

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

TOSHKENT MOLIYA INSTITUTI

S.Elmirzayev va boshqalar

KAPITAL BOZORI

Darslik

Toshkent – 2021

Kapital bozori. Darslik / S.Elmirzayev va boshqalar. – T.: “Iqtisod-Moliya”, 2021. - 286 b.

Mazkur darslikda global iqtisodiyotda kapital bozori, moliya bozorining segmenti sifatida kapital bozori, kapital bozori tashkiliy xususiyatlari va institutsional tarkibi, pul-kredit bozori - kapital bozorining tarkibiy qismi sifatida, kapital bozorida ulushli qimmatli qog'ozlar, kapital bozorida qarz munosabatli qimmatli qog'ozlar, kapital bozorida islom qimmatli qog'ozlari qo'llanilishi, xalqaro kredit bozori, kapital bozorida suveren qarzlari, xalqaro fond bozori, xalqaro investitsiyalar bozori, xalqaro sug'urta bozori, zamonaviy xalqaro oltin bozori, xalqaro hosilaviy moliyaviy instrumentlar bozori, kapital bozorida sekuritizatsiya, kapital bozorida risklarni boshqarish tizimlari, kapital bozorining to'lov infrastrukturasi, kapital bozorining tartibga solinishi, mintaqaviy moliya bozorlari kabilar yoritib berilgan.

Этот учебник охватывает рынок капитала в мировой экономике, рынок капитала как сегмент финансового рынка, организационные особенности и институциональную структуру рынка капитала, денежный рынок как компонент рынка капитала, долевые ценные бумаги на рынке капитала, долговые ценные бумаги на рынке капитала, применение исламских ценных бумаг на рынке капитала, международный кредитный рынок, суверенные долги на рынке капитала, международный фондовый рынок, международный инвестиционный рынок, международный страховой рынок, современный международный рынок золота, международный рынок производных финансовых инструментов, секьюритизация на рынке капитала, системы управления рисками рынка капитала, платежная инфраструктура рынка капитала, регулирование рынка капитала и региональные финансовые рынки.

This textbook covers the capital market in the global economy, the capital market as a segment of the financial market, the organizational features and institutional structure of the capital market, the money market as a component of the capital market, stocks in the capital market, debt securities in the capital market, application of Islamic securities in the capital market, international credit market, sovereign debts in the capital market, international stock market, international investment market, international insurance market, modern international gold market, international derivative financial instruments market, securitization in the capital market, risk management systems of capital market, payment infrastructure of capital market, capital market regulation and regional financial markets.

Mualliflar jamoasi: S.Elmirzayev, H.Axmedov, D.Abdikarimova, N.Sherqo'ziyeva, S.Omonov

Taqrizchilar: PhD, dots. J.Qurbonov
PhD, dots.X.Xudoyqulov

© S.Elmirzayev va boshqalar., 2021
© “Iqtisod-Moliya” nashriyoti, 2021

KIRISH

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

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

«Kapital bozori» fanini o'rganish orqali talabalar global iqtisodiyotda kapital bozori, moliya bozorining segmenti sifatida kapital bozori, kapital bozori tashkiliy xususiyatlari va institutsional tarkibi, pul-kredit bozori - kapital bozorining tarkibiy qismi sifatida, kapital bozorida ulushli qimmatli qog'ozlar, kapital bozorida qarz munosabatli qimmatli qog'ozlar, kapital bozorida islom qimmatli qog'ozlari qo'llanilishi, xalqaro kredit bozori, kapital bozorida suveren qarzlari, xalqaro fond bozori, xalqaro investitsiyalar bozori, xalqaro sug'urta bozori, zamonaviy xalqaro oltin bozori, xalqaro hosilaviy moliyaviy instrumentlar bozori, kapital bozorida sekuritizatsiya, kapital bozorida risklarni boshqarish tizimlari, kapital bozorining to'lov infrastrukturasi, kapital bozori inqirozlari, kapital bozorining tartibga

solinishi, mintaqaviy moliya bozorlari kabi mavzular bilan yaqindan tanishadilar. Darslikda bu jihatlarga e'tibor qaratilganligiga guvoh bo'lish mumkin.

Darslikda mavzularning nazariy jihatlari atroflicha yoritilishi bilan birga, amaliy mashg'ulotlar bo'yicha nazorat savollari, talabalarni fikrlashga undovchi alohida topshiriqlar, test savollari, masalalar ham dasturda keltirilgan. Bunda asosiy e'tibor talabaning mustaqil ishlashiga qaratilgan.

Mavzular yoritilishida moliya bozorining milliy amaliyoti bilan birga, rivojlangan davlatlar tajribalariga ham alohida e'tibor qaratilganligini qayd etib o'tish lozim. Shuningdek mustaqil tahlimni samarali tashkil etishga alohida e'tibor qaratilgan.

Darslik 5A231701 - "Kapital bozori va birja ishi" magistratura mutaxassisligi uchun mo'ljallangan bo'lib, Oliy va o'rta maxsus ta'lim vazirligi tomonidan tasdiqlangan «Kapital bozori» fani o'quv dasturi asosida yozilgan.

I BOB. GLOBAL IQTISODIYOTDA KAPITAL BOZORI

1.1. Kapital bozorining iqtisodiy mohiyati, tasniflanishi va o'ziga xos xususiyatlari

Bozor iqtisodiyoti sharoitidagi bugungi bosqichda iqtisodiyotni moliyalashtirish uchun ichki mablag'lar yetarli emasligi ma'lum haqiqat. Aholi va ehtiyojlar muntazam o'sib borayotgan bir vaqtda yuqori texnologik rivojlanish, oziq-ovqat xavfsizligini ta'minlash va boshqa sohalarni kompleks taraqqiy ettirishda biznes sub'ektlari va hukumatlar mablag'lariga qo'shimcha tashqi manbalardan moliyaviy resurslar jalb qilish zarurati mavjud. Shunday sharoitda iqtisodiyot sub'ektlari uchun moliyaviy resurslar va kapital jalb qilish muhim manbalaridan biri moliya bozori va uning elementi hisoblangan kapital bozoridir.

G'arb iqtisodiy adabiyotlarida moliya bozorlari pul mablag'lari oqimini jamg'aruvchidan qarz oluvchiga yo'naltiruvchi bozor institutlari jamlanmasi sifatida keltiriladi¹. Frederik Mishkin ortiqcha mablag'larga ega odamlardagi pul mablag'larini pul mablag'lari yetishmayotganlariga o'tkazib berishga xizmat qiluvchi bozorlarni moliya bozorlari deb ataydi.² Keltirilayotgan ta'riflar asosida ta'kidlash mumkinki, *moliya bozori* – moliyaviy instrumentlardan foydalanish asosida moliyaviy vositachilar orqali vaqtincha bo'sh pul mablag'larini qayta taqsimlash yuz beradigan bozordir.

Kapital bozori o'zida uzoq muddatli kapital va qarz majburiyatlari to'planadigan va muomalada bo'ladigan bozordir³. Bozor iqtisodiyoti sharoitida kapital bozori moliya bozorining asosiy turi bo'lib, uning yordamida biznes sub'ektlari va hukumatlar o'z faoliyatlarini moliyalashtirish manbalarini topishlari

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

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

³ Ковалёв В.В. Финансовый менеджмент: теория и практика. 2-издание. – М.: «Проспект», 2011. – С. 155. (1024).

mumkin. Shu o‘rinda qayd etish lozimki, moliya bozorining muhim tarkibiy qismi hisoblangan kapital bozorida qoplash muddati bir yildan ortiq bo‘lgan mablag‘lar, vositalar muomalada bo‘ladi.

Kapital bozorining iqtisodiy mohiyati uning funksiyalarida ham namoyon bo‘ladi (1.1-jadval).

1.1-jadval

Kapital bozorining funksiyalari

Maxsus funksiyalari	Umumbozor funksiyalari
1. Moliyaviy resurslarni qayta taqsimlash; 2. Mulkdorlikni hisobga olish; 3. Kapital konsentratsiya; 4. Takror ishlab chiqarishni moliyaviy ta'minlash.	1. Narx shakllanishi; 2. Bozor vositachiligi; 3. Tranzaksiya xarajatlarini optimallashtirish; 4. Axborot bilan ta'minlash.

Yuqoridagi jadvalda qator funksiyalar keltirilganligiga qaramasdan, kapital bozorining muhim mezonlari bozor ishtirokchilari o‘rtasida kapitalni qayta taqsimlash va kapitalni jamg‘armadan investitsiyaga transformatsiya qilish funksiyalarining o‘zaro bog‘liqligida namoyon bo‘ladi.

Moliya bozori kapital bozori va pul bozoriga bo‘linsa, kapital bozori o‘z navbatida ssuda kapitali bozori va ulush munosabatli qimmatli qog‘ozlar bozoriga bo‘linadi. Bunda ssuda kapitali bozorining bank kreditlari bozori va qarz qimmatli qog‘ozlari bozori turlari ajratib ko‘rsatiladi. Keltirilgan jihatlar asosida kapital bozorining segmentlarini quyidagicha tavsiflash mumkin (1.2-jadval)

1.2-jadval

Kapital bozori segmentlari va ular tavsifi

Segment	Moliyaviy instrumentlar	Moliyaviy munosabatlar
Qimmatli qog‘ozlar bozori		
Qarz qimmatli qog‘ozlari segmenti	Korporativ obligatsiyalar; Davlat obligatsiyalari; Yevroobligatsiyalar	Aniq muddatga soslanadi va so‘ndirilishi shart
Ulush munosabatli qimmatli qog‘ozlar segmenti	Oddiy aksiyalar; Imtiyozli aksiyalar	Muddat odatda belgilanmaydi va yuqori riskli qimmatli qog‘ozlar hisoblanadi

Bozor iqtisodiyoti sharoitida kapital bozori faoliyati quyidagi prinsiplarga asoslanadi (1.3-jadval):

1.3-jadval

Kapital bozori faoliyati prinsiplari va ular tavsifi

Prinsiplar	Prinsiplar tavsifi	Korporativ sektor uchun prinsipning ahamiyati
Kapital bozorida bitimlar tuzishning erkinligi	Kapital bozori ishtirokchilarining bitim tuzish jarayonidagi xohish bildirish erkinligi	Moliyaviy resurslar jalb qilish jarayonida manfaatdor tomonlar iqtisodiy manfaatlarining mos tushishi zarurligi
Kapital bozorining huquqiy tartibga solinishi	Bitimlar kapital bozoridagi bitim qonuniyligini ta'minlashning me'yoriy-huquqiy mexanizmlari bilan muvofiqlikda amalga oshiriladi.	Davlat tomonidan tartibga solish kapital bozori barqarorligini ta'minlash, ishtirokchilar iqtisodiy manfaatlarini himoya qilish imkonini beradi.
Kapital bozori ishtirokchilari o'rtasidagi raqobatlashuv	Bozorda bitim tuzish moliyaviy resurs jalb qilishning eng yaxshi shartli takliflari asosida amalga oshiriladi.	Kapital jalb qilishning eng yaxshi shartlari kapital bahosini jiddiy ravishda pasaytirish imkonini beradi
Kapital bozori ishtirokchilari uchun samaradorlik	Kapital bozorida bitim tuzish jarayonida mablag' jalb qilishning eng samarali kampaniyasi, moliyaviy vositachisi, moliyaviy instrumenti aniqlanadi.	Moliyaviy resurs jalb qilish samaradorligini oshirish iqtisodiyotning korporativ sektoriga foydani maksimallashtirish imkonini beradi.
Kapital bozori ishtirokchilari haqidagi axborotlar shaffofligi	Axborotlarni oshkor qilish kapital bozorida bitim riskini minimallashtirish uchun zarur hisoblanadi.	Iqtisodiyotning korporativ sektori moliyaviy holat haqida taqdim etiladigan axborotlar to'liqligi va ishonchliligi bo'yicha javobgarlik yuklatiladi

Ta'kidlash kerakki, kapital bozorida bitimlar tuzishning erkinligi, kapital bozorining huquqiy tartibga solinishi, kapital bozori ishtirokchilari o'rtasidagi raqobatlashuv, kapital bozori ishtirokchilari uchun samaradorlik, kapital bozori ishtirokchilari haqidagi axborotlar shaffofligi ta'minlash kabi prinsiplarga amal qilinishi kapital bozori faoliyati samaradorligini ta'minlashga xizmat qiladi.

1.2. Zamonaviy global iqtisodiyotda kapital bozorining roli

Kapital bozori allaqachon jahon iqtisodiyotining muhim tarkibiy qismiga aylanib ulgurgan. Jahon iqtisodiyoti va kapital bozori rivojlanish darajasi o'rtasida

uzviy bog‘liqlik mavjud. Hozirgi vaqtda jamiyatning ijtimoiy-iqtisodiy va siyosiy hayotida moliyaning ahamiyati jahon yalpi ichki mahsulotini yaratishda moliyaviy sektorning rolini tavsiflovchi ko‘rsatkichlar doirasidan ancha uzoqlashgan. Iqtisodiy doiraviy aylanish natijasida moliyaviy kapital real kapitalga aylanadi. Pul va qimmatli qog‘ozlar (moliyaviy aktivlar) asosiy fondlar va moddiy aylanma vositalar tarzida muomalada bo‘ladi. Moliya tizimi, uning barcha sektorlari va segmentlari – uy xo‘jaligi, korporativ va davlat moliyasi, moliya va valyuta-kredit munosabatlari tizimining samarali ishlashi ham milliy, ham xalqaro darajada investitsion jarayonlar hamda yaxlit jahon iqtisodiyoti rivoji dinamikasi va faolligiga ko‘p jihatdan bog‘liq. Oxirgi yillarda jahon miqyosida jami kapital qo‘yilmalar (to‘g‘ridan-to‘g‘ri investitsiyalar) hajmi jahon YaIMning 25 foizidan ortiqni tashkil yetmoqda. Bunda ularning bir qismi turli darajadagi moliya tizimlari orqali amalga oshirilmoqda.

Hozirda xalqaro moliya va xalqaro moliya bozori sohalaridagi vaziyat real iqtisodiyot rivojiga oldingi davrlarga nisbatan solishtirganda bir muncha kuchliroq ta‘sir ko‘rsatmoqda. O‘z navbatida moddiy ishlab chiqarishdagi holat ko‘p jihatdan jahonda moliyaviy rivojlanishni belgilab bermoqda.

XXI asrning o‘tgan yillari mobaynida jahon iqtisodiyotida sezilarli o‘zgarishlar yuz berdi. Muhim tendensiyalardan biri shubhasiz moliyaning roli oshganligi bilan izohlanadi. Bu jarayon zamonaviy iqtisodiyotda innovatsion rivojlanishning jadallashuvi va uning globallashuvi jarayoni bilan uzviy tarzda yuz berdi. Innovatsiyalar jahonda moliya sohasidagi jarayonlarga sifat jihatdan ta‘sir ko‘rsatgan bo‘lsa, o‘z navbatida globallashuvga yesa son jihatdan o‘z ta‘sirini ko‘rsatdi. Bunda moliyaviy innovatsiyalar sektorining rivojlanishi, yangi moliyaviy mahsulotlar va moliyaviy institutlarning paydo bo‘lishi alohida ahamiyat kasb yetdi. Xalqaro moliya bozorining son va sifat jihatdan rivojlanishi xalqaro iqtisodiy aloqalarning ko‘lami, dinamikasi va yo‘nalishlarini belgilab berdi. Ular o‘z navbatida deyarli barcha mamlakatlar moliyaviy – monetar, budjet-fiskal siyosatlariga, iqtisodiy yo‘nalishlarigaga jiddiy ta‘sir ko‘rsatdi. Natijada

moliyaning global tavsifi va milliy darajada tartibga solinishi tavsifi o'rtasidagi qarama-qarshilikning oldini olish ham talab qilindi.

Zamonaviy jahon iqtisodiyotida moliyaning ahamiyati o'sishi umumishlab chiqarish modifikatsiyasi bilan chambarchas bog'liq. Bunda rivojlangan va rivojlanayotgan davlatlar iqtisodiyoti tarmoqlarida chuqur murakkab o'zgarishlar yuz berishi ham kuzatildi. Ayniqsa moddiy va nomoddiy ishlab chiqarish o'rtasidagi nisbatning jiddiy o'zgarishi xizmatlar sohasi rivoji natijasida yuz berdi. Bunda xizmatlar va savdo munosabatlari sohalarining ulushi jahon iqtisodiyotida 68 foizgacha o'sdi.

Ayniqsa xizmatlar sohasida global tarkibiy o'zgarishlarda marketing, reklama, menejment, lizing, shuningdek informatsion-kompyuter, telekommunikatsiya, konsalting, buxgalteriya va auditorlik xizmatlarida yuqori o'sish kuzatildi. Inson kapitaliga investitsiyalar yuqori sur'atlarda o'sdi. Natijada intellektual sohalar tarmoqlari – ta'lim, sog'liqni saqlash, fan, kasbiy layoqatni oshirish, zamonaviy texnologiyalar, intellektual aktivlar (patentlar, mualliflik huquqlari, nou-xaular)ni qo'llab-quvvatlashning ahamiyati oshib bordi.

Jahon iqtisodiyotidagi tarmoq jihatdan muhim o'zgarishlardan biri moliyaviy xizmatlar ko'lamining kengayishidir. Natijada iqtisodiy adabiyotlarda **moliyalashuv** atamasi paydo bo'ldi. Bu atamaning mohiyatini iqtisodiyotning boshqa tarmoqlariga nisbatan moliyaning keskin yuqori sur'atlardagi rivoji, moliya-kredit sohalarining jadallik bilan kengayib borishi hamda moliya bozorining rivojlanish darajasi yuqoriligi bilan izohlash mumkin.

Jahon iqtisodiyotidagi moliyalashuv turli shakllarda yuz berdi (1.1-rasm).



1.1-rasm. Jahon iqtisodiyotidagi moliyalashuv shakllari

XXI asrning o'tgan yillari mobaynida moliyaviy sektorda yaratilgan qo'shilgan qiymatning jahon bo'yicha yalpi ichki mahsulotdagi ulushi 1,2 – 2 baravargacha o'sganligini qayd yetish lozim. Aynan shu ko'rsatkichning o'zi ham moliyaviy xizmatlarning jahon iqtisodiyotidagi o'rnini ko'rsatib turibdi.

Oxirgi o'n yilliklarda iqtisodiy jihatdan rivojlangan mamlakatlarda moliya institutlari foyda olish bo'yicha boshqa sohalarni ancha ortda qoldirmoqda. Bu jihat umumiy daromadlar hajmida moliyaviy sektor ulushining oshishi ro'y berganligini o'zida ifodalaydi. Moliya tizimining barcha bo'g'inlari orqali taqsimlanadigan milliy daromad ulushi bugungi kunda 35-50 foizni tashkil yetmoqda.

Iqtisodiyotning moliyaviy chuqurlashib borishi bu iqtisodiyotning moliyaviy mablag'larga to'yinishini anglatadi. Bunda moliyaviy munosabatlar va institutlar murakkab moliyaviy instrumentlar vositasida iqtisodiyotning har bir bo'g'iniga kirib borishi tushuniladi. Iqtisodiyotning moliyaviy jihatdan chuqurlashuvi global moliyaviy aktivlarning jahon bo'yicha YaIMga nisbatan foizlarda o'lchanadi.

Global moliyaviy aktivlar chiqarilgan korporativ, munitsipal va davlat qarz qimmatli qog'ozlari, birja savdolariga qo'yilgan kompaniyalar aksiyalari, bank aktivlari (depozitlari) kabilarni o'z ichiga oladi. Oxirgi o'n yilliklardagi yeng

asosiy tendensiya global moliyaviy aktivlar hajmining o'sishi va jahon iqtisodiyotidagi moliyaviy chuqurlashuvdir. 2015 yilda global moliyaviy aktivlar hajmi jahon bo'yicha YaIMga nisbatan 392 foizga yetdi.

Jahon banki ma'lumotlariga ko'ra 2011-2014 yillar mobaynida 700 million kishi bankda yoki boshqa moliya institutlarida birinchi marta o'z hisobraqamlarini ochgan. Bank hisobraqamiga yega yosh aholi ulushi 51 foizdan 62 foizgacha oshgan bo'lib, bu ko'rsatkichning o'sishi asosan rivojlanayotgan davlatlar hisobiga yuz bergan. Bunda moliyaviy texnologiyalar, xususan mobil bank xizmatlari rivojlanishi muhim rol o'ynagan.

Jahon iqtisodiyotida moliyalashuv chuqurlashuvi bilan birga kengayib ham bormoqda. Natijada moliyaviy globallashuv ham yuz berib ulgurdi. Bunda milliy moliya tizimlarining xalqaro moliya bozoridagi faollashuvi o'ziga xos ahamiyat kasb yetmoqda. Global moliya bozorining hajmi jahon bo'yicha YaIMga nisbatan 9 baravar yuqori yekanligi moliyaviy globalluv darajasini o'zida ko'rsatib turibdi.

Xalqaro iqtisodiy va moliyaviy aloqalarni tashkil yetishga xizmat qiluvchi me'yoriy-huquqiy bazaning yaratilishi moliyaviy globallashuvga asosiy zamin bo'lib xizmat qildi. XIX asrda xalqaro iqtisodiy aloqalarning har bir ishtirokchi davlati yeksport-import operatsiyalari bo'yicha tashqi savdo tariflarini va tarifsiz cheklovlarni mustaqil tarzda belgilagan. XX asrning birinchi yarmida Millatlar ligasi (bu tashkilot o'z faoliyatini 1946 yilda tugatgan) tashqi savdo va valyuta kursini birgalikda tartibga solish to'g'risidagi davlatlararo kelishuvni ishlab chiqqan yedi. Ikkinchi jahon urushidan so'ng yangi tashkil yetilgan Birlashgan millatlar tashkiloti o'z tarkibiga quyidagi ixtisoslashgan moliyaviy-iqtisodiy institutlarni kiritdi:

- Tariflar va savdo bo'yicha bosh bitim (hozirgi vaqtda Jahon savdo tashkiloti);
- Xalqaro valyuta fondi;
- Jahon banki guruhi

Oxirgi yillarda gloyual savdo-investitsion strategik alyanslar faol tarzda shakllantirilmoqda. Ular qatoriga Transatlantik hamkorlik doirasidagi Transatlantika savdo-investitsion hamkorligi, shuningdek Trans-Tinch okeani hamkorligi kabilarni kiritish mumkin. Moliyaviy globallashtirishning huquqiy asoslarini yaratishga e'tibor qaratilmoqda.

Nazorat savollari

1. Kapital bozorining iqtisodiy mohiyati nima?
2. Kapital bozorining tasniflanishi.
3. Kapital bozorining o'ziga xos xususiyatlari.
4. Kapital bozori prinsiplari.
5. Kapital bozori segmentlari nimalardan iborat?
6. Zamonaviy global iqtisodiyotda kapital bozorining roli.
7. Jahon iqtisodiyotidagi moliyalashuv shakllari.

II BOB. MOLIYA BOZORINING SEGMENTI SIFATIDA KAPITAL BOZORI

2.1. Moliya bozorining segmenti sifatida kapital bozori iqtisodiy zarurati

Jahon amaliyotida iqtisodiyotning korporativ sektoriga milliy va xalqaro kapital bozoridan moliyaviy resurslarni jalb qilish orqali ishlab chiqarish va xizmat ko'rsatish jarayonlari uzluksizligini ta'minlash, aksiyadorlik kompaniyalarning moliyaviy barqarorlik holatini saqlab qolish, aholining ish bilan bandligini ta'minlash, moliyalashtirishning yangi moliyaviy instrumentlarini amaliyotga joriy etish ayniqsa jahon pandemiya sharoitida dolzarb masalalardan biri sanaladi. Hozirgi kunda jahon iqtisodiyotida kapital bozoridan iqtisodiyotning korporativ sektoriga moliyaviy resurslarni jalb qilishning zamonaviy instrumentlarini joriy qilish, moliyalashtirish mexanizmini takomillashtirish, moliyaviy qarorlar qabul qilish jarayonida ekonometrik modellashtirishning zamonaviy usullarini qo'llash bo'yicha muhim yo'nalishlarda ilmiy tadqiqot ishlari olib borilmoqda.

O'zbekiston Respublikasini yanada rivojlantirish bo'yicha Harakatlar strategiyasida «Kapitalni jalb qilish hamda korxonalar, moliya institutlari va aholining erkin resurslarini joylashtirishning muqobil manbai sifatida fond bozorini rivojlantirish hamda xalqaro iqtisodiy hamkorlikni yanada rivojlantirish, jumladan, yetakchi xalqaro va xorijiy moliyaviy institutlar bilan aloqalarni kengaytirish, puxta o'ylangan tashqi qarzlar siyosatini amalga oshirishni davom ettirish, jalb qilingan xorijiy investitsiya va kreditlardan samarali foydalanish»⁴ bo'yicha ustuvor vazifalar keltirib o'tilgan. Korporativ sektori aksiyadorlik jamiyatlarida biznesni rivojlantirish, moliyaviy resurslarni shakllantirish bilan bog'liq iqtisodiy-moliyaviy cheklovlarni yo'q qilish, mamlakat moliya bozorini

⁴ O'zbekiston Respublikasi Prezidentining 2017 yil 7 fevraldagi PF-4947-sonli «O'zbekiston Respublikasini yanada rivojlantirish bo'yicha Harakatlar strategiyasi to'g'risida»gi farmoni. - www.lex.uz.

rivojlantirish uchun o‘rta va uzoq muddatli davrga mo‘ljallangan strategiya asosida kapital bozori va korporativ sektor o‘rtasidagi o‘zaro moliyaviy munosabatlarni takomillashtirish lozim bo‘ladi.

