'-Wash., DC: International Monetary Fund Occasional Paper № 220. - 86p.
- 4.17. Podkaminer L. et.al. Transition Countries on the Eve of EU Enlargement. WIIW Research Reports, N303, February, 2004.-p.15-16.
- 4.18. Райская Н.Н., Сергиенко Я.В., Френкель А.А. Фондовый рынок в системе финансирования инвестиций и инноваций.//Мировая экономика и международные отношения, М., №11, 2007.-с.30-35.
- 4.19. Розанова Н., Назаренко А. Влияние фондового рынка на экономическую динамику в модели перекрывающихся поколений.//Вопросы экономики, М., №4, 2007.-с.60-69.
- 4.21. Саркисян Т.С. К вопросу о финансовом надзоре и подходах к его организации.//Деньги и кредит, М., 2007, №4.-с.21-22.

- 4.22. Смирнов А. Кредитный «пузырь» и перколяция финансового рынка.//Вопросы экономики, М., №10, 2008.-с.4-31.
- 4.23. Фаттахова Ж.А. Влияние вступления в ВТО на банковскую систему Узбекистана.//Рынок, деньги и кредит, Т., №7, 2006.-с.20-24.
- 4.24. Хмыз О.В. Международный рынок капиталов.//Финансы и статистика, М., 2002.-с.3-17.
- 4.25. Хмыз О.В. Международная финансовая интеграция коллективных инвесторов.//Финансы, М., №8, 2007.-с.55-59.
- 4.26. Хоминич И.П. Финансовая глобализация.//Банковские услуги, М., №8, 2002. – с.2-13.
- 4.27. Чепель С.В. Какой экономический рост обеспечит повышение конкурентоспособности стран СНГ: результаты эмпирического анализа.//Экономический анализ: теория и практика, М., №23, 2007.- С.56-64.
- 4.28. Чепель С.В., Ибрагимова Н. Макроэкономические последствия либерализации внешней торговли при вступлении Узбекистана в ВТО.//Рынок, деньги и кредит, Т., №7, 2006.-с.12-19.
- 4.29. Чепель С.В. Воздействие глобального кризиса на Узбекистан: механизмы и меры по ограничению рисков.//Рынок, деньги и кредит, Т., №6, 2009.-с.9-14.
- 4.30. Chepel C.V. Stimulating income generation for the population in Uzbekistan: an econometric analysis.//Asian-Pacific development Journal, UN, Thailand, fol.15, №2, december, 2008.-p.97-116.
- 4.31. E.J.Kane. Accelerating Inflation, Technological Innovation.-Washington: Journal of Finance. 1981. p.355.
- 4.32. V.Niechans. Financial Innovation, Multinational Banking and Monetary Policy.-Washington: Journal of banking and finance. N7. 1983. p.539.
- 4.33. V.M.A.Akhtar. Financial Innovations and their Implications for Monetary Policy: an International Perspective.-Washington: Basle. Bank for International Settlements. 1983. p.5.
- 4.34. V.G.Dufey, J.N.Giddy. The Evolution of Instruments and Techniques and International Financial Markets.-Washington: Suerf Series. 1981. p.4.
- 4.35. V.Niechans (Financial Innovation, Multinational Banking and Monetary Policy.-Washington: Journal of banking and finance. N7. 1983. p.539).
- 4.36. Salman Syed Ali Mukhammad Ubaydulloh (Islamic Capital Market Products:Developments and Challenges.Islamic Development Bank Group Islamic research and Training Institute.1425 H/2005 year. 92-p.).
- 4.37. Koji Miyamoto «Human Capital Formation And Foreign Direct Investment In Developing Countries», July 2003, www.oecd.org/dev/Technics.

- 4.38. Кравченко Н.А. К проблеме измерения и оценки национальных инновационных систем.//Новосибирск, ЭКО, №1, 2010.
- 4.39. F.Arizala, E.Cavallo, A.Galindo. Financial Development and TFP Growth: Cross-Country and Industry-Level Evidence//Inter-American Bank, June, 2009.
- 4.40. Ang J.B. (2008). A Survey of Recent Developments in the Literature of Finance and Growth//Journal of Economic Surveys 22, pp. 536-576.
- 4.41. Hyeok Leong, Robert M. Townsend. Discovering the Sources of TFP Growth: Occupational Choice and Financial Deepening, August, 2004.
- 4.42. Sergio Cesaratto. Endogenous growth theory twenty years on: a critical assessment, n.559-Marzo, 2009.
- 4.43. P.Howitt. Accounting for trends in productivity and R&D: Shumpeterian critique and Semi-endogenous growth theory//Brown University, 2006.
- 4.44. James Ang, Jakob Madsen. Can Second-Generation Endogenous Growth Models Explain the Productivity trends and Knowledge production in the Asian Miracle Economics?//Monash University, 2009.
- 4.45. J.Madsen. The Indian growth miracle and endogenous growth //Monash University, 2009.
- 4.46. Solow R.M. Technical Change and the Aggregate Production Function.// Review of Economics and Statistics, 39, 1957.-pp.312-320.
- 4.47. Новиков В.М. Банковские системы: опыт реструктурирования кредитных организаций в странах Западной Европы и Америки/Информационно-аналитические материалы ЦБ РФ, выпуск 4(24) 2000 -М.:ЦБРФ, -С. 100.
- 4.48. Никитин СМ. Латиноамериканский опыт финансовой стабилизации //Деньги и кредит. -2001,- №6. - С.43.
- 4.49. Цаунов С. Инвестиции в России: ожидание оттепели. // РЦБ, №6, 1998. – 6.105.
- 4.50. Работяжев Н.В. Социально-политические факторы формирования инвестиционного имиджа России. // Мировая экономика и международные отношения, №3, 2011.- СС.57-63.
- 4.51. Шаститко А.Е., Яковлева Е.Л. Инвестиционный имидж России. // Мировая экономика и международные отношения, №9, 2006.- СС.23-28.
- 4.52. Мозгоев А. К теории инвестиционной привлекательности региона. // Инвестиции в России, №3, 2002.- СС.40-41.
- 4.53. Теплицкий В., Костоковский Ю. Как оценить инвестиционную привлекательность предприятия. // Деловая жизнь, №9, 1993.
- 4.54. Фоломьев А. Инвестиционный климат регионов России. // Вопросы экономики, №9, 1999.-сс.57-68.
- 4.55. Шахназаров А., Ройзман И. Инвестиционная привлекательность регионов.//Инвестиции в России, 1996, №9.-с.20.

- 4.56. Heuzler H. Investment Prospects in Eastern Europe/ The Wall Street Journal Europe's, 1996. P. 17-20.
- 4.57. Тихомирова И. Инвестиционный климат в России: региональные риски//Эксперт, 2000, №39.-с.26-32.
- 4.58. Stobaygh B.B. How to analyze foreign investment climates// Harvard Business Review. 1969. Sept. – Oct. P. 96-116.
- 4.59. Кюнтцель С. Эволюционное моделирование и критический реализм.// Вопросы экономики. №1, 2009.
- 4.60. Conte R., Gilbert N. Intro. Computer simulation for social theory // 1995.
- 4.61. Axelrod R. Advancing the art of simulation in the social sciences // 2000.
- 4.62. Gilbert N. The simulation of social processes // 2000.
- 4.63. Brenner T., Murmann J. The use of simulations in Developing Robust Knowledge about Causal Prosses: 2003.
- 4.64. Азгальдов Г.Г., Костин А.В. Интеллектуальная собственность, инновации и квалиметрия. //Экономическая стратегия, М., №2, 2008.- с.162-164.
- 4.65. Андриюшин С.А., Бурлачков В.Д. Денежно-кредитная политика и глобальный финансовый кризис: вопросы методологии и уроки для России//Вопросы экономики. – Москва, 2008. – №11. – С.40.
- 4.66. Кириченко Э.В. Антикризисная политика США//Международная экономика. – Москва, 2009. №11. С. 6-9.
- 4.67. Бобакулов Т.И. Молиявий инкироз шароитида тижорат банклари ликвидлиги// Ўзбекистон иқтисодий ахборотномаси. – Тошкент, 2009. - №4. – Б. 28.
- 4.68. Додиев Ф. Тижорат банкларнинг инвестиция фаоллиги.//Бозор, пул ва кредит, №06(157), 2010.
- 4.69. Обзор сектора лизинговых услуг в Узбекистан по итогам 2009 года. Экономический обзор МФК, АЛУ, Prime Rating. – Ташкент, 2010.- С. 4-6.
- 4.70. Кувшинова О, Письменная Е, Шпигель А, Панов А. Две трети бюджета // Ведомости. 199, 2008.
- 4.71. Нагъ П., Базель-2 для управляющих банками: основные характеристики и последствия внедрения для Центральной и Восточной Европы. Банковское дело, №3, 4, 2006.
- 4.72. Chesley G.R. Valuing Business: Use of accounting earnings Saint Mary's University, Halifax, NS, 1999.
- 4.73. Sharpe W.F. Capital Assets Prices: a Theory of Market Equilibrium Under Condition of Risk // Journal of Finance, 1964, September;
- 4.74. А. Пестова, О. Солнцев. Финансирование инноваций: в поисках российской модели журнал «Банковское дело» №1, 2009 .