Kapital bozori mohiyatini to‘liq yoritib berishda aniq yoki yaxlit tarif mavjud emas, jumladan mikroiqtisodiy nuqtai nazardan aylanma kapital va asosiy kapital, kapital bozorining tarkibiy qismi hisoblansa, makroiqtisodiy nuqtai nazardan esa, real aktivlar bozori (ko‘chmas mulk bozori, ishlab chiqarish vositalari va b.) hamda qimmatli qog‘ozlar bozori, fond bozori, kredit bozori, valyuta bozorini yaxlit o‘z ichiga oluvchi moliya bozorini keltirish mumkin⁵.

“Kapital bozori” tushunchasining mohiyatini aniqlashtirishning murakkabligi shunda ko‘rinadiki, uning infratuzilmasi moliyaviy bozorning qismi hisoblangan pul bozori bilan chambarchas bog‘liq va moliyaviy instrumentlar kapital bozori va pul bozori uchun bir xildir⁶.

Kapital bozorining holati va moliyaviy resurslar bilan ta‘minlanganlik darajasidan kelib chiqqan holda, aksiyadorlik jamiyatlari tomonidan moliyaviy resurslarni jalb yuzasidan qarorlar qabul qilishni taqazo etadi. Korporativ sektorga yo‘naltirilayotgan resurslarning o‘rtacha foiz stavkalaridan kelib chiqqan holda aksiyadorlik jamiyatlari qarz mablag‘larining chegaraviy miqdorini belgilash, aniqlangan xususiyatlarning ahamiyati milliy iqtisodiyotning rivojlanish xususiyatiga qarab farqlanishi mumkin. Kapital bozoriga jalb qilingan resurslar hajmi, jalb qilish amaliyoti va jalb qiluvchi moliyaviy dastaklar, kapital bozorining aniq bo‘laklari va ularning o‘ziga xos xususiyatlari bilan uzviy bo‘g‘liq bo‘ladi.

⁵ Xasanov X.N. “Iqtisodiyotning korporativ sektoriga kapital bozoridan moliyaviy resurslarni jalb qilish amaliyotini takomillashtirish” mavzusidagi iqtisodiyot fanlari bo‘yicha falsafa doktori (PhD) dissertatsiyasi avtoreferati. 2020 yil.

⁶ Гончарук Е.А. “Привлечение финансовых ресурсов корпоративным сектором экономики на рынке капитала” диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук. С.Петербург. 2018 г. 196 стр.

Moliyaviy resurslarni jalb qilishda foydalanuvchi metodlar asosida milliy va jahon kapital bozorlariga nisbatan quyidagi xulosalarni chiqarish imkonini beradi⁷:

- birinchi navbatda, moliyaviy resurslarni jalb qilish usullari moliyaviy menejmentning maqsadlariga mos ravishda farqlanadi;
- ikkinchidan, moliyaviy resurslarni jalb qilish usullari kapital bozorining segmentlari va turlari bo'yicha o'z xususiyatlariga ega;
- uchinchidan, moliyaviy resurslarni jalb qilish usullari moliyaviy vositalar asosida aniqlanadi;
- to'rtinchidan, moliyaviy resurslarni jalb qilish usullari quyidagi parametrlar: moliyaviy resurslarni jalb qilish maqsadlari, hajmi va shartlari, kompaniyaning tashkiliy va iqtisodiy xususiyatlariga bog'liq.

Moliyaviy resurslarni jalb qilish jarayonida foydalaniluvchi moliyaviy instrumentlarning o'ziga xos xususiyatlaridan kelib chiqqan holda iqtisodiyotning korporativ sektorida kapital bozori segmentlarining o'zaro munosabatlari shakllanadi. O'z navbatida, segmentlar o'zaro ta'sirining xususiyatlari va darajasini tahlil qilish qimmatli qog'ozlar bozori va kredit bozorining (kuchli, o'rta, zaif) uch turdagi o'zaro bog'liqligini aniqlash va tavsiflash imkonini beradi.

2.2. Korporativ sektorga kapital bozorida moliyaviy resurslarni jalb qilish

Mamlakatimizda xalqaro kapital bozorida moliyaviy resurslarni jalb qilish orqali korporativ sektor aksiyadorlik jamiyatlarini qo'shimcha moliyaviy resurslar bilan ta'minlash hamda xalqaro suveren kredit reytingini oshirishga muhim ahamiyat qaratilmoqda. Korporativ sektor aksiyadorlik jamiyatlarining xalqaro kapital bozori ishtirokchilariga aylanishi, ularning xalqaro integratsiyalashuv

⁷ Xasanov X.N. "Iqtisodiyotning korporativ sektoriga kapital bozorida moliyaviy resurslarni jalb qilish amaliyotini takomillashtirish" mavzusidagi iqtisodiyot fanlari bo'yicha falsafa doktori (PhD) dissertatsiyasi avtoreferati. 2020 yil.

jarayonlarini oshirish bilan birga ishlab chiqarish jarayonlariga innovatsion texnologiyalarni joriy etish imkoniyatini yanada oshiradi.

Iqtisodiyotning real sektori korxonalariga xalqaro kapital bozoridan moliyaviy resurslarni jalb qilish amaliyoti tahlil qilinar ekan, mazkur jarayonlarda xalqaro yirik moliya institutlari Jahon banki, Yevropa tiklanish va taraqqiyot banki, Islom taraqqiyot banki, Osiyo taraqqiyotbankining ulushi yuqori ekanligini ta'kidlash lozim. Keyingi yillarda mamlakatimiz korporativ sektorida faoliyat yuritayotgan yirik aksiyadorlik kompaniyalarining investitsion dasturlarini moliyalashtirish va birgalikdagi loyihalarini amalga oshirishda Osiyo taraqqiyot bankining o'z mablag'lari bilan ishtiroki yuqori o'rinni egallab kelmoqda.

Hozirgi zamon kapital bozorining rivojlanish tendensiyalari va o'ziga xos xususiyatlaridan biri ushbu bozor segmentlari o'rtasidagi o'zaro munosabatlarning yanada takomillashuvi hamda alohida davlatlarning integratsiyalashuv jarayonlari yanada oshib borayotganligi hisoblanadi. Kapital bozori uchun ushbu xususiyatlarni hisobga olgan holda va uning natijasi sifatida an'anaviy moliyaviy instrumentlar kombinatsiyalaridan foydalanish hamda kapitalni jalb qilishning gibrid usullarini shakllantirish ekanligidan kelib chiqib, muallifning fikricha, mezonin moliyalashtirish usuliga alohida yondashuv zarur.

Mezonin tushunchasi italyanacha - «mezzanino» so'zidan olingan bo'lib, «o'rtacha, oraliq» degan yoki turar joy binosining o'rta qismlarini sozlash, to'g'rilash degan ma'nolarni anglatadi. Mezonin moliyalashtirish korporativ moliyalashtirishning gibrid instrumentlaridan biri bo'lib, mantiqan yondashilsa, banklar tomonidan kreditlash va kompaniyaga to'g'ridan-to'g'ri investitsiya kiritish oraliq'ida joylashgan bo'lishi mumkin. Xalqaro amaliyot tahlili ko'rsatadiki, mezonin moliyalashtirish tushunchasi 30 yildan ortiq davr mobaynida

mavjud bo‘lib, mamlakatimiz amaliyotida esa yangi o‘rganilayotgan ilmiy tadqiqot yo‘nalishlaridan biri hisoblanadi⁸.

AQShda mezonin moliyalashtirish bilan bog‘liq amaliyotlarda 1980 yillarda dastlab asosan sug‘urta kompaniyalari, kredit va jamg‘arma tashkilotlari ishtirok etgan. 2008-2009 yillarga kelib, Yevropa kredit bozorida mezonin moliyalashtirish asosida mablag‘ jalb qilishning maqsadalarini o‘zgarishi, mezonin moliyalashtirishdan qarz mablag‘larini jalb qilishga doir bitimlarini tuzishda foydalanila boshladi. Tahlil natijalari ko‘rsatishicha, bugungi kunda AQShda mezonin moliyalashtirish bo‘yicha investorlar sifatida xedj fondlar, pensiya fondlari, sug‘urta kompaniyalari, investsiya-pay fondlar, nomoliyaviy kompaniyalar hamda tijorat banklarini keltirish mumkin. Rossiyada ham bugungi kunda mezonin moliyalashtirishdan muhim instrument sifatida foydalanish amaliyoti kundan-kunga rivojlanib borayotganligini ta’kidlash mumkin.

Rossiya Federatsiyasida birinchi mezonin moliyalashtirish fondi 2009 yilda New Russia Growth kompaniyasi tomonidan tashkil etilgan bo‘lib, kompaniyaning investorlari YeTTB va «Nomos-bank» singari xususiy va institutsional investorlar hisoblanadi⁹.

Mezonin moliyalashtirishning boshqa moliyalashtirish manbalariga nisbatan loyihalar bo‘yicha moslashuvchanligi, kredit shartnomasi shartlarini bajarish imkoniyatlari kamayishi holatida, korporativ boshqaruvning moliyaviy risklarini kamaytirishni istagan qarzдор uchun ustunlik hisoblanadi. Korporativ risklarni chegaralovchi instrument, shuningdek, kreditorning korporativ boshqaruvga ta’siri - aksiyadorlik kelishuvi bo‘lib, uning doirasida tomonlarning aktivlarga bo‘lgan egalik huquqi bilan bog‘liq, tomonlarning qo‘shimcha huquq va majburiyatlari joriy etiladi.

⁸ Xasanov X.N. “Iqtisodiyotning korporativ sektoriga kapital bozorida moliyaviy resurslarni jalb qilish amaliyotini takomillashtirish” mavzusidagi iqtisodiyot fanlari bo‘yicha falsafa doktori (PhD) dissertatsiyasi avtoreferati. 2020 yil.

⁹ Гончарук Е.А. “Привлечение финансовых ресурсов корпоративным сектором экономики на рынке капитала” диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук. С.Петербург. 2018 г. 196 стр.

**Kapital bozoridan moliyaviy resurslarni jalb qilish instrumentlarining
qiyosiy ko'rsatkichlari¹⁰**

Ko'rsatkichlar	Qarzga oid kreditlash	Mezonin moliyalashtirish	To'g'ridan-to'g'ri investitsiyalar
Bank sektori instrumentlari	Kredit shartnomasi	Kredit shartnomasi	Paylar
Moliyaviy bozor instrumentlari	Obligatsiyalar	Opsionlar, Varantlar	Aksiyalar, paylar
Ta'minotning asosiy turi	Kompaniya aktivlari	Kompaniyaning xususiy kapitali	Yo'q
Investorning maqsadli daromadliligi, %	10-15	15-20	28-40
Korporativ boshqaruvdagi ishtiroki	Yo'q	Mumkin	Ha
Investor/kreditorning chiqish strategiyasi	Qarzdor qarzlarni qaytarishi	Qarzni qoplash Kompaniyaning kapitaldagi ulushida ishtirok etish	Kompaniyadagi ulushni sotish
Qarz oluvchi uchun risklar	Moliyaviy risklar	Korporativ boshqaruv risklari. Moliyaviy risklar Soliq risklari	Korporativ boshqaruv riski
Qarz beruvchi uchun risklar	Kreditning qaytmaslik riski	Kreditning qaytmaslik riski Moliyaviy risklar Soliq risklari	Moliyaviy risklar

Mamlakat kapital bozorida mezonin moliyalashtirishni joriy qilish samarasini baholash modelini yirik kompaniyalar uchun ular to'g'risidagi umumlashgan ma'lumotlar asosida qo'llash mumkin emas, chunki bu borada har bir yirik korxonaga o'z sanoat tarmog'i, moliyaviy, operatsion, huquqiy yo'nalishlari bo'yicha alohida o'ziga xos xususiyatga ega bo'lib, bu esa har bir yirik kompaniya bo'yicha alohida hisob-kitoblarni amalga oshirishni talab qiladi. Olib borilgan

¹⁰ Xasanov X.N. "Iqtisodiyotning korporativ sektoriga kapital bozoridan moliyaviy resurslarni jalb qilish amaliyotini takomillashtirish" mavzusidagi iqtisodiyot fanlari bo'yicha falsafa doktori (PhD) dissertatsiyasi avtoreferati. 2020 yil.

tahlillar ko'rsatdiki, korxonaning qarz mablag'lari bo'yicha yuki va korxonaning faoliyat rentabelligi o'rtasida bog'liqlik (qaramlik) mavjud emas, degan xulosani shakllantirish imkonini beradi.

Kapital bozoridan moliyaviy resurslarni jalb qilish jarayonida kompaniya o'zaro bog'liq ikki vazifani hal qiladi: birinchi navbatda kengaytirilgan va amaldagi ishlab chiqarish jarayonini zarur moliyaviy resurslar bilan ta'minlash; ikkinchidan, ichki va tashqi omillarni hisobga olgan holda iqtisodiy maqbul sharoitlarda kompaniya kapitali tarkibi va qiymatini optimallashtirish. Ushbu muammolarning to'g'ri yechimini topish mezonlari kompaniyaning moliyaviy holati va uning kapital tuzilmasini yaxshilash, investitsiya dasturlarini amalga oshirish hamda uning qiymatini oshirishdan iborat. Kapital bozorida moliyaviy resurslarni jalb qilish bo'yicha loyihani amalga oshirish jarayonida shakllantiriluvchi hujjatlar majmui o'zaro bog'liq bo'lgan tizim bo'lib, uning elementlari bir-birini to'ldiradi va moliyaviy resurslarni jalb qilish natijalari hamda kompaniya moliyaviy boshqaruvini yaxshilash uchun zarurdir¹¹.

Korporativ sektorda faoliyat yuritayotgan har qanday aksiyadorlik jamiyati tadbirkorlik faoliyatini amalga oshirish jarayonida moliyalashtirish manbalari va hajmlarini aniqlash muammosiga duch keladi. Kapital bozoridan moliyaviy resurslarni jalb qilish jarayoni aksiyadorlik jamiyatining moliyaviy strategiyasiga muvofiq amalga oshiriladi. Moliyaviy resurslar jalb qilishning asosiy maqsadi moliya menejmentining asosiy maqsadi bilan uzviy bog'liq bo'lib, korxonada faoliyatini moliyalashtirish manbalarini shakllantirishdan iborat. Kapital bozoridan moliyaviy resurslarni jalb qilish jarayoni, segmentning turidan qat'iy nazar (global, milliy, mahalliy) murakkab va ko'p qirrali jarayon bo'lib, ushbu jarayonlar turli ko'rinishdagi risklar bilan bog'liq va ushbu risklarning yuz berishi to'g'ridan-to'g'ri yoki bilvosita kompaniya moliyaviy holatiga salbiy ta'sir ko'rsatishi mumkin.

¹¹ Xasanov X.N. "Iqtisodiyotning korporativ sektoriga kapital bozoridan moliyaviy resurslarni jalb qilish amaliyotini takomillashtirish" mavzusidagi iqtisodiyot fanlari bo'yicha falsafa doktori (PhD) dissertatsiyasi avtoreferati. 2020 yil.

Korporativ sektor korxonalari uchun xatarlar kompleks xususiyatga ega bo'lib, ular kelib chiqish manbasiga ko'ra tashqi omillar va ichki omillarta'sirida yuzaga kelgan xavflar bo'lishi mumkin. Tahlil jarayonida kompaniya tomonidan jalb qilinadigan mablag'lar hajmiga ta'sir ko'rsatuvchi ichki omillarni alohida ajratib olish maqsadga muvofiq, bular: korxonaning tavsiflari, uning moliyaviy holati va investitsiya siyosati, aktivlar aylanuvchanligi, ishlab chiqarish jarayoniga innovatsion yondashuv mavjudligi, korxonada qarz yuki darajasi. Shuning uchun, kapital bozoridan moliyaviy resurslarni jalb qilish xatarlarini tahlil qilishda moliyaviy resurslarni jalb qilish jarayoni va mablag'ni jalb qilayotgan kompaniyaning moliyaviy holatiga ta'sir ko'rsatuvchi omillarni ajratib olish kerak.

Nazorat savollari

1. Kapital bozorining moliya bozoridagi ahamiyati.
2. Moliya bozorining segmenti sifatida kapital bozorining iqtisodiy zarurati.
3. Hozirgi zamon kapital bozorining rivojlanish tendensiyalari.
4. Kapital bozoridan moliyaviy resurslarni jalb qilish instrumentlarining qiyosiy ko'rsatkichlari nimalardan iborat?
5. Mezonin moliyalashtirish nima?
6. Mezonin moliyalashtirishning iqtisodiy mohiyati
7. Kapital bozoridan moliyaviy resurslarni jalb qilish jarayonida kompaniya hal qiladigan o'zaro bog'liq vazifalar qaysilar?

III BOB. KAPITAL BOZORI TASHKILY XUSUSIYATLARI VA INSTITUSIONAL TARKIBI

3.1. Iqtisodiy taraqqiyotni ta'minlashda kapital bozori faoliyatini rivojlantirishning ahamiyati

Mamlakat iqtisodiy taraqqiyotini ta'minlashda, kapital bozorini rivojlantirish sohadagi mavjud muammo va kamchiliklarni aniqlash bilan birga ularni bartaraf etish bo'yicha kompleks chora-tadbirlarni ishlab chiqish zarur hisoblanadi. Bundan tashqari, kapital bozorini rivojlantirishning xorijiy davlat tajribalaridan samarali foydalangan holda milliy kapital bozorimizni rivojlantirish muhim. Fikrimizcha, iqtisodiyotda kapital bozori faoliyatini samarali tashqil etish va rivojlantirishning ahamiyati quyidagilarda namoyon bo'ladi.

Birinchidan, jahon mamlakatlarining rivojlanib borishi natijasida davlatlar o'rtasida globallasuv va integratsiyalashuv jarayonlari mos ravishda rivojlanib bormoqda. Natijada, jahon kapital bozorining rivojlanishi umum miqyosda ham sifat, ham tarkiban o'zgarishlarni keltirib chiqarishga sabab bo'lmoqda.

Kapital bozori bu moliyaviy resurslarni optimal ravishda taqsimlanishi va milliy jamg'armalarni investitsiyalarga samarali yo'naltirish uchun yaratilgan mexanizm hisoblanadi. O'z navbatida, investitsiyalar davlatning iqtisodiy o'sishi, infratuzilmani rivojlantirish, biznesni xalqaro bozorlarga chiqishi va aholini ish bilan ta'minlash, innovatsion texnologiyalarni kirib kelishi hamda makroiqtisodiy barqarorlikni ta'minlashda muhim ahamiyat kasb etadi. Xalqaro kapital oqimining globallasuvi - jahon iqtisodiyoti tizimiga faqatgina tashqi omil sifatida yondashish noto'g'ri ekanligini ko'rsatmoqda. Chunki, jahon iqtisodiyoti globallasuvining ajralmas qismiga aylanib borayotgan kapital bozori yildan yilga rivojlanish va o'sish tendensiyasiga ega bo'lmoqda.

Ikkinchidan, zamonaviy iqtisodiy tizim samarali tashqil etishning muhim shartlaridan biri biznes samaradorligini oshirish hisoblanadi. Mazkur maqsadlarga erishishning muhim omillaridan biri esa arzon moliyaviy resurslarni jalb qilish

bo'lsa, ikkinchi tarafdin ularni samarali joylashtirish hisoblanadi. Bu kabi funksiyalarni amalga oshirishning instrumentlari mavjud bo'lib, ishlab chiqarish tarkibi va hajmiga ta'sir ko'rsatish, iqtisodiyotda past rentabelli va zarar ko'rib ishlayotgan raqobatga bardosh bera olmaydigan korxonalar faoliyatini tugatish, innovatsion texnologiyalarni rivojlantirish, barqaror iqtisodiy o'sishni ta'minlash, investitsion loyihalar orasidan samarali bo'lgan loyihani tanlash va shu kabilarni amalga oshirishga xizmat qiluvchi kapital bozori hisoblanadi.

Uchinchidan, boshqa iqtisodiy nazariya va kategoriyalarning ahamiyati singari kapital bozorining ham ijtimoiy-iqtisodiy ahamiyati quyidagi asosiy funksiyalari orqali namoyon bo'ladi:

- korxonalar, aholining bo'sh turgan pul mablag'lari va shu kabi turli manbalar orqali mablag'larni bir joyda shakllantirish (yig'ish);

- shakllantirilgan mablag'larni turli subyektlar, tarmoqlarga ularning ehtiyojlaridan kelib chiqqan holda taqsimlash;

- daromadlilik, yuqori rentabellik va strategik ahamiyatga egaligi singari mezonlar orqali baholash asosida kapitaldan foydalanishning ustuvor yo'nalishlarini belgilash;

- mamlakat miqyosida moliyaviy va tovar oqimlarini jadallashtirish uchun zaruriy shart-sharoitlar yaratish orqali tranzaksion xarajatlarni minimallashtirishga yordam berish;

- tashqi muhitning noaniqligi, moliya bozori konyunkturasi yuqori risk darajasiga ega bo'lgan sharoitda kapital bozori o'zining risklarini sug'urtalash mexanizmini shakllantirish va maxsus investitsion instrumentlarni ishlab chiqishga yordam berishi;

- iqtisodiyotda bo'sh turgan pul mablag'larini taqsimlash va foydalanishni jadallashtirish asosida iqtisodiyotning korporativ sektorida faoliyat yuritayotgan aksiyadorlik jamiyatlarining iqtisodiy faoliyatini yanada rivojlantirishga xizmat qiladi.

To'rtinchidan, kapital bozorining muhim obykti hisoblangan pul mablag'lari moddiy ko'rinishga ega ekanligi nuqtai nazaridan, ma'lum bir tarmoqdan boshqasiga "ko'chib yurish" xususiyatiga ega. Shuning uchun pul oqimlarini bir tarmoqdan ikkinchisiga qarab harakatlanishi sekin asta xalqaro pul oqimlarining jadallashuviga olib keldi. Xalqaro pul tizimining jadal rivojlanishi yirik transmilliy korporatsiyalarning vujudga kelishiga bevosita ta'sir ko'rsatishi bilan birga quyidagi muhim o'zgarishlarni ta'minlaydi: xalqaro hisob-kitoblar tizimini yanada rivojlantirish; xalqaro bank operatsiyalarini amalga oshirish imkoniyatining yuzaga kelishi; xalqaro moliya bozorlarini vujudga kelishi va rivojlanishi; xalqaro axborot texnologiyalari va internet tarmoqlarining globallashuvi; kapital bozori faoliyatini tartibga solishning xalqaro me'yoriy-huquqiy hujjatlarining mustahkamlanishi; alohida tarmoqlar infratuzilmasini rivojlanishi va boshqalar.

Yuqorida kapital bozorining iqtisodiy-ijtimoiy ahamiyatini tahlil qilish asosida quyidagi muhim jihatlarni keltirish mumkin, deb hisoblaymiz¹²:

1. Kapital bozori mohiyatini to'liq ochib berishda aniq bir yoki yaxlit ta'rif mavjud emas, jumladan, mikroiqtisodiy nuqtai nazardan aylanma kapital va asosiy kapital, kapital bozorining tarkibiy qismi hisoblansa, makroiqtisodiy nuqtai nazardan esa real aktivlar bozori (ko'chmas mulk bozori, ishlab chiqarish vositalari va b.) hamda qimmatli qog'ozlar bozori, kredit bozori, valyuta bozori kabilarni keltirish mumkin.

2. Kapital bozorida faoliyat yuritayotgan makro va mikro darajadagi subyektlar esa faoliyati nuqtai nazaridan turlicha xususiyatlarga ega. Masalan, makroiqtisodiy darajada bozor ishtirokchilarining pirovard madsadi, ishlab chiqarishni diversifikatsiyalash va mavjud ishlab chiqarish quvvatlarini oshirish, infratuzilmani rivojlantirish, tarmoqlar va sohalarga yangi innovatsion

¹² Хасанов Хайрулло Насруллаевич. Иқтисодиётнинг корпоратив секторига капитал бозоридан молиявий ресурслар жалб қилиш амалиётини такомиллаштириш. // Иқтисодиёт фанлари бўйича фалсафа доктори (Doctor of Philosophy) илмий даражасини олиш учун тайёрланган диссертация иши автореферати, Тошкент, 2020. – Б.15.

texnologiyalarni olib kirish orqali mahsulot tannarxini kamaytirish, xodimlarni ijtimoiy qo'llab-quvvatlash, investitsion muhitni rivojlantirishga qaratilgan tadbirlarni amalga oshirish va sh.k. kiradi. Bundan tashqari kapital bozori orqali milliy iqtisodiyotning barcha tarmoqlari va sohalarida kapital hajmini oshirishga yo'naltirilgan xarajatlar amalga oshiriladi. Mikro darajada esa kapital bozori subyektlarining bosh maqsadi foyda olishga qaratilganligini hisobga oladigan bo'lsak, ularning faoliyatini bevosita kapital bozorining holati bilan bog'lash mumkin.

Yuqoridagilar asosida ta'kidlash lozimki, kapital bozori nafaqat nazariy fundamental tadqiqotlarda, balki amaliyotda ham serqirra tushuncha hisoblanib, oldinga qo'yilgan maqsadlariga va tadqiqot obyektiga ko'ra keng qamrovli faoliyat turlari va sohalarini, jumladan, ishlab chiqarish, moliyaviy va noishlab chiqarish sohalarini ham qamrab oladi.

3.2. Kapital bozorining tashkiliy xususiyatlari

Kapital bozori moliyaviy infratuzilmasini rivojlantirish tendensiyalari va xususiyatlarini tahlil qilish ushbu bozor to'g'risidagi quyidagi xulosalarni shakllantirish mumkin: uning ichki tuzilmasining murakkabligi; uning funksiyalarini kengaytirish zarurligi; iqtisodiyotning korporativ sektori va kapital bozori o'rtasidagi o'zaro hamkorlikni ta'minlashda uning rolini oshirish zarurligi.

Kapital bozorining moliyaviy infratuzilmasini asosiy turlari bo'yicha quyidagicha tasniflash mumkin:

1. Bazaviy infratuzilma:

- dunyoning istalgan nuqtasida korporativ sektor uchun global moliyaviy bozorining mavjudligi;
- kapital bozorida pul oqimlarining nomutanosibligi (shu jumladan davlat mablag'larining ham);
- keng ishtirokchilar tarkibi: transmilliy korporatsiyalar, banklar, davlatlar, sug'urta kompaniyalari, pensiya fondlari, brokerlik tashkilotlari, dilerlar va

boshqalar;

- hosilaviy qimmatli qog'ozlar bilan operatsiyalar hajmining o'sishi.

3.1-jadval

Kapital bozorining moliyaviy infratuzilmasi¹³

Faoliyat yo'nalishlari	Funksiyalari
Bazaviy infratuzilma	
Savdo tizimi	-kapital bozorida bitimlar tuzish uchun shart-sharoitlar yaratish; -kapital bozori ishtirokchilarining huquq va manfaatlarini himoya qilish.
Hisob-kitob tizimi	-mulk huquqlarini ularning muomalasi natijasida moliyaviy vositalarga o'tishini qayd etish va hisobga olish; -moliyaviy vositalar bilan operatsiyalar kliringi, pul hisoblarini yuritish.
Tartibga soluvchi infratuzilma	
Davlat tomonidan tartibga solish va nazorat institutlari	-kapital bozorida faoliyatni normativ-huquqiy jihatdan ta'minlash; -kapital bozorini rivojlantirish uchun shart-sharoitlarni shakllantirish; -kapital bozori ishtirokchilarining huquq va manfaatlarini himoya qilish; -kapital bozorini nazorat qilish; -axborot ta'minoti; -normativ-huquqiy tashabbuslar; -ta'lim va malaka oshirish.
Yordamchi infratuzilma	
Konsalting	-maslahat berish va analitik xizmatlar; -axborot-tahliliy qo'llab-quvvatlash; -huquqiy qo'llab-quvvatlash.
Litsenziyalash	-litsenziyalash; -bozor ishtirokchilari talablarining muvofiqligini nazorat qilish; -kapital bozori ishtirokchilariga ta'lim berish.
Renking	-kapital bozori ishtirokchilarini baholash va monitoringini amalga oshirish; -analitik ta'minot; -kredit reytingini aniqlash.

2. Tartibga soluvchi infratuzilma:

- xalqaro kapital bozori uchun korporativ sektorning ochiqligi;
- tartibga solish moliyaviy markaz ishtirokchilarining tanlovi asosida milliy tartibga solish ustidan va milliy tartibga solish qoidalaridan tashkil topishi;
- milliy tartibga solish amaliyoti va uning ustidan nazorat mexanizmlarining kuchayishi;

¹³ Гончарук Егор Александрович. Привлечение финансовых ресурсов корпоративным сектором экономики на рынке капитала. // Диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук, ФЕДЕРАЛЬНОЕ ГОСУДАРСТВЕННОЕ БЮДЖЕТНОЕ ОБРАЗОВАТЕЛЬНОЕ УЧРЕЖДЕНИЕ ВЫСШЕГО ОБРАЗОВАНИЯ «САНКТ-ПЕТЕРБУРГСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ ЭКОНОМИЧЕСКИЙ УНИВЕРСИТЕТ», Санкт-Петербург, 2018. – Ст.18

bozor ishtirokchilarini moliyaviy institutlar tomonidan manipulyatsiyadan himoya qilish darajasining oshishi.

3. Yordamchi infratuzilma:

- korporativ sektorda gibridd moliyaviy vositalarini yaratish va ulardan foydalanish;

- dunyoning yetakchi moliyaviy markazlarida moliyaviy vositachilar konsentratsiyasi (birlashishi);

- bozorda operatsiyalarni amalga oshirishda IT texnologiyalaridan foydalanish (3.1-jadval).

Kapital bozorining infratuzilmasi mamlakatda kapital bozori faoliyatini tashkil etish va rivojlantirishning fundamental asosini tashkil qiladi. Yuqoridagi har bir bosqichning o'zaro uyg'unligini ta'minlash orqali iqtisodiyotning korporativ sektoriga moliyaviy resurslar jalb qilish jarayonida optimal qarorlar qabul qilish imkonini yaratadi.

Moliyaviy resurslarni jalb qilishga doir qo'llaniladigan qiymatni optimallashtirish tamoyiliga asosan moliyalashtirish manbalarini tanlashda birinchi navbatda e'tiborni eng kam o'zlashtirish qiymatiga ega bo'lgan kapital manbaiga berilishi va ushbu manba bo'lmagan holatda kapital bozorining boshqa segmentlarini qo'llash tavsiya etiladi. Bundan tashqari, kapitalni oshirish yoki ko'paytirish bo'yicha xarajatlarni kamaytirishga kompaniyaning investitsion jozibadorligini ta'minlash, moliyaviy strategiyalar, operatsion reja va maxsus tashkiliy chora-tadbirlarni ishlab chiqish, moliyaviy resurslarni jalb qilish bilan bog'liq biznes-jarayonlarni qayta ko'rib chiqish orqali erishish mumkin.

Moliyaviy resurslarni jalb qilishda xedjerlash tamoyili - risklarni samarali boshqarish zaruriyatini anglatadi hamda quyidagilarni o'zida mujassamlashtiradi:

a) kapital bozori segmentiga, jalb qilish usuliga va foydalaniladigan moliyaviy vositalarga nisbatan kapitalni jalb qilish risklarini identifikatsiya (alohida toifalarga ajratish) qilish va baholash;

b) risklarni asoslash va ularni kamaytirish usullaridan foydalanish;

v) risklarni kamaytirish uchun hosilaviy moliyaviy instrumentlardan foydalanish;

g) xalqaro kapital bozoridan moliyaviy resurslarni jalb qilish to'g'risida qaror qabul qilingan taqdirda moliyaviy resurslarni siyosiy barqarorlik va iqtisodiy konyunktura holatidan kelib chiqqan holda jalb qilish, mavjud valyuta tushumlaridan kelib chiqqan holda valyuta majburiyatlarini o'z zimmasiga olish. Ushbu prinsipdan foydalanish ayrim kompaniyalarda salbiy oqibatlarni kamaytirishga va shu asosda ularning investitsion jozibadorligini hamda bozor qiymatini oshirishga imkon beradi.

Kompaniya quyidagi muhim masalalarga doir qarorlar qabul qilish va baholashning dolzarbligi asosida moliyaviy resurslarni jalb qilishning muvofiqlik prinsipi ifodalanadi:

- a) kapitalni jalb qilishda unga bo'lgan ehtiyoj hajmini aniqlash;
- b) jalb qilinadigan kapital tarkibini belgilash;
- v) kapitalni jalb qilish manbalarini aniqlash va belgilash;
- g) kapitalni jalb qilish muddatini anidlash;
- d) jalb qilinadigan kapital bahosini aniqlash.

Ushbu tamoyilga amal qilmaslik quyidagi holatlarga olib kelishi mumkin:

- a) kompaniya kapitalining qimmatlashuvi;
- b) investitsion jozibadorligining kamayishi;
- v) kompaniyaning bankrotlikka uchrash ehtimolligining vujudga kelishi.

Yuqoridagi me'yorlar majmui kapital bozoridan moliyaviy resurslar jalb qilishning "tabiati" va xususiyatlarini nazariy tushunish imkonini beradi va shu bilan birga, kapital bozoridan moliyaviy resurslarni jalb qilish usullarini qo'llashni takomillashtirishda korporativ moliyaviy boshqaruv uchun ilmiy yondashuv zarurligini ko'rsatadi.

Ta'kidlash lozimki, kapital bozoridan korporativ sektorda faoliyat yuritayotgan aksiyadorlik jamiyatlariga moliyaviy resurslarni jalb qilish tamoyillarining qo'shimcha tavsiflari va ushbu tamoyillarning aksiyadorlik

jamiyatlari uchun qo'shimcha ahamiyatli jihatlari mavjud bo'lib, ular bo'yicha ma'lumotlarni quyidagi jadval ma'lumotlaridan ko'rishimiz mumkin (3.2- jadval).

3.2-jadval

Kapital bozoridan iqtisodiyotning korporativ sektoriga moliyaviy resurslarni jalb qilish tamoyillarining xususiyatlari¹⁴

Tamoyillar	Tamoyillar tavsifi	Korporativ sektor uchun tamoyillarning ahamiyati
Kapital bozorida bitimlar tuzish erkinligi tamoyili	Kapital bozori ishtirokchilarining bitimlarni tuzishda o'z xohish-irodasini bildirish erkinligi	Moliyaviy resurslarni jalb qilishda manfaatdor ishtirokchilarning iqtisodiy manfaatlariga mos kelishi kerak
Kapital bozorining huquqiy tartibga solinishi tamoyili	Operatsiyalar kapital bozorida bitimlar qonuniyligini ta'minlashning normativ- huquqiy mexanizmlariga muvofiq amalga oshiriladi	Davlat tomonidan tartibga solish kapital bozorining barqarorligini ta'minlash va bozor ishtirokchilarining iqtisodiy manfaatlarini himoya qilish imkonini beradi
Kapital bozorida ishtirokchilarning radobatdoshlik tamoyili	Bozorda bitimlar tuzish moliyaviy resurslarni jalb qilishning eng yaxshi shartlarini taklif qilish asosida amalga oshiriladi	Jalb qilishning eng yaxshi shartlari kapitalning qiymatini sezilarli darajada kamaytirish imkonini beradi
Kapital bozori ishtirokchilari uchun samaradorlik tamoyili	Kapital bozorida bitimlar tuzish jarayonida samarador kompaniyalar, moliyaviy vositachilar, moliyaviy instrumentlar va jalb qilish shartlari aniqlanadi	Iqtisodiyotning korporativ sektori subyektlari, kapital bozoridan moliyaviy resurslarni jalb qilish samaradorligini oshirish uchun foydalanadi
Kapital bozori ishtirokchilari to'g'risidagi axborotning oshkorlik tamoyili	Axborotni oshkor qilish, kapital bozoridagi bitimlar tavakkalchiliklarini kamaytirish uchun kerak	Korporativ sektorning tashkil etilishi o'z o'rnida ishtirokchilarning moliyaviy- iqtisodiy ahvoli to'g'risidagi ma'lumotlarning ishonchliligi bo'yicha javobgarlik olib boradi

Moliyaviy resurslarni jalb qilishda foydalaniladigan usullarni asoslashda nazariy va amaliy yondashuvlarni tahlil qilish mahalliy, milliy va jahon kapital bozorlariga nisbatan quyidagi xulosalarni chiqarishga imkon berdi:

- birinchidan, moliyaviy resurslarni jalb qilish usullari moliyaviy

¹⁴ Гончарук Егор Александрович. Привлечение финансовых ресурсов корпоративным сектором экономики на рынке капитала. // Диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук, ФЕДЕРАЛЬНОЕ ГОСУДАРСТВЕННОЕ БЮДЖЕТНОЕ ОБРАЗОВАТЕЛЬНОЕ УЧРЕЖДЕНИЕ ВЫСШЕГО ОБРАЗОВАНИЯ «САНКТ-ПЕТЕРБУРГСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ ЭКОНОМИЧЕСКИЙ УНИВЕРСИТЕТ», Санкт-Петербург, 2018. – Ст.22

menejmentning maqsadlariga bog'liq ravishda farqlanadi;

- ikkinchidan, moliyaviy resurslarni jalb qilish usullari kapital bozorining segmentlari va turlari bo'yicha o'z xususiyatlariga ega;

- uchinchidan, moliyaviy resurslarni jalb qilish usullari qo'llaniladigan moliyaviy vositalar asosida aniqlanadi;

- to'rtinchidan, moliyaviy resurslarni jalb qilish usullari quyidagi parametrlarga bog'liq: moliyaviy resurslarni jalb qilishning maqsadlari, hajmi va shartlari, kompaniyaning tashkiliy va iqtisodiy xususiyatlari.

Fikrimizcha, iqtisodiyotning korporativ sektoriga kapital bozorida moliyaviy resurslarni jalb qilish maqsadlarini iqtisodiy, moliyaviy va marketing yo'nalishlariga ajratish mumkin. Bularning har birini asosiy xususiyatini ifodalovchi tarkibiy jihatlari mavjud bo'lib, iqtisodiy maqsadlarga:

a) kompaniyaning asosiy faoliyatini rivojlantirish (aylanmadan tashqari aktivlarga investitsiyalar yo'naltirish);

b) uning asosiy fondlarini yangilashni moliyalashtirish hisobidan kompaniya faoliyatini kengaytirish va modernizatsiya qilish asosida bozordagi ulushini ko'paytirish.

Moliyaviy maqsadlariga:

a) moliyaviy resurslarning turlicha manbalariga ega bo'lish imkoniyatini yaratish;

b) joriy kapital tuzilishiga xizmat ko'rsatish bilan bog'liq xarajatlarni kamaytirish;

d) joriy qarzdorlikni qayta moliyalashtirish;

e) kassa uzilishlarini qoplash;

f) mavsumiylikni va teng bo'lmagan pul oqimlarini tartibga solish;

g) bozorni egallash (birlashish va qo'shib olishlar bo'yicha bitim);

h) qarz olishning to'g'ri moliyaviy strategiyasini amalga oshirish asosida kompaniyaning bozor qiymatini oshirish.

Marketing maqsadlari esa o'z ichiga quyidagilarni oladi:

a) yetakchi moliya institutlari tomonidan mahalliy, milliy va jahon kapital bozorida tan olinishiga erishish asosida kompaniya brendini qimmatlashtirish;

b) ixtisoslashgan ommaviy axborot vositalari orqali tanilish, tarmoq sharxlariga kirish, birja kotirovkalariga kirish orqali kompaniyaning tanilishiga va imijining oshishiga erishish;

d) kapital bozorining global segmentlarida moliyaviy resurslarni jalb qilish tajribasiga ega bo'lgan kompaniya-hamkorlar va mijozlarning ishonchini qozonish.

Moliyaviy resurslarni kapital bozoridan jalb qilish hajmidan kelib chiqqan holda korxonalarini yirik, o'rta va kichik korxonalariga ajratish mumkin. Bunda kapitalni jalb qilish hajmi nisbiy bo'lib, ular kapital turi va moliyaviy potensialidan kelib chiqib mahalliy, milliy va xalqaro miqyosdagi ko'rinishlarga ega bo'ladi. Kapital diversifikatsiyasi va qiymatining optimalligi tamoyillaridan kelib chiqib, yirik hajmdagi kapitalni jalb qilish jahon va milliy kapital bozorlarida amalga oshirilishi mumkin. O'rtacha hajmdagi kapitalni, odatda, milliy bozorlardan jalb qilish, kichik hajmdagi kapitallarni esa mahalliy bozorlardan jalb qilish maqsadga muvofiqdir.

Ta'kidlash joizki, kapitalni qayta jalb qilishda, agar kompaniya ijobiy moliyaviy imkoniyatlarga erishgan bo'lsa, endi kapital hajmi muhim ahamiyat kasb etmaydi. Masalan, aksiyalarning qo'shimcha emissiyasi va obligatsiyalarning qo'shimcha chiqarilishi, kreditlash limitlarining (soni va/yoki hajmi) hajmi ularning birinchi chiqarilishiga nisbatan kichik hajmda bo'lishi mumkin.

Nazorat savollari

1. Iqtisodiy taraqqiyotni ta'minlashda kapital bozori faoliyatini rivojlantirishning ahamiyati
2. Kapital bozorining ijtimoiy-iqtisodiy ahamiyati nimalardan iborat?
3. Kapital bozorining tashkiliy xususiyatlari
4. Kapital bozorining moliyaviy infratuzilmasini asosiy turlari nimalardan iborat?

5. Kapital bozoridan iqtisodiyotning korporativ sektoriga moliyaviy resurslarni jalb qilish tamoyillari.
6. Kapital bozoridan iqtisodiyotning korporativ sektoriga moliyaviy resurslarni jalb qilish tamoyillarining ahamiyati.
7. Iqtisodiyotning korporativ sektoriga kapital bozoridan moliyaviy resurslarni jalb qilish maqsadlarining yo'nalishlari.

IV BOB. PUL-KREDIT BOZORI – KAPITAL BOZORINING TARKIBIY QISMI SIFATIDA

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

Davlat, korporativ tuzilmalar va aholining pul mablag‘lariga bo‘lgan doimiy talabi va ma‘lum shartlar asosida qisqa muddatlar uchun vaqtinchalik pul mablag‘larini boshqa shaxslardan jalb qilishga ehtiyojning mavjudligi pul bozorining yuzaga kelishiga va rivojlanishiga olib kelgan. Mamlakatimizda ham pul bozorini rivojlantirishga alohida e‘tibor qaratilmoqda.¹⁵

Pul bozori atamasi ushbu bozor uchun to‘liq mos kelmaydi. Sababi, pul bozorida pul yoki valyuta oldi-sotdisi amalga oshirilmaydi. Pul bozorida savdo qilinadigan qimmatli qog‘ozlar qisqa muddatli hamda likvidlilik darajasi yuqori bo‘lgan instrumentlar hisoblanadi ya’ni ularning pulga aylanish jarayoni tez amalga oshadi. Pul bozoridagi qimmatli qog‘ozlarning uchta asosiy xususiyatlari mavjud. Bular quyidagilar¹⁶:

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

Pul bozoridagi aksariyat qimmatli qog‘ozlarning muddati 120 kundan kam bo‘ladi. Pul bozoridagi tranzaksiyalar aniq bir joy yoki binoda amalga oshirilmaydi. Asosan treyderlar ishtirokchilar o‘rtasidagi savdolarni elektron tarzda amalga oshiradilar. Pul bozori instrumentlarining oldi-sotdi jarayoni ikkimlamchi bozorda birmuncha tezlashadi. Yuqorida ta’kidlangan xususiyatlariga ko‘ra, pul bozori instrumentlari birlamchi bozorga joylashtirilgandan so‘ng, ularni sotish uchun kelajakda xaridorlarni topish unchalik qiyin bo‘lmaydi. Pul bozorining yana bir xususiyati ushbu bozor ulgurji bozor hisoblanadi, ya’ni undagi aksariyat

¹⁵ Monetar siyosatning 2018-yil uchun asosiy yo‘nalishlari. O‘zbekiston Respublikasi Markaziy Banki, 2017-yil.

¹⁶ Frederic S. Mishkin, Stanley G. Eakins. Financial Markets and Institutions, US Prentice Hall, 2012. P. 255

tranzaksiyalar yirik hajmda bo'lishi kuzatiladi. Ilg'or xorij mamlakatlari tajribasidan kelib chiqadigan bo'lsak, real sektor korxonalari pul bozorining muhim ishtirokchilaridan hisoblanadi. Pul bozori asosan investorlarga yuqori darajadagi daromadlilik darajasini taklif etmasada, o'zining yuqoridagi xususiyatlari sababli ham investorlar mablag'larini yo'naltiruvchi investitsiya obyekti sanaladi. Pul bozorida qisqa muddatli qimmatli qog'ozlar bo'yicha bitimlar tuzilishi ushbu bozorning jozibadorligini ta'minlaydi.

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

4.2. Pul bozori ishtirokchilari

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

4.1-jadval

Pul bozori ishtirokchilari¹⁷

Ishtirokchilar	Ularning pul bozoridagi o'rni
Moliya vazirligi yoki G'aznachilik boshqarmasi	Davlat qarzlarini qoplash maqsadida qisqa muddatli davlat qimmatli qog'ozlarini emissiya qiladi
Tijorat banklari	Davlat qimmatli qog'ozlarini xarid qiladi; depozit sertifikatlarini sotadi; pul bozorida ishtirok etuvchi investorlarga qisqa muddatli kreditlar beradi;
Korxonalar	O'zining moliyaviy faoliyatini yaxshilash maq-

¹⁷ Frederic S. Mishkin, Stanley G. Eakins. Financial Markets and Institutions, US Prentice Hall, 2012. P. 259.

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

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

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

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

Tijorat banklari hukumat tomonidan emissiya qilingan qimmatli qog'ozlarning eng asosiy sotib oluvchilaridan biri hisoblanadi. Buning asosiy sabablaridan biri banklarga investitsion faoliyat uchun qo'yilgan cheklovlar

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

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

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

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

Asosan mol-mulkni hamda tabiiy ofatlarga qarshi sug'urtalovchi sug'urta kompaniyalari pul bozorining faol ishtirokchilaridan hisoblanadi. Sababi bu turdagi sug'urta kompaniyalarida kutilmagan vaziyatda katta miqdordagi mablag'ga zarurat tug'ilishi mumkin. Shu sababdan ular o'zlarining likvidliligini

yo‘qotmaslik uchun o‘z mablag‘larining asosiy qismini pul bozoriga yo‘naltiradi. Misol uchun, 2004 yilda AQSHning Florida shtatida yuz bergan kuchli to‘fon tufayli sug‘urta kompaniyalari qariyb 1 milliard AQSH dollariga teng bo‘lgan miqdordagi mablag‘ni ushbu to‘fondan tafolat ko‘rganlarga sug‘urta badali sifatida to‘lagan. Ushbu majburiyatni bajarish uchun sug‘urta kompaniyalari o‘zlaridagi pul bozori instrumentlarining bir qismini sotgan. Pensiya fondlari o‘z mablag‘larining bir qismini aksiya va obligatsiya bozorida foydaliroq investitsion imkoniyatlar yuzaga kelgan vaqtda undan foydalanish maqsadida yetarli mablag‘ga ega bo‘lish uchun pul bozoriga investitsiya kiritadi. Sug‘urta kompaniyalari singari pensiya fondlari ham yuqori likvidlikka ega bo‘lishi lozim. Sug‘urta kompaniyalaridan farqli o‘laroq pensiya fondlarining majburiyatlari miqdori va ularni bajarish vaqtlarini oldindan tahlil qilish unchalik qiyin hisoblanmaydi.

4.3. Pul bozori instrumentlari

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

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

Davlat qisqa muddatli qimmatli qog‘ozlari (T-Bills) asosan davlat qarzini qoplash uchun emissiya qilinadi. Ya’ni davlat o‘zining soliqlar orqali byudjetiga tushuvchi mablag‘lari kelguniga qadar qisqa muddatli qarz majburiyatini ifodalovchi qimmatli qog‘ozlarni emissiya qiladi. Ayrim davlatda bu qimmatli qog‘oz Moliya vazirligi tomonidan emissiya qilinsa, boshqalarida G‘aznachilik tomonidan emissiya qilinadi. AQSH misolida ko‘radigan bo‘lsak, ushbu qimmatli

qog'oz G'aznachilik boshqarmasi (Treasury Department) tomonidan emissiya qiladi hamda T-Bills deb ataladi. Ularning muddati asosan 28; 91 va 182 kunni tashkil etadi. 1998-yildan beri AQSH hukumati investorlar uchun ushbu turdagi qimmatli qog'ozlarni internet orqali sotib olish imkonini yaratdi va bu o'z navbatida ularni individual investorlar orasida yanada kengroq tarqalishiga olib keldi. G'aznachilik ushbu qimmatli qog'ozlar uchun hech qanday foiz to'lovini amalga oshirmaydi. Ular o'zining nominal narxidan past bahoda bozorga joylashtiriladi hamda so'ndirilish muddatida nominal narx bo'yicha so'ndiriladi. Ularning bozorga joylashtirilish hamda so'ndirilish baholari orasidagi farq asosan muddatga bog'liq hisoblanadi. Ushbu turdagi qimmatli qog'ozlarning risklilik darajasi nolga teng deb hisoblanadi, sababi hattoki davlatda ularni so'ndirish uchun yetarli mablag' bo'lmay qolgan taqdirda ham, davlat shunchaki qo'shimcha valyuta emissiya qilish orqali ularni so'ndirishi mumkin. Ularning muddati qisqa bo'lganligi sababli inflyatsiya darajasining ta'siri ham unchalik yuqori hisoblanmaydi.