- 4.75. Andrea Bubula (www.columbia.com), Markus Brunnermeier www.priceten.edu/markus/.
- 4.76. Доклад ЦЭИ по проекту «FAM-2009» ПРООН. Активы домохозяйств как важнейший инвестиционный ресурс. // Экономическое обозрение, №3, 2010.-с.20-25.
- 4.77. Покачалов Г. Основные игроки затаились в ожидании ценового «дна». // Экономическое обозрение, №3, 2010.-с.48-50.
- 4.78. Рузметов Б. Обзор рынка жилой недвижимости Ташкента // Экономическое обозрение, №3, 2010.-с.51-53.
- 4.79. Азимов С. Риелтор – это как семейный доктор. // Экономическое обозрение, №3, 2010.-с.54-55.
- 4.80. Лебедь Д. Спрос пошатнулся, но потребность в жилье не снизилась. // Экономическое обозрение, №3, 2010.-с.63-65.
- 4.81. Kawal Masahiro, Newfarmer Richard, Schmukler Sergio. Crisis and Contagion in East Asia: Nine Lessons.-World Bank, 2003.-р.3.
- 4.82. Бурлацкий А., Айбидлер Г., Головина Г. Роль корпоративного управления в повышении капитализации компании // Управление компанией. М.: -2003. № 2. С. 15–18.
- 4.83. William T. Allen. Contracts and Communities in Corporation law // Wash. & Lee L rev. – 1993. No 50.- P.1395-1400.
- 4.84. Claessens S, S .Djankov, L. Lang. The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations // Journal of Financial Economics. Vol. 58. 2000. - P. 81–112.
- 4.85. Frydman R., C. Gray, M. Hessel, A. Rapaczynski. The Limits of Discipline. Ownership and Hard Budget Constraints in the Transition Economics // Economics of Transition. Vol. 8. 2000.- P. 577–601.
- 4.86. Гимпельсон В. (1994): Политика российского менеджмента в сфере занятости // Мировая экономика и международные отношения. - М.: №6.
- 4.87. Bergloef, E. and von Thadden, E.-L. (1999) The Changing Corporate Governance Paradigm: Implications for Transition and Developing Countries (Paper presented at the Annual World Bank Conference on Development Economics, Washington, D.C., June).
- 4.88. Berglöf E., E.-L. von Thadden (1999): The Changing Corporate Governance Paradigm: Implications for Developing and Transition Economies. «Annual World Bank Conference on Development Economics 1999». Washington, 2000.
- 4.89. Berle A. A., Means G. C. 1932. The Modern Corporation and Private Property. Mac Millan: N. Y.
- 4.90. Burkart, M., Gromb, D., and Panunzi, F. (1997) Large Shareholders, Monitoring and the Value of the Firm, Quarterly Journal of Economics 112 (3).

- 4.91. Claessens, S. and Djankov, S. (1999) Ownership Concentration and Corporate Performance in the Czech Republic, CEPR Discussion Paper No 2145.
- 4.92. Coffee, J. (1991) Liquidity Versus Control: The Institutional Investor as Corporate Monitor, *Columbia Law Review* 91 .
- 4.93. De Alessi, L. (1980) The Economics of Property Rights: A Review of the Evidence, *Research in Law and Economics* 2 .
- 4.94. De Alessi, L. (1982) On the Nature and Consequences of Private and Public Enterprise, *Minnesota Law Review* 67 (1).
- 4.95. Demsetz, H. and Lehn, K. (1985) The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences, *Journal of Political Economy* 93 .
- 4.96. Edwards, J. and Weichenrieder, A. (1999) Ownership Concentration and Share Valuation: Evidence from Germany, CESifo Working Paper No 193.
- 4.97. Fama E., Jensen M. Separation of Ownership and Control // *Journal of Law and Economics*, 1983, P.301-325.
- 4.98. Frydman R. and Rapaczynski, A. (1994) Privatization in Eastern Europe : Is the state withering away ? (Central European University Press, in co-operation with Oxford University Press).
- 4.99. Hansmann, H. (1990) When Does Worker Ownership Work? ESOPs, Law Firms, Codetermination, and Economic Democracy, *The Yale Law Journal* 99 (8).
- 4.100. Holmstrom B. and Tirole. J. The theory of the Firm / Schmalensee R. and Willig R.D. (eds.). *Handbook of Industrial Organization*. –Vol. I. – North-Holland, 1991. – P.306.
- 4.101. Holmstrom B., Tirole J. (1993). Financial Intermediation, Loanable Funds, and the Real Sector. Toulouse University.
- 4.102. Jensen, M. and Meckling, W. (1976) Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost, and Capital Structure, *Journal of Financial Economics* p.3.
- 4.103. Kapelyushnikov, R. (2000) Krupneyshie i dominiruyushchie sobstvenniki v rossiyskoy promishlennosti: svidetelstva monitoringa REB (The Largest and Dominant Owners in Russian Industry: Evidence from REB Monitoring), *Voprosy Ekonomiki* , No 1 (in Russian).
- 4.104. Krueger, A. (1990) Government Failures in Development, *Journal of Economic Morck, R., Shleifer A., and Vishny R. (1988) Management Ownership and Market Valuation: an Empirical Analysis, Journal of Financial Economics* 20.
- 4.105. Shapiro, C. and Willig, R. (1990) Economic Rationales for the Scope of Privatization, in: *Economy of Public Sector Reform and Privatization* (London: Westview Press).
- 4.106. Shleifer, A. and Vishny, R. (1986) Large Shareholders and Corporate

- Control, *Journal of Political Economy* 94 .
- 4.107. Stulz, R. (1988) Managerial Control of Voting Rights: Financing Policies and the Market for Corporate Control, *Journal of Financial Economics* 20 .
- 4.3108. Vickers, J. and Yarrow, G. (1988) Privatization: An Economic Analysis, MIT Press Series on Regulation of Economic Activity , No 18 (Cambridge, MA: MIT Press).
- 4.109. Agrawal, Anup & Knoeber, Charles R. & Tsoulouhas, Theofanis, 2006. "Are outsiders handicapped in CEO successions?," *Journal of Corporate Finance*, Elsevier, vol. 12(3), pages 619-644.
- 4.110. Claessens S, S .Djankov, L. Lang. The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations // *Journal of Financial Economics*. Vol. 58. 2000. - P. 81-112.
- 4.111. Direct Foreign Investment and Welfare in the Transforming Economies: The Case of Central Asia. ... Author: Alla Fridman. JEL: D51; P41 © Center for Economic Research 2005 - 2010
- 4.112. Frydman R., C. Gray, M. Hessel, A. Rapaczynski. The Limits of Discipline. Ownership and Hard Budget Constraints in the Transition Economies // *Economics of Transition*. Vol. 8. 2000.- P. 577-601.
- 4.113. McConell J., Servaes H. Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value // *Journal of Financial Economics*. 1990. Vol. 27. P. 595-612.
- 4.114. Pound, John & Zeckhauser, Richard J, 1990. "Clearly Heard on the Street: The Effect of Takeover Rumors on Stock Prices," *Journal of Business*, University of Chicago Press, vol. 63(3), pages 291-308, July.
- 4.115. Willam T. Allen. Contracts and Communities in Corporation law // *Wash. & Lee L rev.* - 1993. No 50.- P.1395-1400; и др. p.
- 4.116. Lintner J. The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets, *Review of Economics and Statistics*, February, 1965, pp. 13-27.
- 4.117. Mossin J. Equilibrium in a Capital Asset Market, *Econometrica* 34 (4) October 1966, pp. 768-83.
- 4.118. Roll R. A. Critique of the Asset Pricing Theory Test, *Journal of Financial Economics*, March, 1977.
- 4.119. Ross S.A. The Arbitrage Theory of Capital Asset Pricing, *Journal of Economic Theory*, Dec. 1976.
- 4.120. Roll R. and Ross R. A Critical reexamination of the Empirical Evidence of the Arbitrage Pricing Theory, *Journal of Finance*, June, 1984.
- 4.121. Modigliani F. and Miller M.H. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment, *American Economic Review* 48(3), June, 1958.