4.2-jadval

Davlat qisqa muddatli qimmatli qog'ozlarining diskont stavkalari¹⁸

Qimmatli qog'ozlar turlari	11.04.2018 holatiga	03.2018 holatiga	03.2017 holatiga
Bir yillik qimmatli qog'ozlar bo'yicha	2.09	2.03	1.04
91 kunlik qimmatli qog'ozlar bo'yicha	1.72	1.67	0.83
182 kunlik qimmatli bo'yicha	1.88	1.85	0.95

Qayta sotib olinuvchi shartnomalar (Repurchase agreements). Korxonalar davlat qimmatli qog'ozlarini qayta sotib olish sharti bilan boshqa shaxsga sotishi mumkin. Bunda qancha miqdorda va qachon qaytarib sotib olish oldindan kelishib

¹⁸ <https://www.bankrate.com/rates/interest-rates/treasury.aspx>

olinadi. Aksariyat qayta sotib olinuvchi shartnomalar 3 kundan 14 kungacha bo'lgan muddatga ega bo'lsada ayrim hollarda bu muddat 1 oydan 3 oygacha ham bo'lishi mumkin.

Depozit sertifikatlari bank tomonidan emissiya qilinuvchi qimmatli qog'oz bo'lib, o'zida muddatni hamda foiz stavkasini aks ettiradi. Ushbu turdagi qimmatli qog'oz oraliq instrument bo'lib, belgilangan muddat tugagandan so'ng ushbu sertifikatni bankga taqdim etgan shaxs asosiy summani hamda foiz to'lovini qo'lga kiritadi. AQSH misolida ko'radigan bo'lsak, depozit miqdori \$100 000 dan \$10 milliongacha bo'ladi.

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

Shu o'rinda savol tug'ilishi tabiiy. Pul bozori instrumentlarining daromadlilik darajasi qanday aniqlanadi? Ular emissiya qilingandan so'ng o'zining nominal bahosidan past narxda sotiladi va muddati kelganda esa uni sotib olgan investor qimmatli qog'ozni emitentga taqdim etib, qimmatli qog'ozning nominaliga teng

boʻlgan summani qaytarib oladi. Shundan kelib chiqib, ularning daromadlilik darajasi quyidagicha aniqlanadi.¹⁹

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

Bunda:

i_{discount} – yillik diskont stavka;

F – qimmatli qogʻozning nominal bahosi;

P – sotish bahosi;

n – muddati (kunda);

Bankir kafolati (Banker's acceptance) XII asrdan boshlab qoʻllanila boshlagan. Aniqrogʻi shu turdagi operatsiyalar amalga oshirilishining ilk bosqichlari oʻsha davrga toʻgʻri keladi. Ushbu qimmatli qogʻoz sotuvchidan xaridorga hali yetkazilmagan mahsulotni moliyalashtirish uchun ishlatiladi. Tasavvur qilamiz, ABC kompaniyasi Yaponiyaning XYZ kompaniyasidan buldozer sotib olmoqchi, ammo XYZ kompaniyasi pulni qoʻlga kiritishdan oldin buldozerni yuborish niyatida emas, sababi u kompaniya haqida unda yetarli maʼlumot yoʻq. Oʻz navbatida ABC kompaniyasi ham buldozerni qabul qilishdan avval pulni oʻtkazib berish niyatida emas. Ushbu vaziyatda bank Banker's acceptanceni emissiya qilish orqali eksport qiluvchi tomon nomidan import qiluvchi tomonga kafolat beradi. Ushbu qimmatli qogʻoz qisqa muddatli yaʼni 30 kundan 180 kungacha boʻlib, ikkilamchi bozorda ushbu muddat tugaguniga qadar sotilishi ham mumkin. Bank bu vaziyatda oʻz xizmati uchun 2-3% atrofida haq oladi.

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

¹⁹ Frederic S. Mishkin, Stanley G. Eakins. Financial Markets and Institutions, US Prentice Hall 2013, P. 261.

xorijiy banklar yoki Amerika banklarining xorijiy filiallarida dollarda shakllantirilgan depozitlar hisoblanadi.

Pul bozori instrumentlarini taqqoslaydigan bo‘lsak, ularning foiz stavkalari orasida deyarli tavofut yo‘q. Ularning barchasi diskontlash amaliyotini qo‘llash orqali so‘ndirilishini inobatga oladigan bo‘lsak, diskont stavkalarining yuqori yoki past bo‘lishi faqatgina ushbu qimmatli qog‘ozlarning muddatiga bog‘liq hisoblanadi.

Ularning likvidlilik darajasini taqqoslaydigan bo‘lsak, davlat qisqa muddatli qimmatli qog‘ozlarining likvidlilik darajasi tijorat qog‘ozlarinikiga nisbatan yuqoriroq hisoblanadi, sababi, tijorat qog‘ozlarini sotishning aksariyat hollarda imkoni yo‘q, shu sababli investorlar ushbu qimmatli qog‘ozni so‘ndirilish muddatini kutadilar.

Tijorat banklari tomonidan taqdim etiladigan overdraft, overnayt kreditlari ham pul bozorida keng qo‘llaniladigan amaliyotlardan hisoblanadi.

Mamlakatimizdagi tijorat banklari tomonidan overdraft kreditlari keng doirada qo‘llanila boshlanganligini ham shu o‘rinda qayd etib o‘tish zarur.

Nazorat savollari

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

V BOB. KAPITAL BOZORIDA ULUSHLI QIMMATLI QOG'OZLAR

5.1. Aksiyalarning qo'llanishi va aksiyalar bozori o'ziga xos xususiyatlari

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

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

Oddiy aksiya egalari quyidagi huquqlarga ega:

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

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

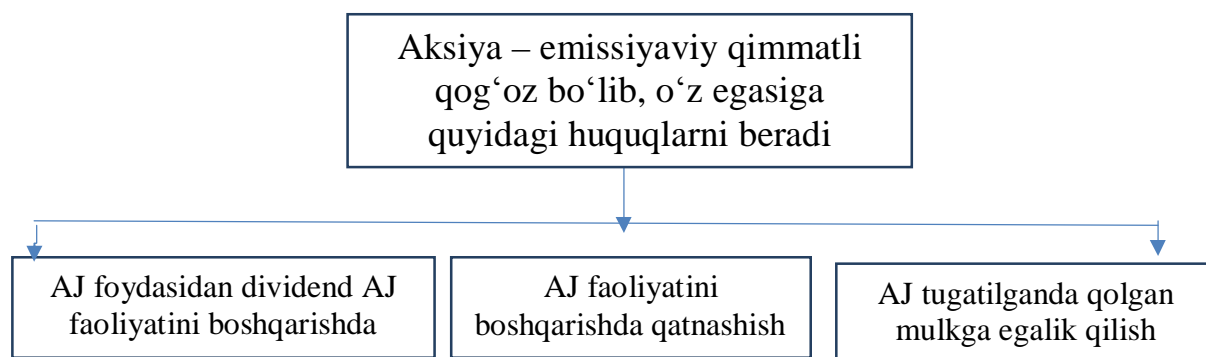
– yangi emissiya qilingan aksiyalarni boshqa shaxslarga taklif etishdan oldin sotib olish huquqi afzalliklari. Bu huquqning afzalligi yangi emissiya qilingan aksiyalarni sotib olgan yangi aksiyadorlar oldida ularning ulushini himoya

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

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

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

Umumiy holda aksiyadorlar huquqlariga quyidagilarni kiritish mumkin (5.1-rasm).



5.1-rasm. Aksiya egalarining huquqlari

Aksiyadorlik jamiyati tashkil qilinayotganda uning aksiyalari ta'sischi o'rtasida taqsimlanadi. Ta'sischi aksiyadorlik jamiyatini tashkil qilish to'g'risida

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

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

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

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

Birinchi holatda, chiqarilgan aksiyalar, ya'ni ularning soni va nominal qiymati jamiyat ustavi bilan belgilanadi. Haqiqatda, bu aksiyalar jamiyat ta'sis qilinayotganda sotilib bo'lgan bo'ladi, aksiyalarning nominal qiymati summasi jamiyat ustav kapitali hajmini tashkil etadi. Ikkinchi holatda, ustav kapital nominal

qiymat hajmidan qo‘shimcha aksiyalarni joylashtirish orqali oshirilishi qo‘shimcha aksiyalarni chiqarishni tasdiqlash va ro‘yxatga olishdan keyin amalga oshadi.

Nomi yozilgan aksiyalarni chiqarish jamiyat boshqaruviga aksiyadorlik kapital harakatini va aksiyadorlar qo‘lidagi qimmatli qog‘ozlarni nazorat qilish imkonini beradi. Aksiyadorlik jamiyati oddiy aksiyalar emissiyasi bilan birga imtiyozli aksiyalarni ham chiqarishi mumkin. Imtiyozli aksiyalar miqdori jamiyat ustav kapitali hajmida 20 % miqdoridan oshmagan holda chiqariladi. Aksiyalarning imtiyozli aksiyalar deb nomlanishi imtiyozli aksiya egalari oddiy aksiya egalari nisbatan bir qancha imtiyozli huquqlarga ega bo‘lishi munosabati bilan ifodalanadi. Har bir aksiya turi uchun imtiyozli huquqlar jamiyat ustavida belgilanadi. Imtiyozli aksiyalarga bunday huquqlar berish taqdimotini imtiyozli aksiya egalari ovoz berish huquqiga ega emasliklari va buning uchun imtiyozli aksiya egalari qandaydir kompensatsiya tariqasida ko‘rish mumkin.

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

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

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

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

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

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

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

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

Kumulyativ imtiyozli aksiyalar imtiyozli aksiyalar boshqa turlari orasida keng tarqalgan aksiyalardir. Kumulyativ aksiyalar emissiya qilinayotganida jamiyat ustavida belgilanishi lozim bo'lgan ular bo'yicha to'lanmagan yoki to'liq to'lanmagan dividendlar miqdori jamg'arilib boriladi va keyinchalik to'lanadi.

Emitent tomonidan ushbu aksiyalar bo'yicha navbatdagi to'lanmagan dividendlarni to'lovni amalga oshirmasligi majburiyatlarni buzganlik deb qaralmaydi.

Kumulyativ imtiyozli aksiya egalari jamiyat umumiy yig'ilishlarida o'z vakolati doirasida barcha masalalarda ovoz berish huquqi bilan kumulyativ aksiyalar bo'yicha to'lanishi ko'zda tutilayotgan va bu masalaga doir qaror qabul qilish rejalashtirilgan kun tartibidagi masalalarni ko'rib chiqish va qabul qilishda ovoz berish huquqiga ega. Aksiyadorlar huquqi – kumulyativ imtiyozli aksiya egalarning aksiyadorlar umumiy yig'ilishlarida qatnashish huquqi– ushbu aksiyalar bo'yicha jamg'arilgan dividendlarning to'liq to'lovi amalga oshirilgandan so'ng tugatiladi. Emitent kumulyativ imtiyozli aksiyalarni chiqarayotganda ushbu aksiyalar bo'yicha dividendlar akkumulyatsiya (jamg'arish) muddatini qat'iy belgilashi shart. Bunday muddatda ushbu aksiya turi bo'yicha dividendlar to'lanmasdan, keyingi to'lov muddatigacha yig'ilib boriladi.

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

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

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

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

Qaytarib olish huquqi mavjud imtiyozli aksiyalar – bunday aksiyalar emitentga aksiyani egasini oldindan ogohlantirmasdan qayta sotib olish huquqini beradi. Aksiyalarni qayta sotib olish aksiyadorlik jamiyatlari uchun qulay, investorlar uchun esa noqulay. Bunday aksiyalarni sotish maqsadida emitent investorlarni odatda, ushbu aksiyalarga asosiy kapitaldagi premiya miqdoridan yuqori premiya taklif qilish orqali jalb qiladi. Premiya – o'z navbatida, aksiyalarni qayta sotib olish imkoniyati uchun mukofot sifatida qaraladi. Odatda, qayta sotib olish uchun emitent 30 kun oldin ogohlantiradi.

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

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

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

Qayta chaqirib olinadigan imtiyozli aksiyalarga xos xarakterli belgilari quyidagilar:

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

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

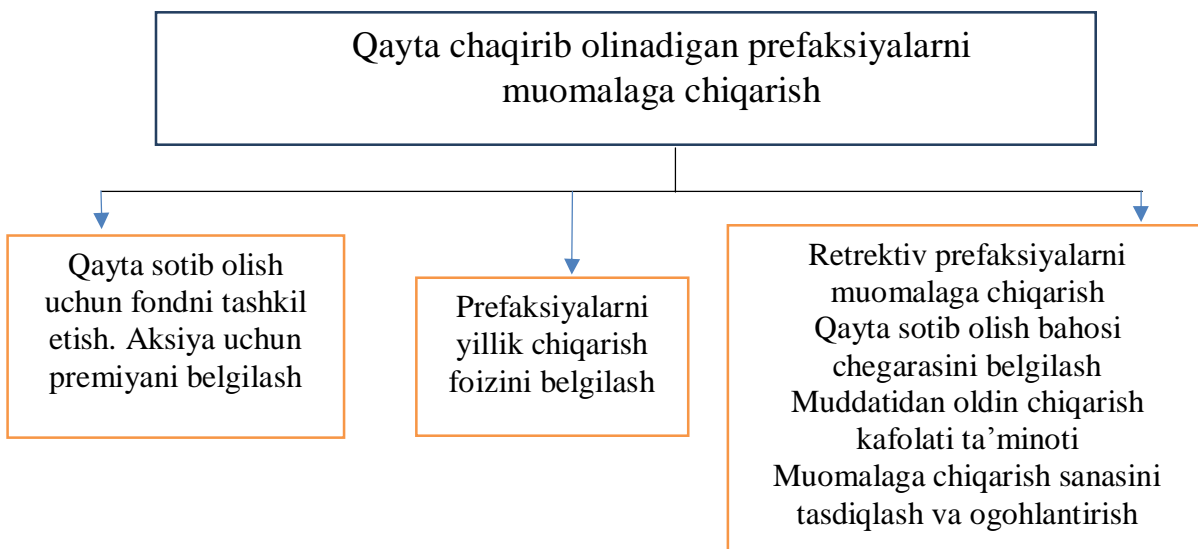
– qayta chaqirib olinadigan preferensial aksiyalar bo'yicha to'lovlarni amalga oshirish kafolat ta'minoti. Bunday ta'minot retrektiv prefaksiyalarni muomalaga chiqarish yo'li orqali erishiladi.

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

Aksiyalarni qaytarib sotib olish maqsadida maxsus jamg'ariladigan fond tashkil etilishi mumkin. Qayta sotib olish fondini shakllantirishdan maqsad – bu fond narxlar pasayishi holatida amortizator rolini bajaradi, misol uchun, aksiyalar muomalaga chiqarilganda tasdiqlangan narxning pasayib ketgan holat. Bunday oldindan shakllangan fond yordamida kompaniya ushbu aksiyalarni to'liq yoki

qisman sotib olish mumkin. Qayta sotib olish fondi mavjud bo'lgan aksiyalarni sotib olishning ijobiy tomoni shundaki, u aksiyalarni har yili qisman qoplash (qayta sotib olish) yo'li orqali qimmatli qog'ozlar bozori muntazam ko'maklashadi. Imtiyozli aksiyalar ikkilamchi bozorda oldindan kelishilgan bahoda sotib olinadi.

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



5.2-rasm. Qayta chaqirib olinadigan prefaksiyalarni muomalaga chiqarish

Retrektiv prefaksiyalar. Retrektiv tamoyili yoki qimmatli qog'ozlarni qaytarib olish – qimmatli qog'ozlarni qayta sotib olish yo'li orqali chiqarilgan aksiyalarni sotib olish kafolatini imkoniyati mavjud bo'lmagan holatda qo'llaniladi. Retrektiv aksiyalar egalari o'z imtiyozlaridan foydalanib, emitent–

kompaniyaga aksiyalarni qayta sotish muddatini o'zi belgilashi mumkin va shu muddat tugallanguncha aksiyalarni qoplash uchun qayta taqdim etadi. Bunday qaytarib olish holati avtomat tarzda amalga oshadi. Aksiyani ushlab turuvchi shaxs aksiyalarni qaytarish muddatini o'z xohishiga ko'ra belgilagan bo'lsada, bu haqda kompaniyani oldindan ogohlantirishi lozim. 5.2-rasmda qayta chaqirib olinadigan prefaksiyalarni muomalaga chiqarish tartibi ko'rsatilgan.

5.2. Aksiyalar qiymati va daromadlilikini baholash

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

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

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

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

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

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

- aksiyalar qoplash muddatiga ega emas.

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

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

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

Mos ravishda, investitsiya daromadliligi

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

bu yerda $P_0 - t=0$ davrdagi aksiya bahosi yoki aksiyaning boshlang'ich ma'nosi; n davrli muddatga investitsiyalar uchun.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Shunda aksiya qiymatini baholash formulasi quyidagi ko'rinishga keladi:

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

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

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

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

Misol ko'rib chiqamiz.

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

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

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

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

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

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

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

Bunday holatda aksiya qiymati quyidagicha aniqlanadi:

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

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

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

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

Misol ko‘rib chiqamiz.

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

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

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

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

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

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

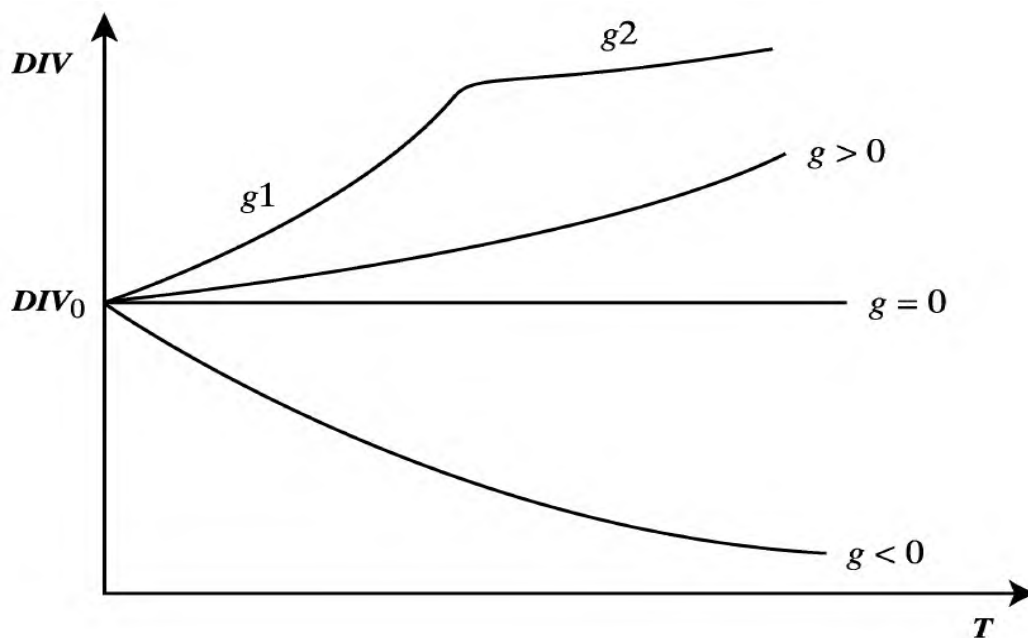
$$Y = \frac{6 \times (1 + 0,05)}{35} + 0,05 = 0,23 \text{ yoki } 23 \text{ foiz} .$$

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

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

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

Bunday modelni amalga oshirishning mumkin bo'lgan yondashuvlarini quyidagi rasmda keltiramiz (5.3-rasm)



5.3-rasm. O'zgaruvchan o'sish modeli

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

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

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

Mazkur holatda V_t miqdori T davrdan oldin dividend to'lovlarining berilgan r stavkasi bo'yicha diskontlangan summasini o'zida aks ettiradi. T davrdan keyingi

to'lovlar oqimi doimiy koeffitsient bilan o'zgartirilishi nazarda tutiladi. Uning qiymati V_{t+1} doimiy o'sish modeli bo'yicha aniqlanishi mumkin.

Shunda aksiya qiymati V quyidagi formula yordamida aniqlanishi mumkin:

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

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

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

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

Misol ko'rib chiqamiz.

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

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

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

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

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

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

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

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

Birinchisi korxonalar aktivlaridan boʻsh pul oqimlari $FCFF_t$ ni prognozlashga va keyin esa korxonalar bozor qiymati V ni baholashga asoslanadi. Korxonalar qiymatini baholash umumiy formulasi quyidagi koʻrinishga ega:

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

bu yerda r – korxonalar kapitalining oʻrtacha qiymati ($r = WACC$).

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

Boshqa yondashuvda $FCFF_t$ pul oqimlari diskontlanadi. Bunda diskontlash stavkasi sifatida korxonalar xususiy kapitali boʻyicha talab qilinadigan daromadlilik koʻrsatkichidan foydalaniladi. Natijada xususiy kapital qiymatini aniqlash uchun quyidagi formuladan foydalaniladi:

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

bu yerda r_E – xususiy kapital boʻyicha talab qilinadigan daromadlilik.

Bitta aksiyalar haqiqiy qiymati V_E miqdorni muomaladagi aksiyalar soniga boʻlish orqali aniqlanadi.

Aksiyalar baholashda keng qoʻllaniladigan yondashuvlardan yana biri turli xil moliyaviy koeffitsientlardan foydalanish hisoblanadi.

Aksiyalar baholashda koʻpchilikka maʼlum va keng qoʻllaniladigan koeffitsient aksiyalar bahosining foydaga nisbati koeffitsienti hisoblanadi ($Price/Earnings - P/E$). Bu koʻrsatkich aksiyalar bozor bahosi P ning bitta aksiyaga toʻgʻri keladigan sof foyda koʻrsatkichi EPS ga nisbati sifatida aniqlanadi.

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

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

Misol ko'rib chiqamiz.

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

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

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

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

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

P/E moliyaviy koeffitsientni hisob-kitob qilishda korxonasi faoliyatining qator muhim moliyaviy ko'rsatkichlari, shuningdek, ularga ta'sir etuvchi omillar, masalan kelgusi pul oqimlari, aktivlar va boshqalarning e'tiborga olinmasligini mazkur modelning kamchiligi sifatida ko'rsatishimiz mumkin. Bundan tashqari sof foyda moliyaviy hisobotlarning boshqa ko'rsatkichlari bilan taqqoslaganda o'zgarishlarga yuqori darajada moyil hisoblanadi va unga boshqaruvchilarning

bevosita taʼsiri ham kuzatiladi. Koeffitsientning yuqori belgilanishi foyda miqdorining keskin past boʻlishi natijasida ham kelib chiqishi mumkin. Shuningdek, bu koʻrsatkichni zarar koʻrib ishlovchi korxonalar uchun aniqlash imkoniyati mavjud emas.

EPS koʻrsatkichi bitta aksiyaga toʻgʻri keladigan dividend (*Dividends Per Share – DPS*) va dividend toʻlovlari (*payout ratio - PR*)ning oʻzaro nisbati sifatida ham aks ettirilishi mumkin:

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

Oʻz navbatida, dividend toʻlovlari koeffitsientini korxonani reinvestitsiyalashga yoʻnaltiriladigan foydaning ulushi (*recovery rating – RR*)dan kelib chiqqan holda ham aniqlash mumkin:

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

Yuqoridagilardan kelib chiqqan holda taʼkidlash mumkinki, *EPS* va *P/E* koeffitsientlari kelgusidagi dividend toʻlovlarni 100 foizgacha aniq hisoblash imkoniyatini bermaydi.

Aksiyalar qiymatini baholashda yana bir koeffitsient “Baho/tushum” (*Prise to Sales*) koeffitsienti hisoblanadi. Bu koeffitsientdan foydalanish yordamida baholash metodikasi *P/E* yondashuvidan foydalanishga oʻxshash, faqat bitta aksiyaga toʻgʻri keladigan foyda oʻrniga korxonaning tushumining joriy miqdoridan foydalaniladi:

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

bu yerda SAL_t – t davrda korxonaning tovar sotishdan tushumi.

Aksiyalarni baholash uchun *P/S* koeffitsientidan foydalanish aksariyat korxonalar uchun foyda koʻrsatkichi emas, balki mahsulot sotish hajmining oʻsishini taʼminlash maqsadiga asoslanadi. Bunday maqsadning qoʻyilishiga sabab mahsulot sotishdan tushum koʻrsatkichining tovar va xizmatlar bozorida korxonaning egallab turgan oʻrnini belgilashda muhim ahamiyatga egaligi bilan

izohlanadi. Korxonaning bunday tartibda jadallik bilan o‘sishi boshqa barcha shart-sharoitlar teng bo‘lganda daromad olinishi va musbat pul oqimlariga erishish imkoniyatini yuzaga keltiradi.

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

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

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

Xalqaro amaliyotda keng doirada qo‘llaniladigan yana bir koeffitsient korxonalar qiymati (*Enterprise Value – EV*)ning soliqlar, foizlar va amortizatsiya chegirilgunga qadar foyda (*Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization – EBITDA*)ga nisbati ko‘rsatkichi hisoblanadi. *EV/EBITDA* eng past ko‘rsatkichli aksiyalar sotib olish uchun nomzod aksiyalar hisoblanadi.

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

- zarar bilan ishlayotgan korxonalarni aniqlashga xizmat qilishi mumkin;

- qarz mablagʻlari hisobiga qoʻshib olishni baholashda foydalanish uchun qulay;

- qarz mablagʻlari hisobiga moliyalashtirish, amortizatsiya siyosati, soliq siyosati va boshqalar turli xil darajada boʻlgan korxonalarni oʻzaro taqqoslash imkonini beradi.

Amaliyotda mazkur koʻrsatkichni hisoblashning turli xil yondashuvlari amal qiladi. Ulardan eng keng qoʻllaniladigani quyidagi formula boʻyicha amalga oshiriladi:

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

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

C – balansdagi pul mablagʻlari va ularning ekvivalentlari.

Yuqorida keltirilgan formulaga muvofiq korxonaning qiymati uning xususiy kapitali va qarz kapitali yigʻindisidan pul mablagʻlarini ayirish orqali aniqlanadi. Bunday yondashuv aksiyalar bozor qiymatini hisobga olgan holda korxonaning qiymatining tarkibiy elementlari nisbatan toʻliq kartinasini koʻrish imkonini beradi. Shubhasiz butun korxonani naqd pulga sotib olishda investor uning barcha majburiyatlarni oʻziga olishga yoki birdaniga toʻlashga majbur boʻladi. Korxonaning qiymatini aniqlashda pul mablagʻlari va ularning ekvivalentlarini chegirishdan maqsad korxonani xarid qilishda balansdagi pul mablagʻi oʻzgarmas qolishi bilan izohlanadi.

Umuman yuqorida keltirib oʻtilgan aksiyalarni baholash modellarining barchasi ham oʻziga xos afzalliklar va kamchiliklarga ega. Shunday ekan investitsion faoliyatni amalga oshirish uchun korxonalar aksiyalarini baholashda koʻrib chiqilgan modellar va koeffitsientlarning bir nechtasidan foydalanish va oʻrtachasini olish maqsadga muvofiq, deb oʻylaymiz.

Nazorat savollari

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

VI BOB. KAPITAL BOZORIDA QARZ MUNOSABATLI QIMMATLI QOG'OZLAR

6.1. Obligatsiyalar muomalasi nazariy jihatlari

Qimmatli qog'ozlar bozorining, umuman moliya bozorining muhim instrumentlaridan biri obligatsiyalar hisoblanadi. **Obligatsiya** – uni chiqargan shaxs va egasi o'rtasidagi qarz munosabatni tasdiqlovchi qimmatli qog'ozdir. O'zbekiston Respublikasi "Qimmatli qog'ozlar bozori to'g'risida"gi Qonuniga ko'ra: **obligatsiya** – obligatsiyani saqlovchining obligatsiyaning nominal qiymatini yoki boshqa mulkiy ekvivalentini obligatsiyani chiqargan shaxsdan obligatsiyada nazarda tutilgan muddatda olishga, obligatsiyaning nominal qiymatidan qayd etilgan foizni olishga bo'lgan huquqini yohud boshqa mulkiy huquqlarini tasdiqlovchi emissiyaviy qimmatli qog'oz. Obligatsiya uning egasiga obligatsiyaning nominal qiymatidan qat'iy belgilangan foiz bo'yicha daromadni olish huquqini belgilaydi. Obligatsiya bo'yicha daromad foiz yoki diskontda ifodalanadi.

Shunday qilib, obligatsiya – o'z ichiga ikkita quyidagi asosiy elementni mujassamlashtirgan qarzni ifodalovchi qimmatli qog'ozdir:

- emitent obligatsiya titulida ko'rsatilgan summani muddati kelganda uning egasiga qaytarishi;
- emitent majburiyati obligatsiya egasiga obligatsiya nominal qiymatidan kelib chiqqan holda qat'iy belgilangan foiz to'lovlarini amalga oshirishi.

Aksiya va obligatsiya o'rtasidagi tamoyilial farq aksiya ulush munosabatini anglatishi, obligatsiya esa qarz munosabatini anglatishida namoyon bo'ladi. Bunda aksiyani sotib olgan investor kompaniya emitentning mulkdoriga, ya'ni ulushidan kelib chiqqan egasiga aylanadi. Obligatsiya sotib olgan investor kompaniya-emitentning kreditoriga aylanadi. Bundan tashqari, aksiyadan farqli o'laroq, obligatsiyaning muomalada bo'lish muddati qat'iy belgilangan va muddati

kelganda so'ndiriladi. Obligatsiya aksiyaga nisbatan afzallikka ega bo'lib, bu afzallik kompaniya tugatilganda birinchi navbatda obligatsiya bo'yicha foiz to'lovlari, so'ngra aksiya bo'yicha devidendlar to'lanadi; emitent-kompaniya likvidatsiya yoki tugatilishi jarayonida mulkni taqsimlashda aksiyadorlar kompaniyaning barcha majburiyatlari shu jumladan, obligatsiyalar bo'yicha qarz majburiyatlarini so'ndirgandan keyin qolgan mulkdan ulush olishlari mumkin. Obligatsiya qarz instrumenti bo'lganligi sababli kompaniya emitent boshqaruvida qatnashish huquqini bermaydi.

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

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

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

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

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

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

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

Yuqoridagilarni kelib chiqqan holda, obligatsiya - bu:

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

Obligatsiyalarning qo'llanish doirasi kengligi sababli, ularni turlari va sifati bo'yicha tasniflash maqsadga muvofiqdir. Obligatsiyalarning keng tasnifini keltirish uchun respublikamiz obligatsiya bozoridagi obligatsiyalardan tashqari jahon moliya bozori va transmilliy korporatsiyalar amaliyotida keng qo'llaniluvchi obligatsiyalar turlaridan ham foydalanamiz (6.1-jadval).

6.1-jadval

Obligatsiyalar tasnifi

Obligatsiyalarning tasnifiy belgilari	Mos ravishda obligatsiya turlari
Emitent turiga ko'ra	- Davlat obligatsiyalari - Munitsipal obligatsiyalar - Korporativ obligatsiyalar - Xorijiy obligatsiyalar
Muddatiga ko'ra	- To'lov va so'ndirish muddati qat'iy belgilangan obligatsiyalar

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

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

Umumiy holda obligatsiyalar muomalasi emitent uchun ham, investor uchun ham ma'lum bir afzalliklarga va kamchiliklarga ega hisoblanadi (6.2-jadval).

6.2-jadval

Obligatsiyalarning ayrim turlari afzalliklari va kamchiliklari

Obligatsiya turi	Afzalliklari		Kamchiliklari	
	Emitent uchun	Investor uchun	Emitent uchun	Investor uchun
Ta'minlangan obligatsiyalar	Obligatsiyani joylashtirish bo'yicha muammoning deyarli yo'qligi	Qarz majburiyatni qaytarish kafolati yuqori darajada	Moddiy aktivlarning garov riski	Boshqa obligatsiyalarga nisbatan foizli daromadning pastligi
Ta'minlanmagan obligatsiyalar	Mablag'larni moddiy aktivlar garovsiz jalb qilish imkoniyati	Ta'minlangan obligatsiyaga nisbatan yuqori foizli daromad olish	Qarz zayomi hajmi kompaniyaning ishbilarmonlik nufuzi va moliyaviy holatga bog'liqligi	Qarz majburiyati qoplanmasligi vaziyati yuzaga kelganda talab qilish imkoniyati pastligi
Qayta chaqirib olinadigan obligatsiyalar	Qoplash muddatidan avval qaytarib olish va qoplash muddatlarini tanlash imkoniyati mavjud	Qaytarib olish va nominal narxlar tafovutidan foyda olish imkoniyati	Qoplash muddatidan avval qaytarib olinganlik uchun to'lov	Obligatsiyaga egalik qilish huquqi cheklanganligi
Konvertatsiyalanuvchi obligatsiyalar	Qarz majburiyati qiymati pasayishi imkoniyati	Qo'yilmalar xavfsizligining yuqori darajasi	Aksiyadorlar tarkibining kengayishi natijasida g'arazli aksiyadorlar paydo bo'lishi	Boshqa obligatsiyalarga nisbatan daromad pastroq bo'lishi mumkin

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

6.2. Obligatsiyalar qiymati va daromadlilikini baholash

Qarz munosabatini anglatuvchi moliyaviy instrumentlar sifatida obligatsiyalar qat'iy belgilangan daromad keltiruvchi qimmatli qog'ozlar toifasiga kiritiladi.

Bunday toifaga qat'iy belgilangan miqdorda dividend to'lash belgilab qo'yilgan imtiyozli aksiyalarni ham kiritish mumkin.

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

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

- *kuponli*, qat'iy belgilangan yoki suzib yuruvchi kupon stavkali obligatsiyalar;

- *diskontli (kuponsez)*, yoki *nollik kuponli obligatsiyalar*;

- *qoplash vaqtida daromad to'lanadigan obligatsiyalar*.

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

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

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

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

k – yillik kupon stavkasi;

r – bozor stavkasi (diskont me'yori);

n – obligatsiya muddati;

m – bir yilda kuponli to'lovlar soni.

Misol ko'rib chiqamiz.

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

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

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

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

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

Yuqoridagilardan ko'rinib turibdiki, obligatsiyalar joriy qiymati talab qilinadigan daromadlilik me'yori va qoplash muddatiga bog'liq. Bu bog'liqlik teskari xususiyatga ham ega. Keltirilgan baholashning bazaviy modelidan isbot talab qilmaydigan quyidagi ikkita aksiomalar guruhini keltirish mumkin.

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

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

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

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

Yuqorida keltirilgan masalalar bunga misol bo'la oladi.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Misol ko'rib chiqamiz.

IBM kompaniyasining 100 birlik nominalga ega, qoplash muddati 100 yil boʻlgan obligatsiya qiymatini talab qilinadigan daromadlilik meʼyori 8,5 foiz boʻlgan holatda aniqlaymiz. Kupon stavkasi 7,72 foiz va har yarim yilda bir marta toʻlanadi.

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

Muomala muddati bir yildan kam boʻlmagan kuponsiz yoki diskontli obligatsiyalar qiymatini baholash jarayoni F nominal qiymat, r foiz stavka va n qoplash muddati maʼlum boʻlgan holatda elementar toʻlov oqimi hozirgi miqdorini aniqlash orqali ifodalanadi. Qabul qilingan belgilashlardan kelib chiqqan holda bunday aktiv joriy qiymati formulasi quyidagi koʻrinishga ega boʻladi:

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

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

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

Misol koʻrib chiqamiz.

Qoplash muddati uch yil, talab qilinadigan daromadlilik meʼyori 4,4 foizga teng boʻlsa nominal qiymati 1000 birlikka teng boʻlgan kuponsiz obligatsiyani investor qanchaga sotib olishi mumkin?

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

Nol kuponli obligatsiyalar aniq belgilab qoʻyilgan vaqt gorizonti boʻyicha oʻtkaziladigan operatsiyalar nuqtai nazaridan investorlar qiziqishiga sabab boʻladi. Ular foiz stavkalarining vaqtinchalik tarkibini belgilab beruvchi investitsion tahlilda muhim rol oʻynaydi.

Keltirib oʻtilgan oʻzaro bogʻliqliklar va misollardan koʻrinib turibdiki, koʻrib chiqilgan obligatsiyalar tiplari qiymati r bozor stavkasi va n qoplash muddati oʻrtasida teskari bogʻliqlik mavjud.

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

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

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

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

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

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

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

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

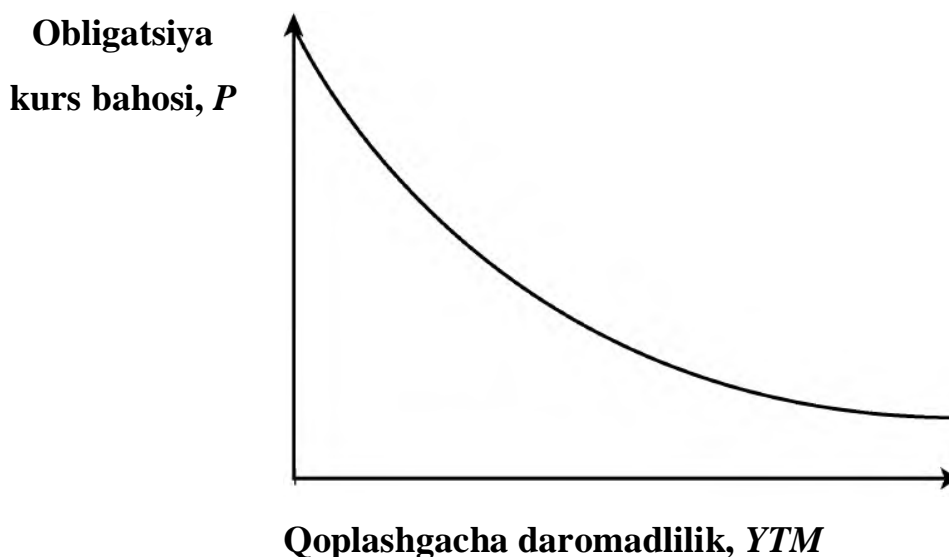
Keltirilgan matematik ifodadan YTMni aniqlash mumkin. Qayd etib o'tish kerakki, formula bo'yicha hisoblanadigan YTM ko'rsatkichi investitsiya ichki daromadlilik me'yorini o'zida aks ettiradi. Bu yerda e'tibor talab qiladigan jihat shuki, obligatsiyani qoplashgacha real daromadlilik quyidagi shartlar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

- obligatsiya qoplash muddatigacha saqlanishi lozim;

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

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

YTM ko'rsatkichiga obligatsiyaning xarid bahosi ham ta'sir ko'rsatadi. Kuponli obligatsiyaning qoplashgacha daromadliliigi YTMning uning bozor qiymati P ga fundamental bog'liqligi quyidagi rasmda keltirilgan (6.1-rasm). Qayd etish kerakki, bu yerda teskari bog'liqlik amal qiladi.



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

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

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

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

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

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

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

Misol ko'rib chiqamiz.

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

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

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

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

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

Misol ko'rib chiqamiz.

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

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

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

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

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

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

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

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

Misol ko'rib chiqamiz.

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

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

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

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

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

Nazorat savollari

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

VII BOB. KAPITAL BOZORIDA ISLOM QIMMATLI QOG'OZLARI QO'LLANILISHI

7.1. Islom qimmatli qog'ozlarining o'ziga xos xususiyatlari

Hozirgi kunda jahon tajribasida iqtisodiyotni moliyalashtirishning asosiy vositalaridan biri sifatida qimmatli qog'ozlar operatsiyalaridan keng foydalanilayotganligini ko'rishimiz mumkin. Qimmatli qog'ozlar operatsiyalari orqali nafaqat kompaniyalar o'zlarining moliyaviy-xo'jalik faoliyatini kengaytirishga imkoniyat yaratadi, balki mamlakatni iqtisodiy va ijtimoiy rivojlantirishga va kapital bozori samaradorligini oshirishga hissa qo'shadi. Islom qimmatli qog'ozlaridan yangi instrument sifatida foydalanish, islom qimmatli qog'ozlari orqali investorlarni keng ko'lamda jalb qilish, islom qimmatli qog'ozlari emissiyasini samarali yo'lga qo'yish kapital bozorini rivojlantirishda qo'shimcha imkoniyatlarni yuzaga chiqaradi.

So'nggi yillarda ko'plab islom davlatlari va musulmon aholisi ko'p bo'lgan mamlakatlarda islom qimmatli qog'ozlarini emissiya qilish o'z samaradorligini ko'rsatmoqda. Shu sababli mamlakatimiz kapital bozorida yangi mexanizm sifatida islom qimmatli qog'ozlaridan foydalanish muhim ahamiyatga ega. Hozirda mamlakatimiz kapital bozoriga nafaqat iqtisodiy, balki shariat qoidalariga mos keluvchi talablar asosida investorlar ishtirokini ta'minlash va kapital jalb qilish orqali kapital bozorini yanada rivojlantirish zarurati islom qimmatli qog'ozlarini o'rganishning dolzarbligini ko'rsatadi.

Islom moliyasi, shuningdek, islom qimmatli qog'ozlari amaliyoti bo'yicha ko'plab olimlar tadqiqotlar olib borishmoqda. Xorijiy olimlardan Pegah Zolfaghari islom qimmatli qog'ozlari (sukuk) bu aksiyalar va obligatsiyalarning xususiyatlariga ega bo'lgan gibril qimmatli qog'ozlar ekanligini ta'kidlagan. Shuningdek, qimmatli qog'ozlar singari ular ham sheriklik turini bildiradi va sukuk

egalari sukuk chiqarilgan asosiy aktiv yoki loyihaning egalari sifatida ko'rib chiqiladi²⁰.

Sara Al Balooshi, Maria Chiara Iannino va Pejman Abedifarlar tadqiqotlariga ko'ra sukuk qarz va kapital xususiyatlarini o'zida mujassam etgan, islomiy moliyalashtirishda kapital bozorining yagona vositasidir. Xususan, doimiy daromadli sukuk lizing va tannarx savdo operatsiyalariga asoslangan. U oldindan belgilangan foyda stavkalari va nominal qiymatlarga ega. Uning pul oqimlari firmalar faoliyatidan mustaqildir. Sukuk sheriklik shartnomalariga asoslanadi, bunda firmalar va sukuk egalari ma'lum bir loyiha yoki aktivda sherik bo'lishadi. Sukukdan olinadigan mablag' asosiy loyihaning ishlashiga bog'liq. Foyda kafolatlanmaydi va zararlar tomonlar o'rtasida taqsimlanadi²¹.

Jose Cartas va Qi He tadqiqot natijasiga ko'ra, Musulmon va musulmon bo'lmagan mamlakatlarda turli tashkilotlar tez-tez Sukuk (Sakk ko'pligi) deb nomlanadigan Shariatga muvofiq ishtirok etish sertifikatlari yoki qimmatli qog'ozlarni chiqaradilar. Islom Moliyaviy Xizmatlar Kengashi ma'lumotlariga ko'ra, Sukuk har bir sakkda moddiy aktivlarga mutanosib ravishda bo'linmagan mulk huquqini yoki asosan moddiy boyliklar to'plamini yoki ishbilarmonlik sub'ektlarini (masalan, Mudoraba kabi) ifodalovchi sertifikatlar sifatida tavsiflanadi²².

Yana bir qator xorijiy olimlardan Aktham I. Maghyereh, H.Abdoh, B.Awartanilarni fikriga ko'ra, islom qimmatli qog'ozlari shariat talablariga javob beradigan vositalar foizlarni to'lashni taqiqlaydi (riba), bu moliyaviy mahsulotlarni foiz stavkalariga yoki odatdagi aktivlarning kutilayotgan rentabelligini keltirib

²⁰ Pegah Zolfaghari. An Introduction to Islamic Securities (Sukuk). // Uppsala Faculty of Law Working Paper 2017:2. – P.42;

https://www.jur.uu.se/digitalAssets/563/c_563862-1_3-k_wps2017-2.pdf

²¹ Sara A Al Balooshi, Maria Chiara Iannino, Pejman Abedifar. Islamic Securities in Corporate Financial Hierarchy. // SSRN Electronic Journal, July 2020. – P.33;

https://www.researchgate.net/publication/342708644_Islamic_Securities_in_Corporate_Financial_Hierarchy/link/5f02f5df92851c52d619e910/download

²² Jose Cartas and Qi He. Handbook on Securities Statistics. // Xalqaro Valyuta Fondi (XVF) elektron kutubxonasi XVFning davriy nashri, June 2015. – P. 172;

<https://www.elibrary.imf.org/view/IMF069/22127-9781498388313/22127-9781498388313/app3.xml?redirect=true>

chiqaradigan boshqa tegishli makroiqtisodiy omillarga nisbatan sezgirligini kamaytiradi. Yana bir ajralib turadigan xususiyat – riskli yoki spekulyatsiya (gharar) bilan bog‘liq shartnomalarga qo‘yiladigan cheklov. Boshqa cheklovlar orasida qimor, qisqa muddatli sotish va hakamlik operatsiyalari mavjud. Ushbu cheklovlar islom aktivlarini riskni boshqarish strategiyasi uchun yaxshi manba bo‘lib xizmat qiladi va investorlarning to‘siqlarga bo‘lgan ehtiyojini kamaytirishi mumkin²³.

Shuningdek, Madina Kalimullina, Mikhail (Shamil)Orlovlarning tadqiqotlariga ko‘ra olingan xulosalari quyidagicha, barcha Islomiy moliyalashtirish shartnomalarini ikki guruhga bo‘lish mumkin: mumtoz fiqh kitoblarida keltirilgan shartnomalar ("uqud musamma" deb nomlangan shartnomalar) va keyinchalik joriy etilgan shartnomalar deb hisoblash mumkin ('uqud muallida)²⁴.

Islomiy moliyasi o‘z-o‘zini tartibga solishning qat’iy shar’iy vositasini joriy etish orqali barcha manfaatdor taraflarga nisbatan yanada yuqoriroq moliyaviy intizomga rioya etishni shart qilib qo‘yadi va talabchan ahloqiy me’yorlar standarti amal qiladi²⁵.

Sukuk faoliyati bilan bog‘liq muammolar nazariy, amaliy jihatlar va uning ishlash mexanizmiga bog‘liq bo‘lib, sukuk va iqtisodiy taraqqiyot o‘rtasidagi o‘zaro bog‘liqlik va ta’sirlar yetarli darajada o‘rganilmagan. Shu sababli, fond bozori faolligini oshirish va aholi pul mablag‘larini jalb etish maqsadida O‘zbekistonda sukukni joriy etish bilan bog‘liq tadqiqotlarni amalga oshirish bugungi kunda dolzarb hisoblanadi²⁶.

²³ Aktham I. Maghyereh, Hussein Abdoh, Basel Awartani. Connectedness and hedging between gold and Islamic securities: A new evidence from time-frequency domain approaches. // Pacific-Basin Finance Journal, Volume 54, April 2019, Pages 13-28;

<https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0927538X18304931>

²⁴ Kalimullina Madina, (Shamil) Orlov Mikhail. Islamic finance and food commodity trading: is there a chance to hedge against price volatility and enhance food security? // Heliyon 6 (2020). – P. 21;

<https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S2405844020321988>

²⁵ Botirxo‘ja Jo‘rayev. Islomiy moliyalar va bank tizimi. Tarjima. – T.: “O‘zbekiston”, 2014. – 464 b.

²⁶ S.Abrorov. O‘zbekistonda sukuk – islomiy qimmatli qog‘ozlarni joriy etish istiqbollari. // Iqtisodiyot fanlari bo‘yicha falsafa doktori PhD dissertatsiyasi avtoreferati, Toshkent, 2020. – 7 b.

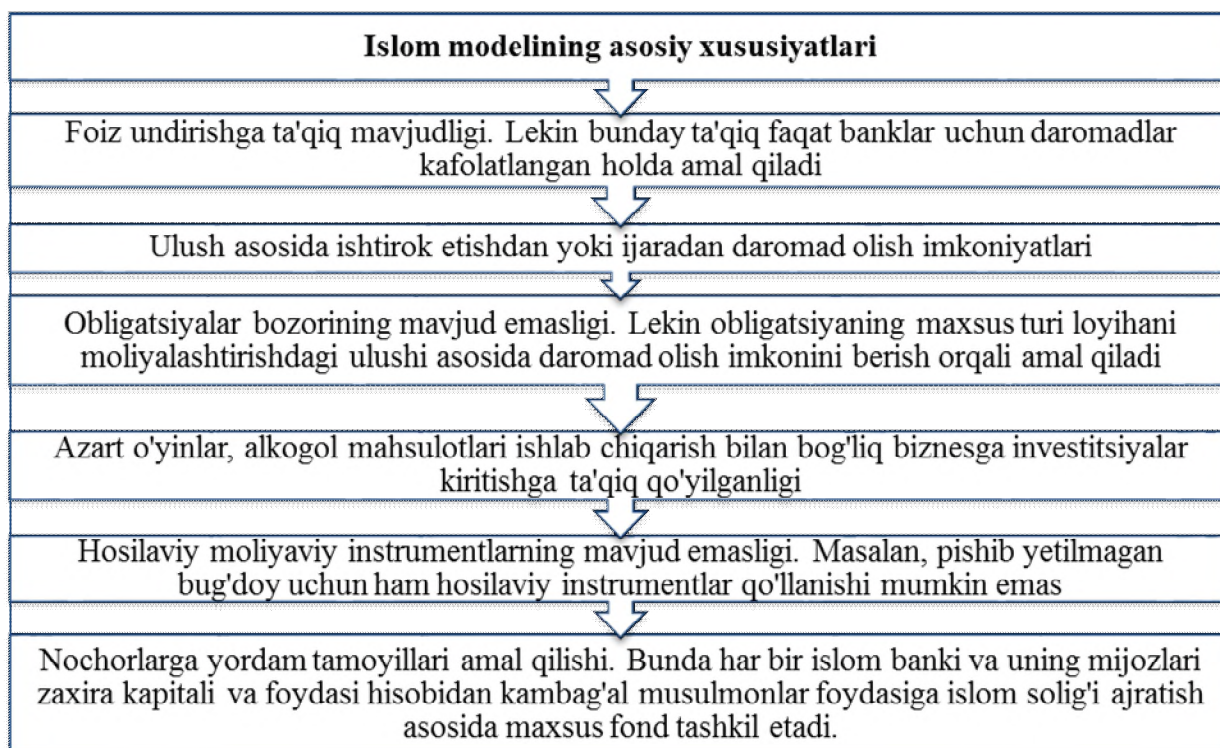
Yuqoridagi iqtisodchi olimlarning fikrlarini inobatga olgan holda ta'kidlash mumkinki, islom moliyasi va qimmatli qog'ozlarini tadbiq etish orqali yuqori natijaga erishish imkoniyatiga yo'l ochish bugungi kunda xalqaro moliya bozorida hamda mamlakat iqtisodiyotida muhim ahamiyat kasb etadi. Shuningdek, islom qimmatli qog'ozlarining mazmun-mohiyatini tushunish, jahon mamlakatlarida erishilgan yuqori ko'rsatkichlarini tahlil qilish va uni moslashtirgan holda mamlakatimiz moliya bozorini rivojlantirishda qo'llash lozim.