- 4.122. Rubinstein M. Mean Variance Synthesis of Corporate Financial Theory, Journal of Finance 28(1), March, 1973.
- 4.123. Cootner P.H. (ed) The Random Character of Stock Market Price, MIT. Press Cambridge, Mass, 1967.
- 4.124. Black F. and Sholez M. The Pricing of Options and Corporate Liabilities, Journal of Political Economy 81(3) May/June 1973.
- 4.125. Merton R. C. Lifetime Portfolio Selection under Uncertainty the Continuous – Time Case, The Review of Economic Statistics, August, 1969.
- 4.126. Germany D., Norton J. Financial Innovation and Deregulation in Foreign Industrial Countries.-Washington: Federal Reserve Bulletin, 1985.
- 4.127. Silber V. The Process of Financial Innovation. Washington: American association economic review, 1983.
- 4.128. Recent Innovation in International Banking.-Basle: Bank of International Settlements, 1986.
- 4.129. Шохаззамий Ш.Ш. Об одном подходе к оценке привлекательности рынка ценных бумаг.//Актуальные проблемы современной науки. - М.: Спутник плюс, 2003, №4.-с.75-76.
- 4.130. Шохаззамий Ш.Ш., Зуфарова Ш.Ш., Шохаззамий Ш.Ш. (мл.). К оценке безрисковости действий на рынке ценных бумаг.// Рынок, деньги и кредит.-Т., 2004, №7-8.-сс.41-43.
- 4.131. Шохаззамий Ш.Ш. О совершенствовании модели и механизма корпоративного управления акционерными обществами в Узбекистане.//Рынок деньги и кредит, Т., 2004 г., №11- С. 47-50.
- 4.132. Шохаззамий Ш.Ш. О концептуальном подходе к системному исследованию и развитию рынков: финансов и ценных бумаг.// Общественные науки в Узбекистане, Т., 2005 г., №1-2- С. 50-62.
- 4.133. Шохаззамий Ш.Ш. Концепция финансового инжиниринга. //Иқтисодий ва таълим, - Ташкент, №2, 2005. - С. 118-121.
- 4.134. Шохаззамий Ш.Ш. Концептуально-системное исследование и развитие рынка ценных бумаг в Узбекистане.//Вестник Каракалпакского отделения АН РУз», Нукус, 2005 г., №4.- С.74-76.
- 4.135. Шохаззамий Ш.Ш., Зуфарова Ш.Ш., Шохаззамий Ш.Ш. (мл.). Оптимизация распределения требований к безрисковости между операциями сделки. //Вестник Каракалпакского отделения АН РУз», Нукус, 2005 г., №1-2.- С.64-69.
- 4.136. Шохаззамий Ш.Ш., Кудайбергенов Ж.Ш. Вопросы анализа динамики валютного курса и его влияния на развитие экономики Узбекистана.//Вестник Каракалпакского отделения АН РУз», Нукус, 2005 г., №4.- С.76-80.
- 4.136. Шохаззамий Ш.Ш. О концептуальном подходе к системному исследованию и инновационному развитию рынка ценных бумаг в Узбекистане.//Инновации, С-Пб, 2006 г., №2.-С. 65-67.

- 4.137. Шохаззамий Ш.Ш. Об одном подходе к концептуально-системному исследованию и развитию рынка ценных бумаг в Узбекистане.//Современные аспекты экономики, С-Пб, 2006 г., №8(101).-С. 207-211.
- 4.138. Шохаззамий Ш.Ш. Возможности создания макрорегулятора финансового рынка в Узбекистане.//Рынок деньги и кредит, Т., 2006 г., №4- С. 6-9.
- 4.139. Шохаззамий Ш.Ш. Формирование рынка ипотечных ценных бумаг.//Рынок деньги и кредит, Т., 2006 г., спец. выпуск.- С. 43-44.
- 4.140. Шохаззамий Ш.Ш. Перспективы рынка ценных бумаг Узбекистана в условиях активизации внешнеэкономической деятельности.//Рынок деньги и кредит, Т., 2006 г., №7- С. 25-28.
- 4.141. Шохаззамий Ш.Ш. Рынок ценных бумаг Узбекистана: состояние и факторы развития.//Рынок деньги и кредит, Т., 2007 г., №3- С. 35-37.
- 4.142. Шохаззамий Ш.Ш. Финансовый инжиниринг: основы теории, мировой опыт и концепция развития.//Молия, Т., №1, 2008 г.- С. 9-16.
- 4.143. Шохаззамий Ш.Ш. В чем причины мирового финансового кризиса и сколько времени он может продолжаться?//Молия, Т., №2, 2008.-сс.7-20.
- 4.144. Шохаззамий Ш.Ш. Жаҳон молиявий инкирози: сабаблари, давомийлиги ва сабоқлар.//Иқтисодиёт ва таълим, Т., №4, 2008-66.114-119.
- 4.145. Шохаззамий Ш.Ш. Концепция сущности рынка ценных бумаг. //Молия, Т., №1, 2009.-сс.82-91.
- 4.146. Шохаззамий Ш.Ш. Каковы предпосылки формирования единого мирового рынка ценных бумаг, кто и почему при этом способен выступать источником мирового финансового кризиса?//Экономика и финансы, М., №2 (155), 2009-сс.24-25.
- 4.147. Шохаззамий Ш.Ш. Сравнительный анализ рынков ценных бумаг развивающегося мира и выводы для Узбекистана.//Экономика и финансы, М., №2 (155), 2009.-сс.26-27.
- 4.148. Шохаззамий Ш.Ш. Мировой финансово-экономический кризис: характер и предпринимаемые в мире и Узбекистане меры.//Молия, Ташкент, №2, 2009.-сс.4-11.
- 4.149. Шохаззамий Ш.Ш. Макроэкономические условия и потенциал антикризисных мер – главные предпосылки стратегического развития рынка ценных бумаг в Узбекистане.//Биржа эксперт, Т., №7-8, 2009.-сс.48-56.
- 4.150. Шохаззамий Ш.Ш. Индикативные ориентиры развития рынка ценных бумаг с позиции финансовой безопасности и конкурентоспособности. //Молия, Т., №3, 2009.-сс.60-67.
- 4.151. Шохаззамий Ш.Ш. Молия бозорини тартиблаштириш тизимини такомиллаштириш.//Жамият ва бошқарув, Т., 2009, №2.-сс.-23-36.

- 4.152. Шохазамий Ш.Ш. Концепция экономической системологии. //Молия, Т., №4, 2009.-с.8-15 (продолжение статьи в №1, 2010.-с.7-12).
- 4.153. Шохазамий Ш.Ш. Как можно оценить «пузырь» на рынке ценных бумаг.//Биржа эксперт, Т., №1, 2010.-с.35-38.
- 4.154. Шохазамий Ш.Ш. Об одном подходе к классификации страновых моделей рынка ценных бумаг.//Иктисодиёт ва таълим, Т., №1, 2010-66.83-87.
- 4.155. Шохазамий Ш.Ш. Новая фаза развития рынка ценных бумаг. //Рынок деньги и кредит, Т., 2010 г., №3- сс. 37-38.
- 4.156. Shoha'zamiy Sh.Sh. The tendencies and obstacles of the development of securities market of Uzbekistan beyond international experience and governmental macroeconomic policies.//»European Journal of Business and Economics», Volume 1, Autumn, BARAR ICBI, Praha, Czech Republic, 2010.-pp.58-65.
- 4.157. Шохазамий Ш.Ш., Шаюсупов Б.С., Абдукаюмов А.А., Карабаев С.А., Кудратов Б.Г. Мулк ва уни баҳолаш хизматлари бозорлари ҳамда реал иктисодиётнинг ўзаро макрорегулятив боғлиқлиги: муаммолар ва назарий қарашлар. //Молия. -Т., №4, 2010.-6.58-63.
- 4.158. Шохазамий Ш.Ш., Нагаев А.Р., Шаюсупов Б.С., Абдукаюмов А.А., Карабаев С.А., Кудратов Б.Г., Инагамов Л.С., Миркамалов М.М. Турли мулк қийматини баҳолашнинг услубий асослари: тизимлаштирилган назарий тушунчалар, ёндашув ва усуллар.// Биржа эксперт. -Т., №3, 2011.-с.6-11.
- 4.159. Шохазамий Ш.Ш., Сатторов Б.Қ. Қимматли қозғалар ва секьюритизация бозори.// Жамият ва бошқарув, Т., 2010, №4.-с.69-70.
- 4.160. Шохазамий Ш.Ш., Сайдалиев С.С. Инвестицион мухит: мазмун, таркиби, минтақавий хусусиятлари.//Биржа эксперт. -Т., №1-2, 2011.-6.64-66.