Sukuk instrumentining xususiyatlari quyidagilardan iborat:

1. Sukuk obligatsiyalari – o'rta va uzoq muddatli moliyaviy instrument hisoblanadi.
2. U xalqaro reyting agentliklarining ro'yxatlari va reytinglariga kiritilgan bo'lib, bu investorlar uchun risklilik darajasini baholashda yordam beradi.
3. Investitsiya davrida muntazam daromad oqimlari, kapital narxini oshirish imkoniyati mavjud.
4. Sukuklarning ba'zi turlarini belgilangan muddatdan oldin ikkilamchi bozorda sotish mumkin emas²⁷.

Bugungi kunda dunyo mamlakatlarida iqtisodiyot va moliya sohasi rivojiga ko'ra jahonda moliya bozorining insayderlik (bank kreditlari orqali moliyalashtirish tizimi) va autsayderlik (anglo-amerika modeli-qimmatli qog'ozlar bozoriga yo'naltirilgan va institutsional investorlar tizimi) modellaridan tashqari islom modeli ham alohida qayd etib kelinmoqda. Islom modeli asosidagi moliya bozorida iqtisodiy foydadan oldin shariat qoidalari ustunligiga asoslangan (1-rasm). 1-rasmdan ham kapital bozorining Islom modelida shar'iy axloq qadriyatlari ustunligini ko'rishimiz mumkin. Ushbu tizim XX asr oxirlarida arab davlatlarida neft eksportidan yuqori daromadga bog'liq holda shakllangan.

²⁷ Ya.Arifdjanova. Sukuk – islom moliyaviy instrumenti xalqaro moliya bozorining ko'pgina ishtirokchilarida qiziqish uyg'otmoqda.// "Xalqaro moliya va hisob" ilmiy jurnali. №1, fevral, 2021 yil. – B.9;



7.1-rasm. Islom modelining asosiy xususiyatlari²⁸

Sukukning aksiya va obligatsiya bilan o'xshash bir qancha jihatlari mavjud bo'lib, ular quyidagilar. Bunday ko'p tomonlama o'xshashlik asosida sukukni gibridd qimmatli qog'oz, deb atashimiz ham mumkin. Bu turdagi islom qimmatli qog'ozlarning boshqa an'anaviy qimmatli qog'ozlardan farqli xususiyatlaridan yana biri ularni joylashtirishda maxsus loyiha kompaniyalari (SPV - special purpose vehicle) va shariat kengashi institutlarining ishtirok etishidir. Ushbu ikki institut sukuk muomalasida muhim ahamiyat kasb etib, barcha bosqichlarda murakkabliklarni bartaraf etishga xizmat qiladi²⁹.

7.2-rasmda sukukning aksiya bilan chiqarilish shakli, nominal qiymatining qaytishi kafolatlanmaganligi, nominal va so'ndirilish qiymati o'rtasidagi farq ehtimoli mavjudligi va aktiv bilan qoplanganligi kabi o'xshashligi mavjud bo'lib, obligatsiya bilan esa chiqarilish shakli, muomaladagi muddati, qisman tartibga solinishi hamda ikkilamchi bozordagi savdosiga ko'ra o'xshashliklarini ko'rish mumkin.

²⁸ Mualliflar tomonidan tuzilgan

²⁹ Botirxo'ja Jo'rayev. Islomiy moliyalar va bank tizimi. Tarjima. – T.: "O'zbekiston", 2014. – 464 b.

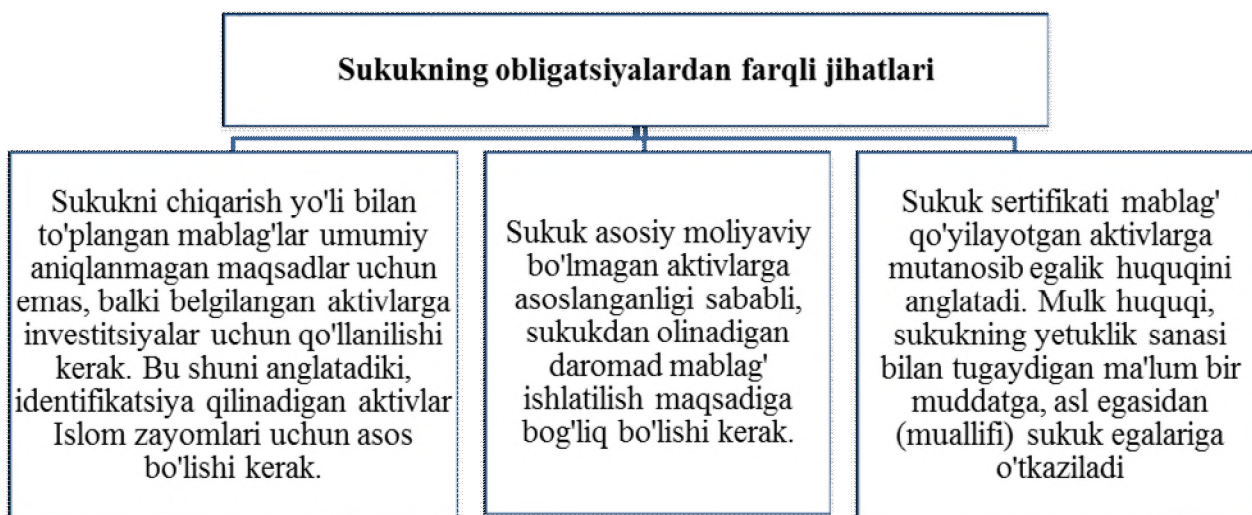
Qimmatli qog'oz turi	Oddiy aksiya	Sukuk	Obligatsiya
Chiqarish shakli	Emissiyaviy qimmatli qog'oz	Emissiyaviy qimmatli qog'oz	Emissiyaviy qimmatli qog'oz
Korporativ boshqaruvdagi ishtiroki	Boshqaruv va daromadda ishtirok etadi	Turiga ko'ra: -to'liq ishtirok; -sof foydaga sherik; -qarz majburiyati	Faqat qarz majburiyatini yuklaydi
Muomala muddati	Mavjud emas	Mavjud	Mavjud
Investor foydasi	Dividend	Sof foydadan ulush yoki kechiktirilgan ustama to'lov	Kafolatlangan foiz stavkasi
Nominal qiymatining qaytishi	Kafolatlanmagan	Kafolatlanmagan	Kafolatlangan
Nominal va so'ndirilish qiymati o'rtasidagi farq ehtimoli	Mavjud	Mavjud	Mavjud emas
Aktiv bilan qoplanganligi	Qoplangan	Qoplangan	Turiga ko'ra
Konseptual asoslari	Inson tafakkuri	Shariat	Inson tafakkuri
Tartibga solinishi	Normativ huquqiy hujjatlar	Shariat, normativ huquqiy hujjatlar	Normativ huquqiy hujjatlar
Moliyalashtirish sohasi	Ixtiyoriy	Shariatga muvofiq	Ixtiyoriy
Ikkilamchi bozordagi savdosi	Mumkin	Turiga ko'ra: -mumkin; -mumkin emas	Mumkin

7.2-rasm. Sukukning aksiya va obligatsiya bilan o'xshash va farqli jihatlari³⁰

Islom qimmatli qog'ozlaridan sukukning ajralib turuvchi jihatlari esa investor foydasi sof foydadan ulush yoki kechiktirilgan ustama to'lov bo'lishi, konseptual asoslari hamda moliyalashtirish sohasi aynan shariatga muvofiq amalga oshirilishi hisoblanadi. Ikkilamchi bozordagi savdosida ham aynan uning turiga ko'ra mumkin yoki mumkin emasligi shariatga muvofiq ajratiladi. Bu

³⁰ Botirxo'ja Jo'rayev. Islomiy moliyalar va bank tizimi. Tarjima. – T.: "O'zbekiston", 2014. – 464 b.

ko'rsatkichlardan ma'lum bo'ladiki, sukuk o'zida gibril qimmatli qog'oz sifatlarini mujassamlashtirgani bois undan foydalangan emitent ham, investor ham yetarlicha ikki (iqtisodiy va sha'riy) tomonlama foydaga erishish imkoniyatini beradi.



7.3-rasm. Sukuk hamda obligatsiyalarning farqli jihatlari³¹

Xalqaro amaliyotda ham iqtisodchi olimlarning izlanishlariga e'tibor qaratisa, sukukni obligatsiyalardan bir necha jihatlardan farqlashgan (7.3-rasm).

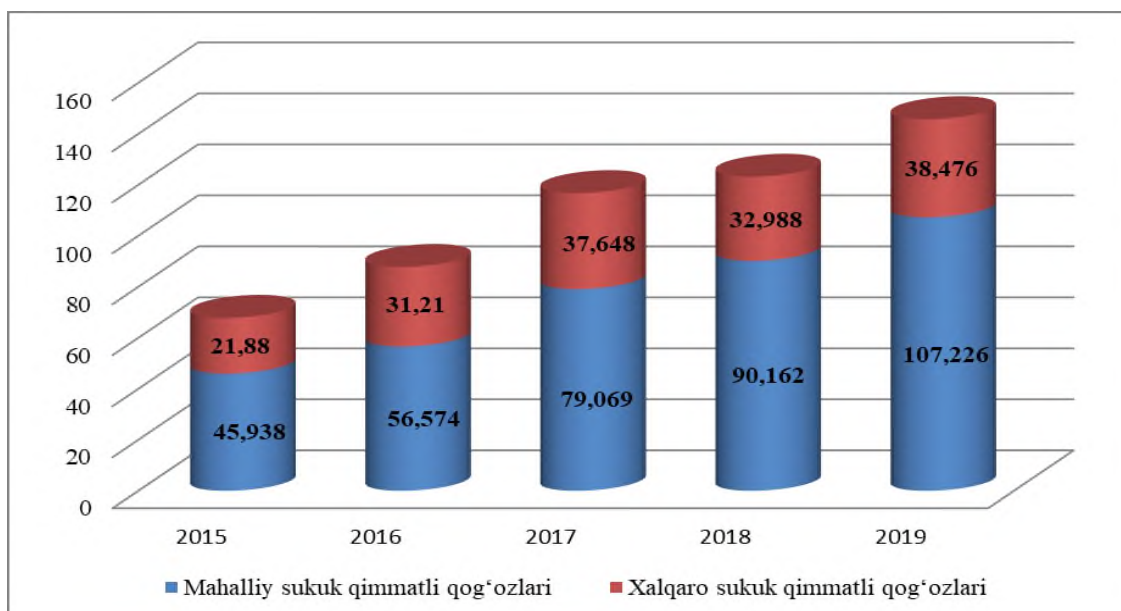
7.2. Kapital bozorida islom qimmatli qog'ozlari tahlili

Islom moliya institutlarining buxgalteriya hisobi va auditorlik tashkilotlari (AAOIFI) tomonidan sukuklarning 14 turi tan olingan bo'lib, ular ichida "sukuk-ijara" turi keng tarqalgan. Sukukning ijara turi o'z egalariga mulkka egalik qilish huquqini beruvchi erkin muomalada bo'lgan qimmatli qog'ozlardir. Bu turdagi moliyaviy instrumentning ikkilamchi bozorda erkin aylanishi ularni yanada ommalashishiga xizmat qildi³².

³¹ Jose Cartas and Qi He. Handbook on Securities Statistics. // Xalqaro Valyuta Fondi (XVF) elektron kutubxonasi, XVFning davriy nashri, June 2015. – P. 172;

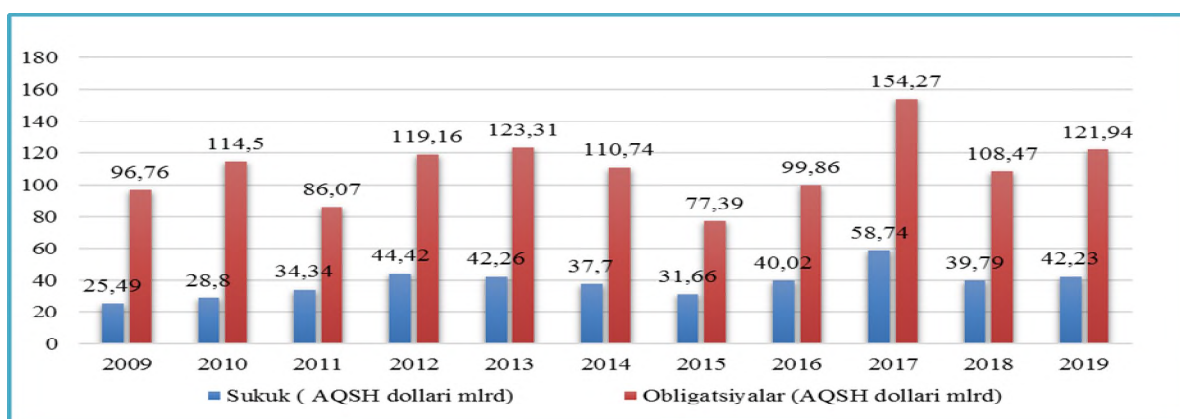
<https://www.elibrary.imf.org/view/IMF069/22127-9781498388313/22127-9781498388313/app3.xml?redirect=true>

³² Ya.Arifdjanova. Sukuk – islom moliyaviy instrumenti xalqaro moliya bozorining ko'pgina ishtirokchilarida qiziqish uyg'otmoqda.// "Xalqaro molija va hisob" ilmiy jurnali. №1, fevral, 2021 yil. – B.9;



7.4-rasm. 2015-2019 yillar davomida dunyo miqyosida sukuklarning chiqarilishi, mlrd AQSH dollarida³³

7.4-rasm ma'lumotlarini tahlil qiladigan bo'lsak, so'nggi besh yil ichida sukuklar bozori o'sish tendensiyasiga ega bo'lib, 2019-yil eng yuqori darajani ko'rsatdi. 2017-yil xalqaro sukuklarning emissiyasi 37.648 mlrd AQSH dollarni tashkil etgan bo'lsa, 2018-yilda bir oz pasayganligini ko'rishimiz mumkin. 2019-yil xalqaro sukuklar joylashtirilishi 38.476 mlrd AQSH dollardan iborat bo'ldi. Bu esa 2018-yilga nisbatan 5.49 mlrd AQSH dollarga, ya'ni 16.63 foizga o'sgan.



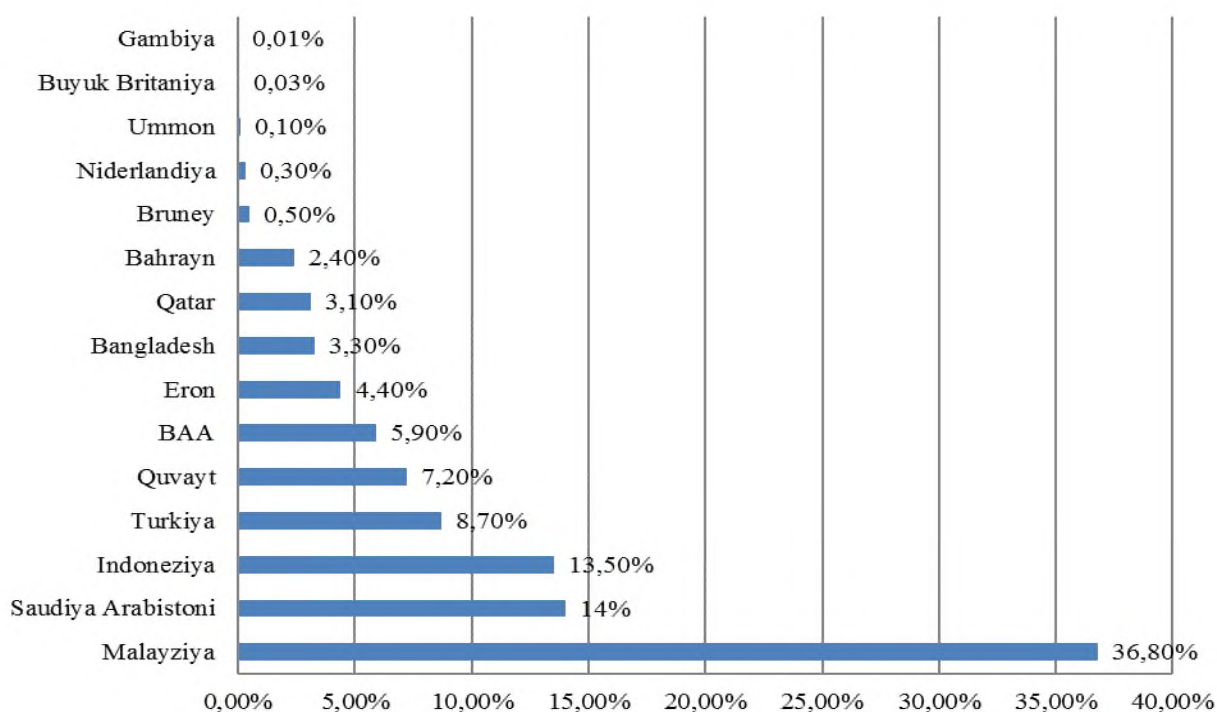
7.5-rasm. Jahonda sukuk va obligatsiyalar emissiya hajmi³⁴

³³ Ya.Arifdjanova. Sukuk – islom moliyaviy instrumenti xalqaro moliya bozorining ko'pgina ishtirokchilarida qiziqish uyg'otmoqda.// "Xalqaro moлия va hisob" ilmiy jurnali. №1, fevral, 2021 йил. – В.9;

³⁴ www.fitchratings.com - Fitch Ratings xalqaro moliyaviy xizmatlar ko'rsatuvchi kompaniya ma'lumotlari; <https://www.fitchratings.com/research/islamic-finance/sukuk-issuance-rose-in-2019-as-diversification-continues-11-02-2020#:~:text=2%20billion%20in%202019%2C%20up,by%20an%20uptick%20in%204Q19>

Bevosita sukuk va obligatsiyalarning jahon miqiyosida 2009-2019 yillardagi emissiyasiga e'tibor qaratsak, ushbu qimmatli qog'ozlar 2017-yilda eng yuqori ko'rsatkichga (sukuk - 58.74 mlrd. AQSh dollari, obligatsiyalar - 154.27 mlrd. AQSh dollari) yetganligini ko'rishimiz mumkin (7.5-rasm). Obligatsiyalarga nisbatan sukuk qimmatli qog'ozlari ko'rsatkichlarida kichik o'zgarishlar bo'lgan. Emitentlar va investorlar doirasi kengayayotgani tufayli 2009-yilga nisbatan 2019-yilda 40 foizga (25.49 mlrd. AQSh dollari - 42.23 mlrd AQSh dollari) o'sgan.

So'nggi o'n yil ichida sukuk ta'minoti geografik jihatdan xilma-xil bo'lishiga qaramasdan tub aholisi musulmon bo'lgan va musulmon bo'lmagan davlatlarda ham sukuk qimmatli qog'ozlari emissiyasi ko'rsatkichlari sezilarli darajada keng qo'llanilayotganini ko'rishimiz mumkin (7.6-rasm).



7.6-rasm. 2019-yilda dunyo bo'ylab sukuk qimmatli qog'ozlari emissiyasining mamlakatlar bo'yicha ulushi³⁵

Aksariyat musulmon aholisi ko'p mamlakatlar (Malayziya, Saudiya Arabistoni, Turkiya, BAA, Eron, Indoneziya, Quvayt, Bangladesh va boshqalar)da

³⁵ www.statista.com – xalqaro moliyaviy ko'rsatkichlar va statistik ma'lumotlar e'lon qilinuvchi rasmiy veb-sayt ma'lumotlari;
<https://www.statista.com/statistics/649298/distribution-of-sovereign-sukuk-issuance-by-country/>

bu ko'rsatkich yuqori, biroq musulmon davlati hisoblanmaydigan (Buyuk Britaniya, Niderlandiya) mamlakatlarda bu ko'rsatkich past ekanligiga guvoh bo'lishimiz mumkin. Xususan, Malayziya o'z ko'rsatkichi (36.8%) bilan yetakchilik qilayotganini ko'rishimiz mumkin. Keyingi o'rinlarni Saudiya Arabistoni (14%), Indoneziya (13.5%) bilan egallagan. Umuman olganda, musulmon aholisi ko'p bo'lgan mamlakatlarning ko'rsatkichlari sezilarli darajada yuqori bo'lgan. Musulmon aholisi kam bo'lgan mamlakat Buyuk Britaniyada bu ko'rsatkich 0.03%ni tashkil etadi. Bundan xulosa qilish mumkinki, islom qimmatli qog'ozlari nafaqat shar'iy tomonlama ustunlikka ega, balki obligatsiyalar va aksiyalardan o'zining bir qator afzalliklari mavjud. Shu sababli islom qimmatli qog'ozlarining joriy etilishi dunyo miqiyosida tobora kengayib bormoqda.

7.3. O'zbekiston kapital bozorida islom qimmatli qog'ozlarini qo'llash imkoniyatlarini oshirish

Mamlakatimiz moliya bozori faoliyatini kengaytirish, unda emitentlar faolligini oshirish, qimmatli qog'ozlar bozoriga investorlarni kengroq jalb qilish uchun butun dunyo bo'ylab keng tarqalayotgan islom qimmatli qog'ozlar emissiyasini yo'lga qo'yish iqtisodiyotni rivojlantirishda muhim ahamiyat kasb etadi. Shu o'rinda islom qimmatli qog'ozlarining mazmun-mohiyati, ularning xalqaro moliya bozoridagi ahamiyatini o'rganish lozim.

Islom qimmatli qog'ozlarining asosiy turi sifatida sukuk qimmatli qog'ozlari e'tirof etiladi. Islom qimmatli qog'ozlari oddiy aksiya va obligatsiyalarni bir qancha xususiyatlarini o'zida mujassamlashtirib gibrid qimmatli qog'oz shaklida namoyon bo'ladi. Shu sababli islom qimmatli qog'ozlarini O'zbekiston kapital bozorida qo'llash samaradorlikni oshirishga xizmat qiladi.

Islom qimmatli qog'ozlarining an'anaviy qimmatli qog'ozlardan farqlanuvchi xususiyatlaridan biri maxsus maqsadli loyiha (SPV - special purpose vehicle) va shariat kengashi institutlarining ishtirok etishi orqali barcha bosqichlarda murakkabliklarni bartaraf etishga xizmat qiladi. Shu sababli

musulmon aholisi ko'p hisoblangan O'zbekistonda ushbu turdagi qimmatli qog'ozlarni qo'llash maqsadga muvofiq.

Islom qimmatli qog'ozlari, xususan, sukuk likvidligi yuqori qimmatli qog'oz bo'lib, ular bilan ikkilamchi bozorda ham savdo qilish mumkin. Shuningdek, islom qimmatli qog'ozlari emissiyasini joriy qilishdan ko'zlanadigan maqsadlar sifatida shar'iy qonunlarga mos holda bozordagi o'rnini shakllantirish, bu orqali kapital jalb qilish va investitsiya jozibadorligini oshirish kabilarni ta'kidlashimiz lozim. Ta'kidlangan jihatlarni amalga oshirish kapital bozorini rivojlantirishda va boshqa turdagi qimmatli qog'ozlar bilan bog'liq operatsiyalarga ham ijobiy ta'sir ko'rsatadi.

Islom qimmatli qog'ozlarining tashkiliy xususiyatlari va afzalliklarini o'rganish hamda milliy kapital bozorimizga moslashtirish zarur. Islom qimmatli qog'ozlarini joriy qilish va bu bo'yicha investorlarga yetarlicha axborotlar yetkazib berish orqali qimmatli qog'ozlarni savdosini oshirish va qimmatli qog'ozlar bozorini rivojlantirish mumkin.

Xalqaro darajada islom qimmatli qog'ozlari emissiyasini o'rganish orqali xalqaro kapital bozoridagi mavjud tendensiyalarni o'rganish, ayni paytda mavjud bo'lgan risklarni aniqlash, ularga investorlarning yondashuvini baholash imkoni yuzaga keladi. Bu orqali milliy kapital bozorimizda kuzatilishi mumkin bo'lgan salbiy ta'sirlarning oldini olish mumkin.

Xalqaro kapital bozorida institutsional investorlar (investitsion fondlar, sug'urta kompaniyalari, pensiya fondlari, tijorat banklari va boshqalar)ning islom qimmatli qog'ozlari bilan bog'liq emissiya faoliyatlarini o'rgangan holda milliy amaliyotimizda ushbu turdagi qimmatli qog'ozlar bilan bog'liq operatsiyalarni shakllantirish muhim hisoblanadi. Bunda ushbu turdagi qimmatli qog'ozlarning tashkiliy-huquqiy asoslarini amalda ta'minlash zarur.