5. Конференция, симпозиум ва семинар материаллари

- 5.1. Азимов Р.С. «Узбекская модель» реформирования и модернизации экономики, её эффективность в преодолении последствий мирового финансово-экономического кризиса.//Материалы Международной научно-практической конференции «Мировой финансово-экономический кризис, пути и меры по его преодолению в условиях Узбекистана» (на основе книги Президента Республики Узбекистан И.А.Каримова), Ташкент, 22 мая 2009 г., Часть 1.-Т.: Узбекистан, 2009.-с.6-18.
- 5.2. Вахабова А.В. Актуальные проблемы активизации инвестиционной деятельности коммерческих банков.//Макроэкономические и региональные аспекты моделирования устойчивого экономического роста. Материалы Форума экономистов Узбекистана, 14 декабря 2010 г.,

Ташкент/Под ред. А. Садыкова, ИПМИ, ПРООН.-изд. «InfoCOM.uz», 2011.-с.20.

5.3. Кадыров А.М., Ахмадиева А.Т. Методологические подходы к анализу стратегии социально-экономического развития региона. //Макроэкономические и региональные аспекты моделирования устойчивого экономического роста. Материалы Форума экономистов Узбекистана: 14.12.2010 г., Ташкент, ИПМИ, ПРООН, изд. InfoCOM.uz, 2011.-с.147-151.

5.4. Назаров Ш.Х., Рафиев А.А. Инвестиционный климат региона и методы его оценки.//Макроэкономические и региональные аспекты моделирования устойчивого экономического роста. Материалы Форума экономистов Узбекистана: 14.12.2010 г., Ташкент, ИПМИ, ПРООН, изд. InfoCOM.uz, 2011.-с.229-234.

5.5. Макашева Н. А. Компьютерные симуляции и экономическая наука: методологический и эпистемологический аспекты 1/ Сб. материалов 7-го Международного симпозиума по эволюционной экономике. М., 2007.-С. 9.

5.6. Расулев А.Ф. Узбекистан как составная часть мирового пространства и глобального финансово-экономического рынка. //Материалы Международной научно-практической конференции «Мировой финансово-экономический кризис, пути и меры по его преодолению в условиях Узбекистана» (на основе книги Президента Республики Узбекистан И.А.Каримова), Ташкент, 22 мая 2009 г., Часть 2.-Т.: Узбекистан, 2009.-с.14-23.

5.7. Садыков А.М. Социально-экономическое развитие регионов Узбекистана: тенденции, проблемы и стратегии.//Макроэкономические и региональные аспекты моделирования устойчивого экономического роста. Материалы Форума экономистов Узбекистана: 14.12.2010 г., Ташкент, ИПМИ, ПРООН, изд. InfoCOM.uz, 2011.-с.141-146.

5.8. Шохазамий Ш.Ш., Котов В.А. Теоретическая интерпретация и формализация некоторых структурно-модельных аспектов формирования рынка ценных бумаг.//Материалы Международной научно-практической конференции «Применение международного опыта в процессе институционального развития банковско-финансовой системы Республики Узбекистан», Ташкент, 3 мая 2002 г.-Т.: Молия, 2002.-с.48-50.

5.9. Шохазамий Ш.Ш., Файзуллаев Ш.Н., Иргашев Ф. Об инвестиционной привлекательности нефтегазовой отрасли Узбекистана и необходимости привлечения в нее иностранных инвестиций с помощью депозитарных расписок// Материалы Международной научно-практической конференции «Налоговый механизм в развитии междуна-

- родных экономических отношений», Ташкент, 16-17 октября 2002 г.-Т.: Типограф. ИК АН РУз, 2002.-с.95-96.
- 5.10. Шохазамий Ш.Ш. Экономическая модель рынка ценных бумаг//Материалы Шестнадцатых Международных Плехановских чтений, (26 апреля 2003 г.).-М.: Издат. РЭА им. Г.В. Плеханова, 2003.-с.221-222.
- 5.11. Шохазамий Ш.Ш. Роли современного рынка ценных бумаг//Материалы республиканского научно-практического семинара «Проблемы и перспективы конкурентоспособности национальной экономики».-Т., Институт Экономики АН РУз., 2003. - 27-31 б.
- 5.12. Шохазамий Ш.Ш. Методы оценки доходности инвестиций в условиях конкурентного рынка ценных бумаг//Материалы республиканского научно-практического семинара «Проблемы и перспективы обеспечения конкурентоспособности национальной экономики».-Т., ТФИ, 18 марта 2003. – с.58-61.
- 5.13. Шохазамий Ш.Ш. Экономическая модель и функция конкурентной отдачи рынка ценных бумаг//Материалы республиканского научно-практического семинара «Проблемы и перспективы обеспечения конкурентоспособности национальной экономики».-Т., ТФИ, 18 марта 2003. – с.66-68.
- 5.14. Шохазамий Ш.Ш. Об обобщенной теории рынков финансовых и ценных бумаг//Материалы международной научно-практической конференции «Пути совершенствования налоговой системы и страховой деятельности в условиях либерализации экономики» (11-12 февраль 2004 г.). – Т.: ТФИ, 2004. – сс. 443-445.
- 5.15. Шохазамий Ш.Ш. Теоретическая интерпретация и систематизация собственности и собственников//Материалы международной научно-практической конференции «Пути совершенствования налоговой системы и страховой деятельности в условиях либерализации экономики» (11-12 февраль 2004 г.). – Т.: ТФИ, 2004. – сс. 453-456.
- 5.16. Шохазамий Ш.Ш. Об одном подходе к системному исследованию и развитию рынка ценных бумаг//Материалы международной научно-практической конференции «Актуальные проблемы социально-экономического развития Узбекистана в условиях либерализации и углубления реформ», организованной ЦЭЭП при поддержке USAID и EugarAid 27-28 мая 2004 г. -с.55-58.
- 5.17. Шохазамий Ш.Ш. Основы теории секьюриметрики рынка ценных бумаг//Материалы Семнадцатых международных Плехановских чтений.-М.: РЭА, 2004. - С. 102-103.
- 5.18. Шохазамий Ш.Ш. Основы теории систем обеспечения и регулирования качества рынка ценных бумаг//Материалы международной научно-практической конференции «Узбекистон банк

тизимини ислох қилиш ва эркинлаштиришнинг асосий йўналишлари».- Т., 2004. - С. 161-163.

5.19. Шохаззамий Ш.Ш. Теория рынков финансовых и ценных бумаг// Материалы международной научно-практической конференции «Проблемы повышения эффективности финансово-кредитных механизмов в обеспечении экономического роста Республики Узбекистан».-Т., 2004. - С. 134-137.

5.20. Шохаззамий Ш.Ш., Фозилчаев Ш., Абдурахимов Н., Саъдуллаев З. Мировой рынок ценных бумаг-катализатор процессов финансовой глобализации// Материалы Международной научно-практической конференции «Пути совершенствования налоговой системы и страховой деятельности в условиях либерализации экономики», Ташкент, 11-12 февраля 2004 г.-Т.: ТФИ, 2004.-с.435-439.

5.21. Шохаззамий Ш.Ш. Макромодели финансового рынка//Материалы международной научно-практической конференции «Актуальные проблемы и перспективы развития финансовых отношений».-Т., 2005. - С.192-201.

5.22. Шохаззамий Ш.Ш. Концепция финансового инжиниринга и основные направления его приложения в экономике//Материалы международной научно-практической конференции «Проблемы углубления реформ в банковской и финансовой системах Республики Узбекистан».-М., 2005. - С. 209-211.