Mamlakatimiz kapital bozorini rivojlantirishda islom qimmatli qog'ozlarini joriy qilish va bu orqali investorlar jalb qilishga e'tibor qaratish lozim, chunki islom qimmatli qog'ozlari bozori rivojlanishi iqtisodiyotning jadal rivojlanishiga

hissa qo‘shadi. Yuqorida sanab o‘tilgan jihatlarni inobatga olish mamlakatimizda moliya bozorini rivojlantirishda, butun dunyo bo‘ylab keng tarqalayotgan islom qimmatli qog‘ozlarini joriy qilishda qo‘l keladi.

Nazorat savollari

1. Islom qimmatli qog‘ozlarining o‘ziga xos xususiyatlari.
2. Islom qimmatli qog‘ozlari haqida iqtisodchi olimlarning fikr-mulohazalari.
3. Islom qimmatli qog‘ozlarining qo‘llanilishi.
4. Islom modelining asosiy xususiyatlari.
5. Sukukning aksiya va obligatsiyalar bilan o‘xshash va farqli jihatlari.
6. Xalqaro bozorda sukuk qimmatli qog‘ozlari emissiyasi bo‘yicha ko‘rsatkichlar.
7. Sukuk emissiya qiluvchi mamlakatlarning ko‘rsatkichlari.
8. O‘zbekiston kapital bozorida islom qimmatli qog‘ozlarini qo‘llash imkoniyatlari.

VIII BOB. XALQARO KREDIT BOZORI

8.1. Xalqaro kapital amaliyotida bank kreditlarni jalb etish

Bugungi kunda mahalliy korxonalarda oʻrta yoki uzoq muddatli davrlar uchun maʼlum qiymat asosida moliyaviy resurslarni yetarli darajada jalb qilish muammoli holat hisoblanadi. Mazkur muammoni hal qilish usullaridan biri sifatida xorijiy kapitalni jalb qilishni keltirish mumkin.

Xorijiy kapitalni jalb qilish shakllari xilma-xillikka ega. Bugungi kun amaliyotida keng miqyosda qoʻllanilayotgan shakllar sifatida quyidagilarni keltirish mumkin:

- xorijiy bank kreditlarini jalb qilish;
- qarz munosabatini anglatuvchi qimmatli qogʻozlarni xorijda joylashtirish;
- aksiyalarni xalqaro fond birjalarida joylashtirish va boshqalar.

Xorijiy kapitalni jalb qilishning keltirib oʻtilgan usullari xususida qisqacha tavsif berib oʻtamiz.

Bugungi kunda kompaniyalar loyihalarni amalga oshirish uchun xorijiy banklardan uzoq muddatli kreditlar jalb qiladi.

Xorijiy kreditlarning keng tarqalishi zarur miqdordagi moliyaviy resurslarni nisbatan past foiz stavkalarida jalb qilish imkoniyati bilan izohlanadi. Xorijiy banklar tomonidan odatda, suzib yuruvchi foiz stavkalari qoʻllaniladi. Bunda asos sifatida baʼzi indikativ har kunlik oʻzgaruvchan stavkalar, masalan LIBOR (*London Interbank offered rate* – London banklararo oʻrtacha foiz stavkasi), PIBOR (*Paris Interbank offered rate* – Parij banklararo oʻrtacha foiz stavkasi), AQSh bazis stavkasi (*prime rate*) va boshqalar olinib, ularga individual mukofot summaları qoʻshiladi. Bankning individual mukofot miqdori 0,5 foizdan 5 foizgacha amal qiladi.

Har qanday korxonalar xorijiy kreditlar olish uchun xorijiy bankka yoki uning vakolatxona, boʻlinma, filiallariga murojaat qilishi mumkin.

Banklar hududiy joylashuvidan qat'iy nazar qarz olish uchun quyidagi majburiy talablar amal qiladi:

- moliyalashtiriladigan loyihaning asoslangan biznes-rejasi mavjudligi;
- xalqaro standartlar asosida tuzilgan moliyaviy hisobotlar taqdim etish;
- dunyoga mashhur, masalan "katta to'rttalik"ka kiradigan auditorlik tashkilotlari xulosalari;
- yuqori darajadagi rentabellik va qat'iy belgilangan moliyaviy ko'rsatkichlarning ta'minlanganligi;
- korxonalar moliyaviy-xo'jalik faoliyati va tashkiliy tuzilishining shaffofligi va boshqalar.

Qayd etib o'tish kerakki, hozirgi kunda aksariyat xorijiy banklar mamlakatimizda faoliyat yuritayotgan dunyoga mashhur bo'lgan korxonalariga kredit ajratishga tayyor.

Xalqaro amaliyotda xorijiy kreditlar sindikatli kreditlar shaklida jalb qilinadi. Qarz oluvchiga taqdim etiladigan sindikatli kreditlar xorijiy kreditlar amaliyotida ham risklarni kamaytirish imkonini beradi. Bu jarayonda qarz taqdim etish to'g'risidagi arizani qabul qilgan bank shakllantiriladigan sindikatni boshqaradi. Bunday kredit qiymati foiz stavkasidan tashqari odatda umumiy kredit summasining 0,5 foizidan 2 foizigacha miqdorda belgilanadigan sindikat komissiya to'lovini ham o'z ichiga oladi. Moliyalashtirishning mazkur shakli keng ko'lamli loyihalarni amalga oshiruvchi yirik qarz oluvchi kompaniyalar uchun juda qulay. Xorijiy ekspertlarning baholashi bo'yicha dunyo miqyosida 80 foizga yaqin yirik loyihalar aynan sindikatli kreditlardan foydalanish orqali moliyalashtiriladi.

Sindikatli kreditlarga misol sifatida "Gazprom" OAJ tomonidan "Sibneft" OAJni sotib olish uchun jalb qilingan 13,091 milliard AQSh dollari miqdoridagi kreditni keltirishimiz mumkin. Bunda kredit Dresdner Bank va ABN Amro bank boshchiligidagi oltita bank sindikati tomonidan uch va besh yil muddatga mos ravishda LIBOR + 0,7% va LIBOR + 0,75% stavkalarda taqdim etilgan edi.

Umumiy holda xorijiy kreditlarning afzalliklari sifatida quyidagilarni keltirish mumkin:

- foiz stavkalarining ancha pastligi va kreditdan foydalanish muddatining uzoqligi (3 yildan 10 yilgacha);
- garov sifatida debitorlik qarzlari yoki eksport shartnomalari bo'yicha tushumlardan foydalanish imkoniyatining mavjudligi;
- xorijdan mablag' jalb qilishning boshqa shakllariga nisbatan taqqoslaganda rasmiylashtirish qiymatining yuqori emasligi va boshqalar.

Xorijiy banklardan kreditlar jalb qilishning kamchiliklari sifatida esa quyidagilarni keltirish mumkin:

- ko'p sonli talablar va kelishuvlarning amal qilishi;
- valyuta riskining yuzaga kelishi;
- xalqaro yuridik me'yorlarga asoslanuvchi huquqiy tartiblarga asoslanishi va boshqalar.

Ta'minot taqdim etish zarurligi va qarzni boshqarishning qulay mexanizmi mavjud emasligi xorijiy bank kreditlari bilan bog'liq bo'lgan salbiy holatlardan hisoblanadi.

8.2. Kredit notalari

Jahon amaliyotida kredit notalari (*credit linked notes – CLN*) ta'minlanmagan qarz mablag'lari ajratish usuli sifatida ko'zga tashlanadi. Hozirgi kunga kelib bu instrument xalqaro amaliyotda yirik sanoat korxonalarida o'rtasida keng ko'lamda qo'llanilmoqda.

Qarz oluvchi nuqtai nazaridan *CLN* xorijiy bankning valyutadagi kreditini o'zida aks ettiradi. Lekin bu amaliyotning asosiy farqli xususiyati bank kredit taqdim etgandan so'ng birdaniga qimmatli qog'ozlardagi qarzдорlikni qayta tarkiblab, *CLN* ni bozorda sotadi.

Texnik tomondan *CLN* chiqarish Yevroobligatsiya chiqarishga o'xshash. Bunda *CLN* chiqarish bilan shug'ullanuvchi lid-menejer sifatida odatda banklar ishtirok etadi.

Bank tomonidan *CLN* muomalaga chiqarishni tashkil etishning dastlabki bosqichida investorlar o'rtasida qarz oluvchining majburiyatlariga nisbatan potensial talabni baholash amalga oshiriladi. Qarz oluvchining faoliyati va moliyaviy holati, tarmoq xususiyatlari, bozor kon'yukturasi atroflicha o'rganiladi, investorlar bilan faol muzokaralar olib boriladi. Ijobiy qarorga kelingan holatdagina *CLN* emitenti hisoblangan bank qarz oluvchiga xorijiy bank krediti taqdim etadi. Odatda, emitent sifatida yuqori reytingga, *CLN* dasturini amalga oshirish bo'yicha tajribaga ega bank tanlanadi. *CLN* muomalaga chiqarish bir nechta bosqichli dastur asosida tashkil etiladi. Qarz oluvchining kredit bo'yicha majburiyatlarini bajarish holatida *CLN* bo'yicha to'lovlarni bank-emitent amalga oshiradi. Agarda kredit oluvchi korxonada o'z vaqtida va to'liq olingan kreditni qaytara olmasa yuzaga kelishi mumkin bo'lgan risklar bank-emitent zimmasiga emas, balki *CLN* sotib oluvchilar zimmasiga tushadi.

CLN muomalaga chiqarilgandan so'ng ularning savdosi ikkilamchi bozorda tashkil etiladi. Kredit notalari birjadan tashqari bozorlarda muomalada bo'ladi.

Korporativ Yevroobligatsiyalarga nisbatan kredit notalari bo'yicha risklarning yuqoriligidan kelib chiqqan holda bunday qimmatli qog'ozlar qo'shimcha mukofotlar e'lon qilingan holda sotiladi. Shuningdek, ham iqtisodiy, ham yuridik ma'lumotlar ochiqligi aniq belgilab qo'yilgan standartlarga mos kelishi talab qilinadi.

Yevroobligatsiyaga nisbatan *CLN*ning asosiy afzalligi sifatida ularni muomalaga chiqarishning birmuncha tezligi va arzonligini keltirish mumkin. Xalqaro amaliyotda *CLN* muomalaga chiqarish uchun 8 haftadan 12 haftagacha vaqt ketadi. *CLN* muomalaga chiqarish qiymati respublikamizdagi ko'pgina mahalliy korxonalar uchun og'irlik qiladi. Xorijda bu qiymat 30 mingdan 50 ming AQSh dollarigacha xarajatni talab qiladi va bu qiymat rivojlangan davlatlar

kompaniyalari uchun juda past hisoblanadi. *CLN* muomalaga chiqarishda alohida talablar mavjud bo'lib, emissiya risolasida axborotning to'raligicha ochiqligi, shuningdek, yuqori reyting ko'rsatkichlari berilganligi va xalqaro auditorlik kompaniyalari tomonidan qarz oluvchi va operatsiya tashkilotchisining mustaqil baholanishi kabilarga alohida e'tibor qaratiladi.

Kredit notalarini muomalaga chiqarish Yevroobligatsiya muomalasi oldidan kredit tarixini shakllantirishning samarali usuli sifatida xizmat qiladi. Masalan "AFC Sistema" kompaniyasi tomonidan 100 million AQSh dollarlik kredit notalari chiqarilgandan so'ng ikki oy o'tib kompaniya Yevroobligatsiya emissiyasini amalga oshirgan. Lekin boshqa tomondan kredit notalari o'rtacha foiz stavkasi Yevroobligatsiyalarga nisbatan 1 – 2 foiz yuqori belgilanadi.

Bugungi kunda xalqaro amaliyotda 250 million dollardan yuqori bo'lgan yillik oborotga ega kompaniyalar kredit notalarini 100 million dollardan kam bo'lmagan miqdorda muomalaga chiqarmoqda.

Nazorat savollari

1. Xalqaro kapital bozorida kredit bozorining o'rni.
2. O'rta yoki uzoq muddatli davrlar uchun ma'lum qiymat asosida moliyaviy resurslarni jalb qilishning xususiyatlari.
3. Xorijiy kapitalni jalb qilish shakllari.
4. Suzib yuruvchi foiz stavkalarining mohiyati.
5. Xorijiy banklardan kreditlar jalb qilishning kamchiliklari.
6. Banklar tomonidan amal qilinishi lozim bo'lgan qarz olish uchun majburiy talablar.
7. Kredit notalari ahamiyati.

IX BOB. KAPITAL BOZORIDA SUVEREN QARZLAR

9.1. Suveren qarzlarning mazmun-mohiyati va o'ziga xos xususiyatlari

Suveren qarz deganda mamlakat yoki hukumat tomonidan olingan qarzlarning tushuniladi. Bunda emitent mamlakatning o'sishi va rivojlanishini moliyalashtirish maqsadida milliy hukumat tomonidan chet el valyutasida chiqarilgan qimmatli qog'ozlar ham asosiy o'rinni egallaydi. Emitent-hukumatning barqarorligini, odatda, mamlakat suveren kredit reytingi belgilab beradi. Bu investorlarga suveren qarz sifatida kiritilgan investitsiyalarni baholashda risklarni baholashga yordam beradi. Mamlakatning suveren qarzi ichki va tashqi kreditorlar oldidagi barcha qarz majburiyatlaridan iborat.

Mamlakat suveren qarzi mamlakat fuqarolarining to'g'ridan-to'g'ri javobgarligini emas, balki hukumatning majburiyatini ifodalaydi. Shunga qaramay amaliy jihatdan qarzni faqat hukumat yig'adigan soliqlar yoki boshqa ko'rinishdagi daromadlar bilan to'lash mumkin bo'lganligi sababli qarz mamlakatning barcha fuqarolarining ham majburiyatiga aylanadi.

Mamlakatlarning suveren qarzlarga bo'lgan munosabati va yondashuvi uzoq vaqtdan beri iqtisodiy ko'rsatkichlarning muhim omili sifatida qaraladi. Rivojlanayotgan mamlakatlardagi suveren qarzlarning darajasining keskin o'sishi, bir qator inqirozlar natijasida ushbu qarzlarning tarkibidagi o'zgarishlar e'tiborga olinmoqda. Xalqaro moliyaviy munosabatlardagi islohotlar sharoitida suveren qarzlarning bo'yicha munozaralar asosan inqirozlarning oldini olishga qaratilgan. Suveren qarzlarning inqirozning oldini olish bilan bir qatorda xalqaro risklarni taqsimlashga yordam berishini ham ta'kidlash mumkin.

Suveren qarzlarning tarkibi va tuzilishini tahlil qilishda rivojlanayotgan mamlakatlar va rivojlangan mamlakatlar iqtisodiyotidagi suveren qarz operatsiyalarini taqqoslash rivojlangan mamlakatlarning inqirozga olib

kelmaydigan tajribalarini va ularning o'ziga xos xususiyatlarini o'rganishga yordam beradi.

Rivojlangan mamlakatlar bilan taqqoslaganda rivojlanayotgan mamlakatlar uzoq muddatli qarzlarni o'z valyutalarida jalb qilishda qiyinchilikka duch kelishadi. Qolaversa, qisqa muddatli va chet el valyutasidagi qarzga bog'liqlikning oshishi inqirozning yuzaga kelishiga sabab bo'ladi.

Bugungi kunda mamlakatlarni suveren qarzar bo'yicha baholash amaliyoti mavjud. Mamlakatning suveren kredit reytinglari investorlarga mamlakatning moliyaviy jihatdan qanchalik sog'lom ekanligini ko'rsatadi va ko'p jihatdan mamlakat hukumati o'z faoliyatini moliyalashtirish uchun qarz olish imkoniyatlarini o'zi belgilab beradi.

Suveren qarz milliy hukumatning ichki kreditorlar va xorijiy kreditorlar oldidagi qarz majburiyatlarini anglatishini ta'kidlab o'tdik. Mamlakat hukumatining xorijiy kreditorlari, birinchi navbatda, ushbu mamlakatning suveren obligatsiyalarini sotib olgan xorijiy mamlakatlardan iborat. Investorlarni jalb qilishda qiynalishi mumkin bo'lgan, nisbatan suveren kredit reytingiga ega bo'lgan mamlakatlar yuqori foiz stavkalarini taklif qilishlariga to'g'ri keladi, chunki investorlar tomonidan ushbu mamlakatlarga investitsiya kiritishda risk mavjud, deya baholanadi. Agar mamlakatlar yetarli miqdordagi investorlarni jalb qila olmasa, Jahon Banki singari tashkilotlardan qarz olish imkoniyatlarini izlashiga to'g'ri keladi.

Xalqaro amaliyotda, mahalliy kreditorlar sifatida, odatda, mamlakatning Markaziy banki, boshqa banklar va moliya institutlari, yirik institutsional investorlar (masalan, pensiya jamg'armalari, o'zaro fondlar va sug'urta kompaniyalari) va individual investorlar e'tirof etiladi.

Suveren qarz kreditlar shaklida va har xil muddatdagi davlat qimmatli qog'ozlari shaklida namoyon bo'ladi. Qisqa muddatli suveren qarzar - hukumatning bir yil yoki undan kam muddat ichida to'lashni rejalashtirgan qarz

majburiyatlari va uzoq muddatli suveren qarzarlar - qarzar majburiyatlari bo'yicha bir yildan ortiq bo'lmagan muddatgacha tasniflanadi.

Suveren qarzni xususiy qarzdan farq qiladigan jihati shundaki, suveren qarzar shartnomalarni bajarish va to'lamaganlik holatlarini boshqarish bo'yicha aniq belgilangan tartib yo'q. Agar xususiy qarzar oluvchi o'z qarzlarini to'lamasa, kreditorlar qarzdorning aktivlariga nisbatan aniq belgilangan da'voga ega. Suveren qarzga nisbatan kreditorlar uchun mavjud bo'lgan huquqiy murojaatlarning amal qilishi cheklangan va noaniq samaradorlikka ega.

9.2. Xalqaro kapital bozorida suveren qarzarlar tahlili

Kapital bozorida suveren qarzlarni o'rganishda xalqaro amaliyotni tahlil qilish maqsadga muvofiq. Xususan, Jahon Banki Guruhi tomonidan 2020-yil 12-oktabrda Xalqaro qarzar statistikasi 2020 (International Debt Statistics 2020) hisoboti e'lon qilindi. Unga ko'ra, 120 ta iqtisodiyoti rivojlanayotgan va past darajada rivojlanayotgan mamlakatlarning tashqi qarzlari 2019-yilda 5,4% ga o'sib, 8,1 trillion AQSh dollarini tashkil etdi va bu ularning yalpi milliy daromadining (YaMM) 26 foiziga teng. Mamlakatlarga xos ko'rsatkichlar bir-biridan juda farq qiladi, ammo bir qator rivojlanayotgan va past darajada rivojlanayotgan mamlakatlarda tashqi qarzar zaxiralarning YaMMga nisbati sezilarli darajada oshdi. Ushbu mamlakatlarning deyarli uchdan bir qismida tashqi qarzdorlikning YaMMga nisbati 2019-yil oxiriga ko'ra 60% dan yuqori bo'lgan, bu 2010-yildagi 23% bilan solishtirganda keskin oshganligiga guvoh bo'lishimiz mumkin. 2020-yil aprel oyida G-20 tomonidan tasdiqlangan Qarzdorlik xizmatini to'xtatib turish tashabbusi (Debt Service Suspension Initiative (DSSI))da mamlakatlarning maqbul tashqi qarzar zaxiralari 744 milliard AQSh dollariga ko'tarildi. Bu boshqa rivojlanayotgan va past darajada rivojlanayotgan mamlakatlarning belgilangan darajasidan deyarli ikki baravar ko'p. 2019-yilda qayd etilgan uzoq muddatli qarzlarning hajmi (353 milliard AQSh dollari) 2018-yilga nisbatan 13 foizga yuqori bo'lib, asosan 234 milliard AQSh dollari qiymatidagi obligatsiyalar qamrab

olindi. Obligatsiya egalaridan tushadigan mablag'lar 2019-yilda 30 foizga o'sdi. 2019-yilda umumiy obligatsiyalar chiqarilishining o'sishi qarz oluvchilar tarkibining o'zgarishi bilan parallel sodir bo'ldi³⁶.

9.1-jadval

Rivojlanayotgan va past darajada rivojlanayotgan mamlakatlarga yo'nalgan jami sof moliyaviy oqimlar, mlrd. AQSh dollari (2010-2019)³⁷

Ko'rsatkichlar	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Sof moliyaviy oqimlar (qarz va xususiy kapital)	1359	1318.6	1224.0	1448.9	1125.2	196.7	729.9	1261.0	1060.9	909.7
YaMMga nisbatan, %da	6.9	5.7	4.9	5.5	4.1	0.8	2.8	4.4	3.5	2.9
Sof qarz (Net Debt Inflows), shu jumladan:	716.4	718.5	594.2	813.9	535.7	-319.2	218.7	732.6	531.9	382.8
Uzoq muddatli qarzar, shu jumladan:	288.5	411.9	471.4	448.8	392.2	160.6	254.7	405.9	313.4	353.1
Rasmiy kreditorlar, shu jumladan:	63.9	32.6	34.6	32.8	53.1	51.8	61.5	57.7	82.0	68.0
Jahon Banki (IBRD and IDA)	22.6	5.6	11.9	13.2	14.7	16.7	13.8	12.4	14.7	19.3
XVF	7.8	-0.7	-6.4	-11.6	-1.3	6.5	5.1	3.6	30.9	21.6
Xususiy kreditorlar, shu jumladan	224.6	379.3	436.8	416.0	339.1	108.8	193.2	348.2	231.4	285.1
Obligatsiyalar	108.3	155.7	220.2	165.7	168.1	60.5	126.6	281.4	180.1	233.7
Banklar va boshqa xususiy kreditorlar	116.3	223.5	216.6	250.3	171.0	48.3	66.5	66.9	51.3	51.4
Qisqa muddatli qarzar	427.9	306.6	122.8	365.2	143.5	-479.7	-36.0	326.7	218.5	29.8
Sof xususiy kapital, shu jumladan:	642.6	600.1	629.8	635.0	589.5	515.9	511.3	528.3	529.0	526.9
Sof to'g'ridan to'g'ri xorijiy investitsiyalar	524.3	602.3	537.0	567.4	505.0	496.0	462.4	462.9	490.4	479.4
Sof xususiy kapital portfeli	118.4	-2.2	92.9	67.6	84.5	19.9	48.9	65.4	38.6	47.5

³⁶ www.blogs.worldbank.org – Jahon Banki Guruhi ma'lumotlari;
<https://blogs.worldbank.org/opendata/international-debt-statistics-2021-debt-accumulation-low-and-middle-income-countries>

³⁷ International Debt Statistics 2021 report. World Bank Group,
<https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/34588/9781464816109.pdf>

Zaxiralardagi o'zgarishlar (manfiy (-) ko'rsatkich o'sishni anglatadi)	-689.8	-454.8	-285.5	-514.9	91.2	603.9	278.8	-308.3	84.6	-183.3
--	--------	--------	--------	--------	------	-------	-------	--------	------	--------

Rivojlanayotgan va past darajada rivojlanayotgan mamlakatlarning sof moliyaviy oqimlari ko'rsatkichlariga e'tibor qaratisa, so'nggi 10 yillikda ushbu ko'rsatkich kamayish tendensiyasiga ega (9.1-jadval). 2009-yilda ushbu mamlakatlarga 1359 mlrd. AQSh dollari miqdorida sof moliyaviy oqimlar yo'naltirilgan bo'lsa, 2019-yilga kelib bu ko'rsatkich 909.7 mlrd. AQSh dollarini tashkil etgan. Sof qarz miqdori esa 2009-yilda 716.4 mlrd. AQSh dollaridan 2019-yilda 382.8 mlrd. AQSh dollariga kamaydi. Qarz tarkibi Jahon Banki va XVFDan qarzlari, shuningdek, obligatsiyalar, banklar va boshqa xususiy kreditorlardan qarzlarni o'z ichiga olishini ta'kidlash joiz.