5.23. Шохаззамий Ш.Ш. Основы финансового инжиниринга и направления его приложения // Материалы международной научно-практической конференции «Социально-экономические проблемы переходной экономики (опыт, обобщения, закономерности)».-С-Пб, 2005. - С. 163-167.

5.24. Шохаззамий Ш.Ш. Концептуально-системное исследование и развитие рынка ценных бумаг//Материалы международной научно-практической конференции «Социально-экономические проблемы переходной экономики (опыт, обобщения, закономерности)».-С-Пб, 2005. - С. 264-267.

5.25. Шохаззамий Ш.Ш. О формировании рынка ипотечных ценных бумаг в Узбекистане//Материалы международной научно-практической конференции «Ипотечное кредитование: международный опыт, проблемы и перспективы развития», 11-12 мая 2006 г., БФА.-Т.: Молия, 2006.-с.51-53.

5.26. Шохаззамий Ш.Ш., Фозилчаев Ш.К. О возможностях государственного финансового инжиниринга и его применении в управлении государственными финансами Узбекистана//«Иқтисодий тараққиётга эришишда солиқ сиёсатини янада такомиллаштириш

- йуллари» Республика илмий-амалий конференция материаллари, Тошкент, 2006 йил 4 март.-Т.: Iqtisod-moliya, 2006.-сс.317-319.
- 5.27. Шохаъзамий Ш.Ш. Вопросы совершенствования механизма корпоративного управления и его финансирования в Узбекистане// Материалы международной научно-практической конференции «Проблемы внедрения лучшей практики корпоративного управления».- Т.: АГОС Академия, 2007.-С.58-60.
- 5.28. Шохаъзамий Ш.Ш. Перспективы рынка ценных бумаг Узбекистана в условиях ВТО.//Материалы республ. научно-практической конференции «Иқтисодий ислохотларни чуқурлашти-ришда корпоратив бухгалтерия ҳисоби, молиявий таҳлил ва аудитни ривожлантиришнинг асосий йуналишлари».-Т.: Iqtisod-moliya, 2006.-с.245-246.
- 5.29. Шохаъзамий Ш.Ш. Секьюритетический метод анализа в финансовой инженерии//«Иқтисодий ислохотларни чуқурлаштиришда корпоратив бухгалтерия ҳисоби, молиявий таҳлил ва аудитни ривожлантиришнинг асосий йуналишлари» Республика илмий-амалий конференция материаллари, Тошкент, 2006 йил 27 май.-Т.: Iqtisod-moliya, 2006.-253-254бет.
- 5.30. Шохаъзамий Ш.Ш. Проблемы и перспективы стратегического развития рынка ценных бумаг Узбекистана в условиях ЕврАзЭС. //Материалы международной научно-практической конференции «Социально-экономические закономерности развития мирохозяйственных связей в условиях усиления интеграционных процессов».-М., 2006. - С. 146-147.
- 5.31. Шохаъзамий Ш.Ш. Концепция финансовой инженерии и основные направления её применения в условиях Узбекистана// Материалы Международной научно-практической конференции «Разработка, оценка эффективности и реализация инвестиционных и инновационных проектов», 14-16 ноября 2006 г.-Т.: Iqtisod-moliya, 2006.-сс.7-9.
- 5.32. Шохаъзамий Ш.Ш. Опыт, проблемы и механизмы развития научно-инновационной деятельности вуза финансово-экономического профиля// Материалы международной научно-практической конференции «Поддержка предпринимательской деятельности в высшем образовании», 24.01.2007.-Т.: Iqtisod-moliya, 2007.-сс.64-70.
- 5.33. Шохаъзамий Ш.Ш., Котов В.А. Переподготовка специалистов бизнеса на рынке ценных бумаг - важное направление вузовского предпринимательства// Материалы международной научно-практической конференции «Поддержка предпринимательской деятельности в высшем образовании», 24.01.2007.-Т.: Iqtisod-moliya, 2007.-сс.79-81.
- 5.34. Шохаъзамий Ш.Ш., Польша А.Ю., Касабян А.Р. Организация и развитие вузовского бизнеса на международной валютной торговой

- системе FOREX// Материалы международной научно-практической конференции «Поддержка предпринимательской деятельности в высшем образовании», 24.01.2007.-Т.: Iqtisod-moliya, 2007.-сс.81-83.
- 5.35. Шохаъзамий Ш.Ш. Методологические основы, проблемы и приоритеты развития рынка ценных бумаг в Узбекистане//Материалы международной научно-практической конференции «Дальнейшее углубление реформ в банковско-финансовой системе Узбекистана».-М.: МГЭИ, 2007. - С. 127-129.
- 5.36. Шохаъзамий Ш.Ш., Исмаилов А.С. Проблемы и пути инвестиционного развития стратегических отраслей экономики Узбекистана// Материалы республиканской научно-технической конференции «Istiqlob» (с международным участием) «Геотехнология: инновационные методы недропользования в XXI веке», Москва-Навои, 25-27 сентября 2007 г., НавГИИ.-500 с., сс.411-412.
- 5.37. Шохаъзамий Ш.Ш. Концепция финансово-корпоративной политики управления в интегрированных компаниях Узбекистана// Материалы Международной научно-практической конференции «Международный опыт создания финансово-промышленных групп и проблемы совершенствования корпоративного управления в Узбекистане» 22 мая 2008 г.-Москва: МГЭИ, 2008.-сс. 177-179.
- 5.38. Шохаъзамий Ш.Ш. Фундаментальные концепции и практические аспекты финансовой инженерии.//Материалы Республиканской научно-практической конференции «Исследование и развитие фундаментальных основ финансовой инженерии». -Т.: ТФИ, 2009.-сс.3-5..
- 5.39. Шохаъзамий Ш.Ш. Мировой финансово-экономический кризис: характер, причины, факты и предпринимаемые меры//Материалы Республиканской научно-практической конференции «Мировой финансово-экономический кризис, пути и меры по его преодолению в условиях Узбекистана».-Т.: ТГЭУ, 2009.-сс.57-68.
- 5.40. Шохаъзамий Ш.Ш. Концепция экономической системологии и её применение для системного анализа рыночно-экономических систем //Материалы Республ. научно-практической конференции «Совершенствование бухгалтерского учета, аудита и анализа в условиях мирового финансово-экономического кризиса».-Т.: ТФИ, 2009.-сс.151-162.
- 5.41. Шохаъзамий Ш.Ш. Предпосылки развития концепции финансовой инженерии в Узбекистане.//Материалы международной научно-практической конференции «Трансформация экономических отношений в условиях преодоления последствий глобального финансово-экономического кризиса».- М.: МГУ, 2010.- сс.244-245.
- 5.42. Шохаъзамий Ш.Ш. Экономическая системология: теория и принципы применения.//Материалы международной научно-практической конференции «Трансформация экономических отношений

в условиях преодоления последствий глобального финансово-экономического кризиса».- М.: МГУ, 2010.- сс.394-395.

5.43. Шохаззамий Ш.Ш. Концепция системы макрорегуляторов финансовых рынков с метастабиллизатором.//Материалы международной научно-практической конференции «Эффективность антикризисных программ и приоритеты посткризисного развития».- Т.: Узбекистан, 2010.-с.189-195.

5.44. Шохаззамий Ш.Ш. Вопросы развития концепции финансовой инженерии//Материалы Республиканской научно-практической конференции «Иқтисодий ётти модернизациялаш ва диверсификациялаш шароитида бюджет-солиқ сиёсатини такомиллаштириш муаммолари».- Т.: Ўз.Р. ДСҚ ва Солиқ академияси, Тошкент, 2010.-сс.165-167.

5.45. Шохаззамий Ш.Ш. Системный финансовый инжиниринг -- важный фактор развития инновационной экономики в Узбекистане. //Материалы междуна. научно-практической конференции «Форум экономистов Узбекистана», Т., ИПМИ при КМ РУз., 14.12.2010 г.

5.46. Шохаззамий Ш.Ш., Гулямов С.С., Акбаров М.А. К проблеме совершенствования правового механизма защиты инвесторов на фондовом рынке Узбекистана//Материалы международной научно-практической конференции «Форум экономистов Узбекистана», 14.12.2010.

5.47. Шохаззамий Ш.Ш., Кудратов Б.Г. Илмий ва ўқув-услугий ишларга муаллифлик ҳуқуқи бозор қийматини баҳолаш ва улар наشريни инвестицион молиялаштириш муаммоси// Материалы Международной научно-практической конференции «Миллий иқтисодий ётти модернизациялаш шароитида инновацион фаолиятни инвестициялаш», 19.11.2010 й.-Т.: Молия, 2010.-66.443-445.

5.48. Шохаззамий Ш.Ш. К проблеме развития концепции финансовой инженерии в Узбекистане//«Жаҳон молиявий - иқтисодий инкирози шароитида молия ва бюджет тизимини такомиллаштириш масалалари» Республика илмий-амалий конференция материаллари.- Т.: «Iqtisod – moliya», 2010.-сс.172-173.

5.49. Шохаззамий Ш.Ш. Теоретический и фактологический базис системного финансового инжиниринга// Тезисы докладов Двадцать четвертые Международные Плехановские чтения (2 февраля 2011 г.)- М.: изд.РЭА, 2011.-сс.347-348.

5.50. Шохаззамий Ш.Ш. Мировой финансово-экономический кризис: причины, уроки и предпринимаемые меры// Материалы республиканской научно-практической конференции «Основные уроки мирового финансово-экономического кризиса, последствия и влияние на развитие национальных экономик», Ташкент, 25 апреля 2011 г., ТГИВ.-сс.79-83.

5.51. Шохаззамий Ш.Ш. Развитие инноваций-эффективные инвестиции в инновации-устойчивый экономический рост.//Материалы Международной научно-практической конференции «Проблемы и пути наращивания инновационного потенциала экономик стран Центральной Азии», Москва, 23-24 апреля 2011 г., МГУ.

5.52. Шохаззамий Ш.Ш., Кудратов Б.Г. Муаллифлик ҳукуки бозор кийматини баҳолаш ва улар напирини инвестицион молиялаштиришда солиқ муаммоси//«Бюджет ижросига газначилик тизимини жорий этишнинг долзарб муаммлари» Республика илмий-амалий конференция материаллари. - Т.: «Iqtisod –moliya», 2011.-66.383-385.

5.53. Юсупова Н.М. Совершенствование механизма активизации инвестиционной деятельности.//Макроэкономические и региональные аспекты моделирования устойчивого экономического роста. Материалы Форума экономистов Узбекистана: 14.12.2010 г., Ташкент, ИПМИ, ПРООН, изд. InfoCOM.uz, 2011.-с.24-30.

6. Муаллифлик ҳуқуқлари ва патентлар

6.1. Шохаззамий Ш.Ш., Алексеев Д.В., Исмаилов А.С. Комплекс программ автоматизированного ведения депозитарной деятельности «DELTA»// Государственное Патентное ведомство ГКНТ Республики Узбекистан, Свидетельство №88 об официальной регистрации программы для ЭВМ по заявке № ED GU 9700025 от 23.05.1997 г.

6.2. Шохаззамий Ш.Ш., Исмаилов А.С., Агзамов Б.Ш. Технология ведения депозитарной деятельности. УзРААП, Регистрационное удостоверение №32 от 16.06.1997 г.

6.3. Шохаззамий Ш.Ш. Модель, планирование и прогноз деятельности корпорация «General pool». УзРААП, Регистрационное удостоверение №75 от 30.12.1998 г.

6.4. Шохаззамий Ш.Ш. Концепция высокоорганизованного рынка ценных бумаг. УзРААП, Регистрационное удостоверение №60 от 11.05.1999 г.

6.5. Ўзбекистон Давлат Стандарт, Олий таълим 5341500 - Молия инжиниринги йўналиши бўйича бакалавринг зарурий тайёргарлик даражаси ва ўзлаштирадиган билимлари мазмунига қўйиладиган талаблар.(Муаллиф Шохаззамий Ш.Ш.)/Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг 2001 йил 16 августдаги №343-сонли қарорига асосан, Ўзбекистон Республикаси ОЎМТВ 2006 йил 6 ноябрдаги 251-сонли буйруғи.

6.6. Ўзбекистон Давлат Стандарт Олий таълим 5341500 - Молия инжиниринги йўналиши негиздаги магистратура мутахассисликлари бўйича магистринг зарурий тайёргарлик даражаси ва ўзлаштирадиган билимлари мазмунига қўйиладиган умумий талаблар (Муаллиф Шохаззамий Ш.Ш.)/Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкама-

сининг 2001 йил 16 августдаги №343-сонли қарорига асосан, Ўзбекистон Республикаси ОЎМТВ 2006 йил 6 ноябрдаги 251-сонли буйруғи.

6.7. Ўзбекистон Давлат Стандарти Олий таълим 5341600 - Бозорлардаги фаолият ва операциялар йўналиши бўйича бакалаврнинг зарурий тайёргарлик даражаси ва ўзлаштирадиган билимлари мазмунига қўйиладиган талаблар (Муаллиф Шоҳаъзамий Ш.Ш.)/Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг 2001 йил 16 августдаги №343-сонли қарорига асосан, Ўзбекистон Республикаси ОЎМТВ 2006 йил 6 ноябрдаги 251-сонли буйруғи.

6.8. Ўзбекистон Давлат Стандарти Олий таълим 5341600 - Бозорлардаги фаолият ва операциялар йўналиши негизидаги магистратура мутахассисликлари бўйича магистрнинг зарурий тайёргарлик даражаси ва ўзлаштирадиган билимлари мазмунига қўйиладиган умумий талаблар (Муаллиф Шоҳаъзамий Ш.Ш.)/Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг 2001 йил 16 августдаги №343-сонли қарорига асосан, Ўзбекистон Республикаси ОЎМТВ 2006 йил 6 ноябрдаги 251-сонли буйруғи.

6.9. Ўзбекистон Давлат Стандарти Олий таълим Молия инжиниринги - 5341500 бакалавр йўналиши базасида «Давлат молия инжиниринги»-5A341501 мутахассислиги бўйича магистрларни тайёрлашнинг таркиби ва даражасининг зарурий талаблари (Муаллиф Шоҳаъзамий Ш.Ш.)/Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг 2001 йил 16 августдаги №343-сонли қарорига асосан, Ўзбекистон Республикаси ОЎМТВ 2006 йил 6 ноябрдаги 251-сонли буйруғи.

6.10. Ўзбекистон Давлат Стандарти Олий таълим Молия инжиниринги - 5341500 бакалавр йўналиши базасида «Банк молия инжиниринги»-5A341502 мутахассислиги бўйича магистрларни тайёрлашнинг таркиби ва даражасининг зарурий талаблари (Муаллиф Шоҳаъзамий Ш.Ш.)/Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг 2001 йил 16 августдаги №343-сонли қарорига асосан, Ўзбекистон Республикаси ОЎМТВ 2006 йил 6 ноябрдаги 251-сонли буйруғи.

6.11. Ўзбекистон Давлат Стандарти Олий таълим Молия инжиниринги - 5341500 бакалавр йўналиши базасида «Корпоратив молия инжиниринги»-5A341503 мутахассислиги бўйича магистрларни тайёрлашнинг таркиби ва даражасининг зарурий талаблари (Муаллиф Шоҳаъзамий Ш.Ш.)/Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг 2001 йил 16 августдаги №343-сонли қарорига асосан, Ўзбекистон Республикаси ОЎМТВ 2006 йил 6 ноябрдаги 251-сонли буйруғи.

6.12. Ўзбекистон Давлат Стандарти Олий таълим Молия инжиниринги - 5341500 бакалавр йўналиши базасида «Суғурта молия инжиниринги»-

5А341504 мутахассислиги бўйича магистрларни тайёрлашнинг таркиби ва даражасининг зарурий талаблари (Муаллиф Шохазамий Ш.Ш.)/Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг 2001 йил 16 августдаги №343-сонли қарорига асосан, Ўзбекистон Республикаси ОУМТВ 2006 йил 6 ноябрдаги 251-сонли буйруғи.

6.13. Ўзбекистон Давлат Стандарти Олий таълим Молия инжиниринги - 5341500 бакалавр йўналиши базасида «Махсус фанларни ўқитиш методикаси»-5А341505 мутахассислиги бўйича магистрларни тайёрлашнинг таркиби ва даражасининг зарурий талаблари (Муаллиф Шохазамий Ш.Ш.)/Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг 2001 йил 16 августдаги №343-сонли қарорига асосан, Ўзбекистон Республикаси ОУМТВ 2006 йил 6 ноябрдаги 251-сонли буйруғи.

6.14. Молия инжиниринги - 5341500 бакалавр йўналиши ихтисослик ва танлов фанлари учун намунавий ўқув дастурлар (Муаллиф Шохазамий Ш.Ш.)/Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг 2001 йил 16 августдаги №343-сонли қарорига асосан, Ўзбекистон Республикаси ОУМТВ 2006 йил 6 ноябрдаги 251-сонли буйруғи.

6.15. Молия инжиниринги - 5341500 бакалавр йўналиши базасида мутахассислиги умуммутахассислик, ихтисослик ва танлов фанлари бўйича намунавий ўқув дастурлар (Муаллиф Шохазамий Ш.Ш.)/Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг 2001 йил 16 августдаги №343-сонли қарорига асосан, Ўзбекистон Республикаси ОУМТВ 2006 йил 6 ноябрдаги 251-сонли буйруғи.

6.16. Шохазамий Ш.Ш. Янги миллий йиғма фонд индекси «SHOH COMPOSITE INDEXES». УзРААП, Регистрационное удостоверение №3315 от 04.03.2011 г.

7. Интернет ресурслар

www.cepr.org.

www.econstats.com.

www.fsfm.gov.ru.

www.gov.uz

www.eurostat.org

www.cer.uz

www.deponet.uz.

www.csm.gov.uz.

www.uzse.com

www.worldbank.org

www.imf.org

www.mfc.org

www.wto.org

www.iosco.org

www.worldexchange.org

www.standardandpoors.ru
www.moodys.com
www.micex.ru
www.mirkin.ru
www.naufor.ru
www.feas.org
www.nfa.futures.org
www.globalfindata.com
www.bis.com
www.regionnalistica.ru
www.europeansecuritisation.com
www.gki.uz
www.stat.uz
www.cbu.uz
www.mf.uz
www.columbia.com
[www.pricten.edu /markus/](http://www.pricten.edu/markus/)
www.antimon.uz
www.appraiser.ru
www.mrsa.ru
<http://www.biz.yahoo.com>
[www.mailto:fereshko@ccas.ru](mailto:fereshko@ccas.ru)

М У Н Д А Р И Ж А

КИРИШ	3
I ҚИСМ. ТИЗИМЛИ МОЛИЯ ИНЖИНИРИНГИНИНГ ФУНДАМЕНТАЛ АСОСЛАРИ ВА ИҚТИСОДИЁТНИ ИННОВАЦИОН РИВОЖЛАНИШИДАГИ АҲАМИЯТИ	
I БОБ. ТИЗИМЛИ МОЛИЯ ИНЖИНИРИНГИ: ТУСПУНЧАЛАР, НАЗАРИЙ ҚАРАШЛАР ВА ДЕТЕРМИНАНТЛАР	
1.1 Молия инжинирингининг мазмуни ва методологик асослари	8
1.2 Молия инжиниринги – жаҳон ва Ўзбекистон молия-кредит тизимларининг инновацион ривожланиш катализатори эканлиги	26
1.3 Молия инжинирингининг жаҳон амалиётидаги концептуал йўналишлари ва тизимли молия инжиниринги хусусиятлари	30
1.4 Тизимли молия инжиниринги ривожланишини шакллантирувчи омиллар таснифи	49
1.5 Тизимли молия инжинирингининг маҳсулотлари таснифи ва тавсифи	54
1.6 Тизимли молия инжинирингининг таъминот турлари	60
1.7 Тизимли молия инжиниринги инновацияларининг яратилиши ва ўзлаштирилиш жараёни	68
II БОБ. ТИЗИМЛИ МОЛИЯ ИНЖИНИРИНГИНИНГ ИҚТИСОДИЁТНИ ИННОВАЦИОН РИВОЖЛАНИШИДАГИ ЎРНИ ВА АҲАМИЯТИ: НАЗАРИЙ ҚАРАШЛАР ВА МОДЕЛЛАР	
2.1 Тизимли молия инжинирингининг молия-кредит соҳасини инновацион ривожланишидаги ўрни	73
2.2 Тизимли молия инжинирингининг молия бозори иқтисодий моделидаги ўрни	78
2.3 Макроиқтисодий сиёсат ва миллий молия инжиниринги амалиётининг уйғунлиги	83
2.4 Тизимли молия инжинирингининг мамлакатни инновацион иқтисодиёт моделига ўтишидаги аҳамияти	90
2.5 Иқтисодий ўсиш ва унга молия-кредит соҳаси инновациялари таъсирини ўрганишнинг назарий асослари	96
2.6 Тизимли молия инжиниринги ва уни молия-кредит тизими билан боғлиқликдаги регулятив моделлари	101
2.7 Молиявий инновация ва инструментлар қиймати ва нархи, уларнинг мазмун-моҳияти, турлари, ўзаро боғлиқлиги ва эквивалентлиги	113
2.8 Тизимли молия инжинирингининг компаниялар корпоратив бошқаруви сиёсатидаги ўрни	146
2.9 Хорижий банкларнинг молия инжиниринги асосида ривожланиш тенденциялари ва муаммолари	171
2.10 Инвестиция муҳитининг назарий-методологик асослари, ҳудудий хусусиятлари ва инвестицион-инновацион ривожланишдаги аҳамияти.....	181
2.10.1 Инвестиция муҳити: мазмун-моҳияти, таркиби, минтақавий хусусиятлари.....	181
2.10.2 Ҳудуд иқтисодиёти ва инвестиция муҳитининг омиллар таъсиридаги боғлиқлигини ifodalovchi тузилмавий модел	196
2.10.3 Инвестиция муҳитини тадқиқ этиш усуллари	202
III БОБ. ТИЗИМЛИ МОЛИЯ ИНЖИНИРИНГИНИНГ ФУНДАМЕНТАЛ МАСАЛАЛАРИ	
3.1 Кириш сифатида тизимли масалалар тавсифи ва уларни счиш методологияси	218
3.2 Тизимли таҳлил масаласи: мазмуни, қўйилиши, ечими схемаси	225

3.3	Тизимли синтез масаласи: мазмуни, қўйилиши, ечими схемаси	228
3.4	Тизимли «таҳлил-синтез» масаласи: мазмуни, қўйилиши, ечими схемаси ..	232
3.5	Эконометрика, квалиметрия, маркетингметрика, финансометрика, секьюриметриканинг тизимли молия инжиниринги масалаларида қўлланилиши хусусиятлари	234
3.6	Миллий фонд бозорларининг секьюриметрик солиштирма таҳлил методологияси ва тамойиллари	236

IV БОБ. ТИЗИМЛИ МОЛИЯ ИНЖИНИРИНГИНИНГ АСОСИЙ ЙУНАЛИШЛАРИ ВА УЛАРИНГ ХУСУСИЯТЛАРИ

4.1	Давлат молия инжиниринги ва унинг амалиётини Ўзбекистон шароитида ривожланиш хусусиятлари	243
4.2	Муниципал молия инжиниринги ва унинг амалиётини Ўзбекистон шароитида ривожланиш хусусиятлари	273
4.3	Корпоратив молия инжиниринги ва унинг амалиётини Ўзбекистон шароитида ривожланиш хусусиятлари	294
4.3.1	Банк молия инжиниринги хусусиятлари	301
4.3.2	Сугурта молия инжиниринги хусусиятлари	319
4.3.3	Фонд бозори профессионал институтлари молия инжиниринги хусусиятлари	329
4.3.4	Ихтисослашган молия институтларининг инжиниринги хусусиятлари	331
4.4	Индивидуумлар ва уларнинг уй ҳўжалиги нано молия инжиниринги хусусиятлари	333
4.5	Бозор нарх-навоси молия инжиниринги хусусиятлари	339
4.6	Корпоратив молия инжиниринги хизмати фаолиятини молиялаштиришнинг хусусиятлари	345

V БОБ. ТИЗИМЛИ МОЛИЯ ИНЖИНИРИНГИНИНГ АМАЛИЙ МАСАЛАЛАРИ ВА ЯНГИ МАҲСУЛОТЛАРИДАН НАМУНАЛАР

V БОБ. ТИЗИМЛИ МОЛИЯ ИНЖИНИРИНГИНИНГ БАЎЗИ АМАЛИЙ МАСАЛАЛАРИ

5.1	Тизимли молия инжиниринги rischi масалалари	348
5.2	Молиявий инновациялар бўйича эгалик ҳукуқини ҳимоялаш ва моддий манфаатларни таъминлаш масаласи	361
5.3	Молиявий инновациялар қийматини баҳолаш масаласи	381
5.4	Тизимли молия инжиниринги маҳсулотлари лойиҳаларини тузиш ва молиялаштириш масаласи	397
5.5	Тизимли молия инжиниринги маҳсулотлари трансфери ва уларни тижоратлаштириш масалалари	406
5.6	Тизимли молия инжиниринги сифати масаласи	411
5.7	Компания ва унинг корпоратив молия инжиниринги самарадорлигини баҳолаш масаласи ва унда қўлланиладиган кўрсаткичлар	419
5.8	Компания молия инжиниринги доирасида бюджетлаштириш масаласи ва технологияси	435
5.9	Акциядорлик компанияси бюджетлаштириш сиёсати доирасида эмиссия, инвестиция ва дивиденд стратегияларининг оптимал баланси масаласи....	444
5.10	Фонд бозоридаги «кўпик» миқдорини баҳолаш масаласи ва унинг ечими...	445
5.11	Оиланинг молиявий фаровонлигини ошириш ва бюджетлаштириш масаласи	451
5.12	Молия инжаснерларини тайёрлаш ва уларнинг малакасини ошириб бориш масаласи	454

VI БОБ. ТИЗИМЛИ МОЛИЯ ИНЖИНИРИНГИ ДОИРАСИДА ТАВСИЯ ЭТИЛАДИГАН БАЎЗИ ИННОВАЦИЯЛАР

6.1	Оиланинг молиявий фаровонлигига қаратилган бюджет модели.....	458
-----	---	-----

6.2	Банкларни тизимли молия инжиниринги асосида инновацион ривожлантириш йўллари ва маҳсулотлари	462
6.2.1	Тижорат банклари молия инжинирингида рискларни бошқариш	462
6.2.2	Тизимли молия инжиниринги ва хориж тажрибаси асосида банкларни инновацион ривожлантириш йўллари ва чоралари	471
6.3	Суғурта молия инжинирингига асосланган инновацион маҳсулотлар	484
6.3.1	Компания ва банкларнинг раҳбар ходимлари жавобгарлигини суғурталаш	484
6.3.2	Ҳаётни жамгармали ва таълим олишга бонус тўлови билан суғурталаш тури	487
6.4	Холдинглар молиясизни ташкиллаштириш моделлари	489
6.5	Ипотека ва активлар секьюритизацияси моделлари	497
6.5.1	Ипотекани қайта молиялаштиришнинг икки поғонали модели	497
6.5.2	Активлар секьюритизациясининг бир поғонали модели	507
6.5.3	Секьюритизация бозорининг қонуний-меъёрий базаси ва регулятив тузилмасини такомиллаштириш	510
6.5.4	Ипотека секьюритизацияси бозорини ривожлантириш йўллари ва чоралари	516
6.6	Қимматли қоғозлар савдосини ташкиллаштиришнинг интеграллаштирилган модели	520
6.7	Янги миллий йиғма фонд индекси модели	537
6.8	Миллий молия-кредит тизимининг молиявий ҳавфсизлик ва рақобатбардошлилик индикаторлари	541
6.9	Худудлар инвестиция муҳитини янада кучайтиришнинг устувор йўналишлари	552
6.9.1	Худудлар инвестиция сиёсати ва инвестиция муҳитининг регулятив моделини такомиллаштириш	553
6.9.2	Худудлар иқтисодиётига инвестициялар жалб қилиниши фаоллигини янада оширишнинг инвестиция сиёсати чоралари	562
6.10	Инвестицион корпоратив-банк облигациялари дастури	567
6.11	Муниципал бизнес-инвестицион облигациялари концепцияси	571
6.12	Имтисоли солиқ кредитларини жорий қилиш ва уларни қайта молиялаштириш бўйича узок муддатли давлат облигацияларини муомалага чиқариш йўли	574
6.13	Жаҳон молия бозорининг метастабиллизаторли макрорегуляторлар глобал тизими концепцияси	577
6.14	Инвестицион-инновацион лойиҳаларни молиялаштиришнинг институционал консолидацияланган усули	581
6.15	Кредит-эмиссион-инвестицион траст синдикати лойиҳаси	582
6.16	Халқаро валюталар FOREX бозорнда паст рискли юқори фойда олиш стратегияси (нарх-наво молия инжиниринги маҳсулоти сифатида)	584
6.17	Олий маълумотли молия инженерларини тайёрлаш лойиҳаси ...	591
	ХУЛОСА	592
	ИЛОВАЛАР	598
	ҲОИДАЛАНИЛГАН АДАБИЁТЛАР	759

ШОҲАЪЗАМИЙ ШОҲМАНСУР ШОҲНАЗИР ЎҒЛИ

ТИЗИМЛИ МОЛИЯ ИНЖИНИРИНГИ

Тошкент – «Fan va texnologiya» – 2012

Муҳаррир: Ф.Исмоилова
Тех. муҳаррир: А.Мойдинов
Мусаввир: Ҳ.Ғуломов
Мусахҳиҳа: М.Ҳайитова
Компьютерда
саҳифаловчи: Н.Ҳасанова

**Нашр.лид. АИ №149, 14.08.09. Босишга рухсат этилди 02.03.12.
Бичими 60x84 ¹/₁₆. «Times Uz» гарнитураси. Офсет усулида босилди.
Шартли босма табағи 50,0. Нашр босма табағи 49,75.
Тиражи 200. Буюртма № 18.**

**«Fan va texnologiyalar Markazining bosmaxonasi» да чоп этилди.
100066, Тошкент шаҳри, Олмазор кўчаси, 171-уй.**



8794-57

Шеҳазамниӣ Шохмансур Шохназир ўтли, 1956 йилда Тошкент шаҳрида зиёдийлар оиласида таваллуд топган. 1978 йилда Абу Райҳон Беруний номи Тошкент политехника институтини “Электрон ҳисоблаш машиналари” мутахассислиги бўйича имтиёзли тамомлаган.

Тошкент молия институти “Қимматли қоғозлар бозори” (кейичалик “Молия инжиниринги ва бозорлар”) кафедраси мудирлигига Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2002 йил 4 сентябрдаги №Р-1616-сонли Фармойиши билан иқтисодиёт соҳаси мутахассисликлари бўйича кадрларни тайёрловчи

иқтисослашган кафедралар мудирларини аттестациядан ўтказиш бўйича тузилган Давлат аттестация комиссияси қарори билан тайинланган.

Ҳозирда, 2009 йилдан буён, Тошкент молия институти ҳузуридаги Молия-банк ходимларининг малакасини ошириш ва уларни қайта тайёрлаш тармоқлараро институти директори.

Жаҳон банкининг Иқтисодий ривожланиш институти, ТАСИС, ТЕМПУС, КАРАНА халқаро дастурлари бўйича малакасини оширган.

Молия, пул муомаласи ва кредит, иқтисодий системология, хусусийлаштириш, молия бозори ва қимматли қоғозлар, баҳолаш иши, молия инжиниринги, турли бозор ва корпоратив сиёсат соҳалари бўйича етук назариётчи олим, мохир педагог, уста ва креатив амалиётчи, молия инженери.

ЕврАзия, USAID, ТЕМПУС ва давлат грантлари бўйича илмий-тадқиқот лойиҳаларни бажарган ва уларга илмий раҳбарлик қилган.

Ҳозиргача 200-га яқин илмий, оммавий ва ўқув-методик ишлар муаллифи, шу жумладан, 8 илмий монография, 10 дарслик, 7 ўқув қўлланма, 15 Давлат таълим стандарти, 120 намунавий ўқув дастур, 10 илмий иши чет элда chop этилган, 7 патент ва муаллифлик гувоҳномаларига эга.

Ўзбекистонда “Қимматли қоғозлар бозори”, “Молия инжиниринги”, “Бозорлардаги фаолият ва операциялар” ва “Баҳолаш иши” бакалавриат таълим йўналишлари ва улар негизидаги магистратура мутахассисликлари Давлат таълим стандартлари, ўқув режа ва дастурлари муаллифи ҳамда уларни очилиши ташаббускори.

Ўзбекистон қимматли қоғозлар бозори учун 1995-2012 йиллар давомида тўрт мингдан ортиқ профессионал мутахассисларни тайёрлаб сертификациялаган.

ISBN 978-9943-10-618-5



9 789943 106185