9.2-jadval

Mamlakatlar kesimida tashqi qarzlari hajmi (million AQSh dollari)³⁸

№	Mamlakatlar	2015	2016	2017	2018	2019
1.	Argentina	177 185	189 332	236 963	283 624	279 306
2.	Braziliya	543 397	543 257	543 000	557 741	569 398
3.	Xitoy	1 333 777	1 413 804	1 704 516	1 961 528	2 114 163
4.	Indoneziya	307 749	318 942	353 564	379 589	402 084
5.	Meksika	426 914	421 904	441 577	453 158	469 729
6.	Rossiya	467 699	533 204	518 191	453 808	490 726
7.	Turkiya	399 949	409 421	456 562	445 973	440 783
8.	Tayland	132 209	139 244	161 654	172 498	180 230
9.	Vetnam	77 832	85 665	104 092	106 861	118 490
10.	Ukraina	117 450	114 998	122 684	121 040	123 843
11.	Qozog'iston	153 180	163 488	158 949	156 979	156 263
12.	Qirg'iz Respublikasi	7 720	7 975	8 131	8 171	8 339

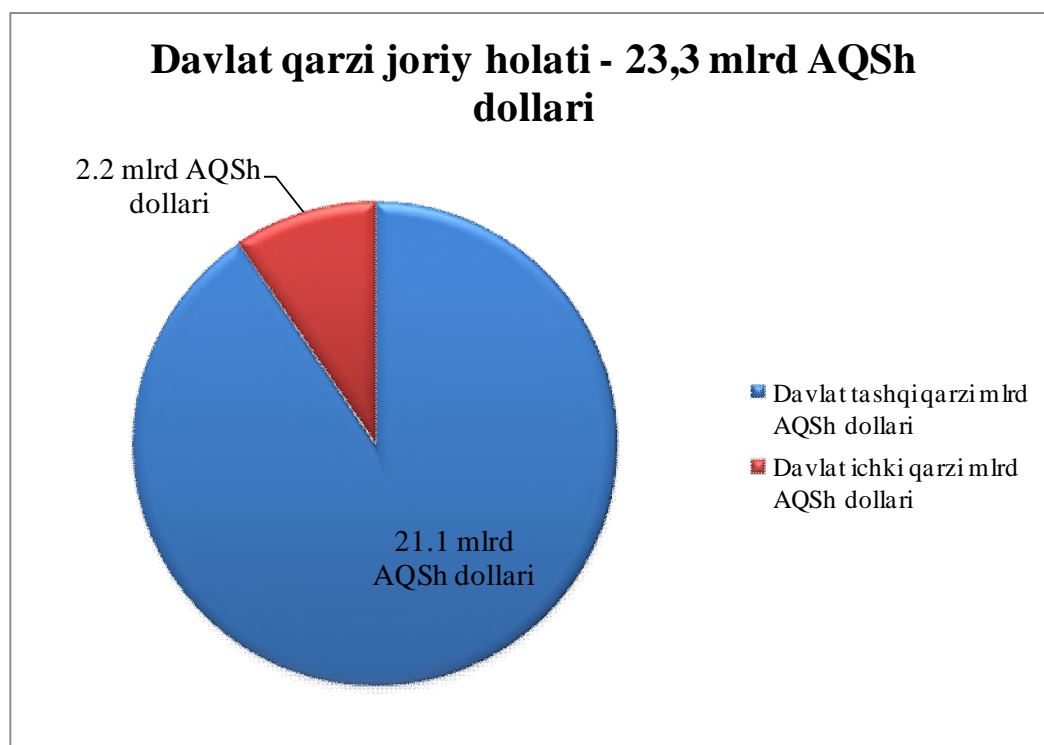
³⁸ International Debt Statistics 2021 report. World Bank Group, pages <https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/34588/9781464816109.pdf>

13.	Tojikiston	5 144	5 181	6 029	5 975	6 631
14.	Turkmaniston	367	507.7	783.7	907.3	567.6
15.	O'zbekiston	13 955	15 705	16 792	17 541	21 745

Rivojlanayotgan mamlakatlar kesimida tashqi qarz hajmi tahlilida ko'rish mumkinki, mamlakatda tashqi qarz bo'yicha siyosatning turlichaligi raqamlarda aks etgan (9.2-jadval). Jahon Banki Guruhining Xalqaro qarz statistikasi 2020 (International Debt Statistics 2020) hisobotiga e'tibor qaratsak, 2015-2019-yillarda 9.2-jadvaldagi mamlakatlarning barchasida tashqi qarz miqdori oshganligiga guvoh bo'lish mumkin.

9.3. O'zbekistonning suveren qarzlari tahlili

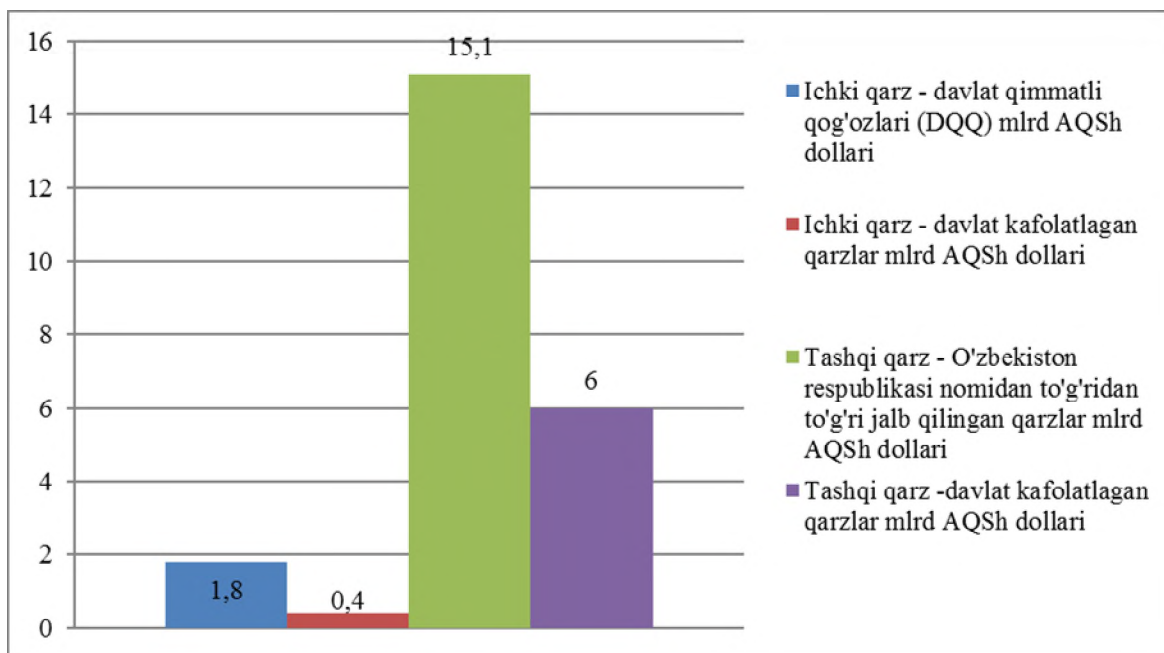
So'nggi yillarda O'zbekistonda ham tashqi qarz amaliyotlari bo'yicha ancha faol siyosat olib borilmoqda.



9.1-rasm. Davlat qarzining 2020-yildagi holati³⁹

³⁹ O'zbekiston Respublikasi davlat qarzi holati va dinamikasi sharhi, 2020. O'zbekiston Respublikasi Moliya vazirligi; www.mf.uz

Dastlabki hisob-kitoblarga ko‘ra, 2021-yil 1-yanvar holatiga O‘zbekiston Respublikasi nomidan va uning kafolati ostida jalb qilingan qarz qoldig‘i (davlat qarzi) 23,3 mlrd. AQSh dollari ekvivalentini yoki yalpi ichki mahsulotga (YAIM) nisbatan 40,4 foizni tashkil etdi (9.1-rasm).



9.2-rasm. 2020-yilda davlat qarzining tarkibi⁴⁰

Xususan, 2020-yil yakuniga ko‘ra davlat tashqi qarzi 5,4 mlrd. dollarga yoki yil boshiga nisbatan 34,4 foizga oshib, 2021 yil 1 yanvar holatiga 21,1 mlrd. dollarga yoki YAIMga nisbatan 36,5 foizga yetdi. Shundan:

- O‘zbekiston Respublikasi nomidan jalb qilingan tashqi qarz - 15,1 mlrd. dollar;

- davlat kafolatlagan tashqi qarz – 6,0 mlrd. dollar.

Davlat ichki qarzi 23,3 trln. so‘mni (2,2 mlrd. AQSh dollari) yoki YAIMga nisbatan 3,9 foizni tashkil etdi.

Shundan:

- davlat qimmatli qog‘ozlari – 4,0 trln. so‘m (0,4 mlrd. AQSh dollari);

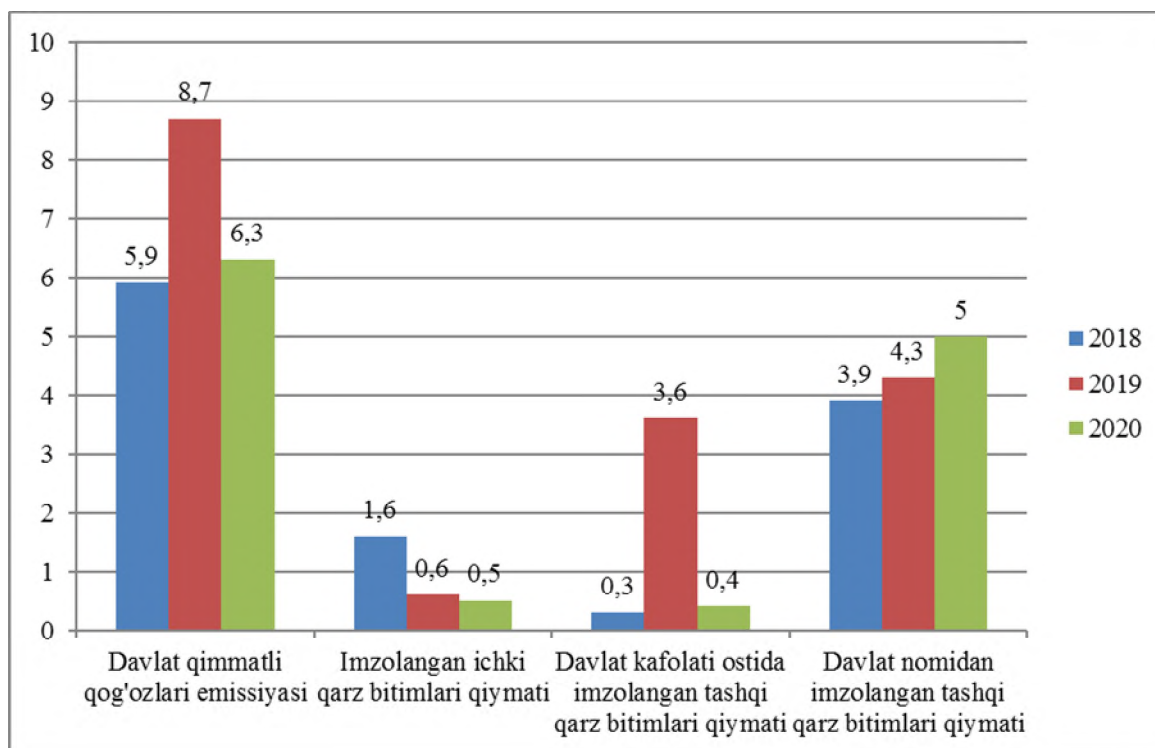
- davlat kafolatlagan ichki qarz – 19,3 trln. so‘m (1,8 mlrd. AQSh dollari)

(9.2-rasm).

⁴⁰ O‘zbekiston Respublikasi davlat qarzi holati va dinamikasi sharhi, 2020. O‘zbekiston Respublikasi Moliya vazirligi; www.mf.uz

Davlat qarzining so‘ngi yillardagi o‘shishi dinamikasiga qaramay, xalqaro me‘yorlarga ko‘ra O‘zbekiston Respublikasi davlat qarzi (YAIMga nisbatan - 40,4 foiz), shu jumladan davlat tashqi qarzi (YAIMga nisbatan - 36,5 foiz) mo‘tadil darajada saqlanib qolmoqda.

Xalqaro moliya institutlari va xorijiy hukumat moliya tashkilotlari bilan O‘zbekiston Respublikasi nomidan va davlat kafolati ostida imzolangan tashqi qarz bitimlari (mlrd AQSh dollari) tahlili 9.3-rasmda keltirilgan.



9.3-rasm. Xalqaro moliya institutlari va xorijiy hukumat moliya tashkilotlari bilan O‘zbekiston Respublikasi nomidan va davlat kafolati ostida imzolangan tashqi qarz bitimlari (mlrd AQSh dollari) ⁴¹

“2021-yil uchun O‘zbekiston Respublikasining Davlat byudjeti to‘g‘risida”gi qonuniga ko‘ra, O‘zbekiston Respublikasi nomidan va davlat kafolati ostida jalb qilingan davlat qarzining summasi yalpi ichki mahsulotning yillik prognoz ko‘rsatkichiga nisbatan 60 foizdan oshmasligi belgilangan.

⁴¹ O‘zbekiston Respublikasi davlat qarzi holati va dinamikasi sharhi, 2020. O‘zbekiston Respublikasi Moliya vazirligi; www.mf.uz

Ma'lumki, "Davlat byudjeti to'g'risida"gi Qonuniga muvofiq 2020 yil davomida davlat tashqi qarzini jalb etish bo'yicha imzolanadigan yangi shartnomalarning chegaralangan hajmi 5,5 mlrd. dollar miqdorida belgilangan.

Shuningdek, 2021-yil uchun ichki va tashqi qarzlarni jalb qilish bo'yicha yillik imzolanadigan yangi bitimlarning cheklangan hajmi 5,5 mlrd. dollar, shundan Davlat byudjeti taqchilligini moliyalashtirish uchun - 2,2 mlrd. dollar (shu jumladan, davlat qimmatli qog'ozlari - 5 trln. so'm), investitsiya loyihalarini moliyalashtirish uchun - 3,3 mlrd. dollar miqdorida belgilangan⁴².

2021-yilda davlat qarzi qoldig'ining o'sishini shakllantiruvchi asosiy omillar:

- O'zbekiston Respublikasi nomidan imzolangan tashqi qarz bitimlari doirasida o'zlashtirilgan mablag'lar qoldig'i 4,4 mlrd. dollarga oshdi;

- O'zbekiston Respublikasi kafolati ostida imzolangan tashqi qarz bitimlari doirasida o'zlashtirilgan mablag'lar qoldig'i 1,0 mlrd. dollarga oshdi;

- O'zbekiston Respublikasi kafolati ostida imzolangan ichki qarz bitimlari doirasida o'zlashtirilgan mablag'lar qoldig'i 0,5 trln. so'mga oshdi;

- 5 024,0 mlrd. so'm miqdorida davlat qimmatli qog'ozlari chiqarilishi hamda 2 320 mlrd. so'mga teng ichki qarzdorlik so'ndirilishi natijasida davlat qimmatli qog'ozlari qoldig'i 2 704,0 mlrd. so'mga oshdi.

2020-yilning yanvar-dekabr oylari davomida davlat ichki qarzi dastlabki hisob-kitoblarga ko'ra yil boshidan 3,2 trln. so'mga oshib, 2021-yil 1-yanvar holatiga qoldig'i 23,3 trln. so'mni tashkil qildi.

Shundan:

- Davlat qimmatli qog'ozlari – 4,0 trln. so'm;

- Davlat kafolatlagan ichki qarz –19,3 trln. so'm.

2019-yilda muomala davri qisqa va o'rta muddatli bo'lgan umumiy qiymati 1 550,0 mlrd. so'm miqdoridagi davlat qimmatli qog'ozlari (DQQ) 15 ta elektron

⁴² O'zbekiston Respublikasi davlat qarzi holati va dinamikasi sharhi, 2020. O'zbekiston Respublikasi Moliya vazirligi; www.mf.uz

auksion savdolarini o'tkazish orqali joylashtirilgan bo'lsa, 2020-yil davomida o'tkazilgan 22 ta elektron auksionlar orqali umumiy qiymati 5 024,0 mlrd. so'mga teng davlat qimmatli qog'ozlari chiqarildi.

2020-yil davomida muomala davri 1 yilgacha bo'lgan 700,0 mlrd. so'm qiymatidagi DQQlar, muomala davri 1 yillik bo'lgan 1 420,0 mlrd. so'm qiymatidagi DQQlar va muomala davri 1,5 yil bo'lgan 200,0 mlrd. so'm qiymatidagi DQQlar so'ndirildi. 2020-yil yakuni bo'yicha qarzдорlik 3 954,0 mlrd so'mni tashkil qildi.

Davlat qimmatli qog'ozlarining muomalaga chiqarilishi moliya bozorida ichki talab va respublika byudjeti ehtiyojidan kelib chiqib amalga oshirilmoqda.

Shu bilan birga, Moliya vazirligi Xalqaro valyuta jamg'armasi, Jahon banki va AQSH G'aznachiligi bilan hamkorlikda davlat qarz portfelini diversifikatsiyalash hamda valyuta xatarlarini kamaytirish maqsadida ichki moliyalashtirish manbalardan keng foydalanish, davlat qimmatli qog'ozlar bozorini faollashtirish uchun mahalliy va xorijiy investorlarni jalb etish, davlat byudjeti taqchilligini, avvalo, davlat qimmatli qog'ozlarini ichki moliya bozorlarida joylashtirish orqali moliyalashtirish sohasida ishlar olib borilmokda.

Xalqimizning farovon hayotini va barqaror iqtisodiy o'sishni ta'minlash uchun, avvalo, infratuzilmani rivojlantirish talab etiladi. Aholining yashashi, ishlab chiqarish va tadbirkorlik bilan shug'ullanish uchun zarur bo'lgan energetika, suv ta'minoti, transport va kommunikatsiya infratuzilmalarini rivojlantirish uchun davlat tomonidan katta miqdordagi sarmoyalar talab etiladi.

Ichki imkoniyatlar cheklangan holatda, davlat tashqi qarzi, asosan infratuzilma, sanoat va qishloq ho'jaligi loyihalariga yo'naltirilmoqda.

Xususan, 2020 yilning yakuni bo'yicha jami davlat tashqi qarzining 17,5 foizi yoki 3,7 mlrd. dollar davlat byudjetini qo'llab-quvvatlashga, 12,4 foizi yoki 2,6 mlrd. dollar energetika sohasiga, 13,7 foizi yoki 2,9 mlrd. dollar elektr-energetika sohasiga, 11,5 foizi yoki 2,4 mlrd. dollar transport va transport

infratuzilmasiga, 11,0 foizi yoki 2,3 mlrd. dollar uy-joy kommunal xo‘jaligi sohalariga yo‘naltirilgan mablag‘lar hissasiga to‘g‘ri keladi⁴³.

Davlat tashqi qarzining katta qismi uzoq muddat hamda imtiyozli foiz stavkalarida taqdim etilgan. O‘zbekiston Respublikasi xalqaro moliya institutlari va xorijiy hukumat moliya tashkilotlaridan qarz mablag‘larini jalb qilishda konservativ yondashuvga va xatarlarni boshqarish tamoyillariga amal qiladi.

O‘zbekiston Respublikasining xalqaro moliyaviy institutlaridan jalb qilgan tashqi qarz portfeli hajmi 10,1 mlrd. dollarni tashkil etib, mazkur kreditlar uzoq muddat (30 yilgacha) hamda imtiyozli foiz stavkalarida taqdim etilgan.

Xususan, davlat tashqi qarzining asosiy qismi Osiyo taraqqiyot banki (5,0 mlrd. dollar), Jahon banki (3,7 mlrd. dollar) va Islom taraqqiyot banki (0,9 mlrd. dollar) hissasiga to‘g‘ri keladi.

Qayd qilish kerakki, davlat tashqi qarzining manbalari diversifikatsiyasi ta‘minlangan bo‘lib, xorijiy hukumat moliya tashkilotlari hissasiga davlat tashqi qarzining 44,0 foizi to‘g‘ri keladi.

O‘zbekiston Respublikasining asosiy kreditorlari Xitoy eksim banki, Xitoy davlat taraqqiyot banki, Yaponiya xalqaro hamkorlik agentligi va boshqa mamlakatlarning xorijiy hukumat moliya tashkilotlari hissasiga to‘g‘ri kelib, asosan turli investitsion dasturlarni davlat kafolatlari ostida moliyalashtirilishi uchun qarz mablag‘lari jalb etilgan.

Kreditorlar oldidagi qarzidorlik bo‘yicha xarajatlar davlat korxonalarini tomonidan investitsion loyihalarni moliyalashtirish natijasida tushgan mablag‘lar hisobidan so‘ndiriladi.

O‘zbekiston Respublikasi davlat tashqi qarzi portfeli valyuta tarkibining 70,0 foizi - dollar, 11,3 foizi - yapon iyenasi, 9,5 foizi – SDR (maxsus qarz olish

⁴³ O‘zbekiston Respublikasi davlat qarzi holati va dinamikasi sharhi, 2020. O‘zbekiston Respublikasi Moliya vazirligi; www.mf.uz

huquqlari), 5,1 foizi – yevro, 4,1 foizi - boshqa valyutalardagi tashqi qarz hissasiga to‘g‘ri keladi⁴⁴.

2020-yil davomida “S&P Global Ratings” va “Fitch Ratings” xalqaro reyting agentliklarining mamlakat suveren kredit reytingini qayta baholash maqsadida O‘zbekiston Respublikasining mutasaddi vazirlik va idoralari bilan uchrashuvlari bo‘lib o‘tdi. Mazkur uchrashuvlarga ko‘ra, mamlakatimiz suveren kredit reytingi “BB-” darajasida o‘zgarishsiz qoldi.

Nazorat savollari

- 1.Tashqi qarzning yuzaga kelish sabablari
- 2.Mamlakat tashqi qarzi tarkibiy tuzilishi
- 3.Suveren qarz va korporativ qarzning farqli xususiyatlari
- 4.Suveren qarz barqarorligini baholash ko‘rsatkichlari
- 5.Tashqi qarz bo‘yicha risk darajasini baholash
- 6.Dunyo bo‘yicha tashqi qarz dinamikasi ko‘rsatkichlari.
- 7.Suveren kredit reytingini aniqlash va uning qarz jalb qilisha ta‘siri
- 8.O‘zbekistonda tashqi qarz munosabatlari.

⁴⁴ O‘zbekiston Respublikasi davlat qarzi holati va dinamikasi sharhi, 2020. O‘zbekiston Respublikasi Moliya vazirligi; www.mf.uz

X BOB. XALQARO FOND BOZORI

10.1. London fond birjasi

Yevropaning eng qadimiy va eng katta fond bozorlaridan biri London Stock Exchange - London fond birjasi hisoblanadi. Savdo maydonchasi Buyuk Britaniyaning poytaxti Londonda joylashgan bo'lib, hozirgi vaqtda ro'yxatga kiritilgan 4 mingga yaqin aksiyalarni o'z ichiga oladi, bu kapitalizatsiya qiymati 6 trln dollardan ortiq bo'lishini ta'minlaydi. Bundan tashqari, dunyoning 46 ta rivojlangan va rivojlanayotgan mamlakatlarida joylashgan 1000 ga yaqin kompaniya aksiyalari London fond birjasida ishtirok etmoqda. Shuning uchun London fond birjasi butun dunyo bo'ylab treyderlar va investorlar orasida juda mashhur.

London fond birjasi:

- kapitallashuv darajasi yuqori bo'lib, ushbu mezon bo'yicha dunyo miqyosida uchinchi o'rinda turadi (**NYSE** va **NASDAQ** dan keyin);
- xorijiy kompaniyalar aksiyalariga yo'l ochgan holda baynalmilal hisoblanadi;
- listingda keng kompaniyalar ro'yxatini qamrab oladi;
- amerika va Yevropa fond bozorlaridan mustaqil.

London Stock Exchange tarixi

Garchi London fond birjasi 1801 yil rasmiy tashkil etilgan deb hisoblansada, uning tarixi 1571 yildan boshlanadi. 1571 yil Britaniya qirollik moliyachisi Tomas Greshem qirolchadan uning fikriga ko'ra, savdo ishlari va munosabatlarini rivojlantirishda albatta ishtirok etishi shart bo'lgan birja savdo maydonchasi qurilishi uchun ruxsat olishga erishdi. Dastlab moliyaviy maslahatchi ishbilarmonlar va qo'y juni bilan savdo qiluvchilarni birlashtirishni rejalashtirgandi, lekin keyinchalik birja maydonchasida xilma-xil tovarlar sotuvchilari paydo bo'ldi. Shunisi e'tiborga loyiqki, tashabbuskor Britaniya qirolidan bir chaqa ham so'ramagan va fond birjasini o'z mablag'idan qurdirgan.

Albatta, Gresham Angliya birinchi fond birjasining asoschisi yoki kashf etuvchisi emas, chunki o'sha vaqtda Antverpenda Xofstraat ko'chasida, dengizchilar va olmos qazib oluvchilar va boshqalar to'planardi.

Uzoq vaqt davomida birja maydonchasida faqat tovar pozitsiyasi brokerlari joylashgan va faqat 1695 yildan boshlab davlat va korporativ qimmatli qog'ozlar muomalada paydo bo'lgan.

Greshemning fond birjasiga faqat saroy mulozimlari va zodagonlar vakillari kirish huquqiga ega bo'lgan, oddiy savdogarlar va olibsotlar dilerlar ushbu fond birjasida savdo qila olmaganlar. Shunda zoti past savdogarlar tuz, porox, lola va boshqa mahsulotlar sotish uchun shartnoma tuzish maqsadida birjadan narida joylashgan kofe do'koniga yig'ila boshladilar. Nyu-Yorkda NYSE birjasini tashkil qilishda ham xuddi shunday holat kuzatilgan. Britaniyalik ishbilarmonlar Jonathans Coffee House qahvaxonasida to'planishardi.



1697 yil Buyuk Britaniya hukumati birjadagi savdogarlar sonini yuz kishigacha qisqartirish va litsenziyasiz ishlayotgan treyderlar uchun katta jarima solishga qaror qildi. Tabiiyki, bu rasmiy birjada savdolarning pasayishiga olib keldi, chunki maklerlarning katta qismi Exchange Alley savdo alleyasiga ko'chib o'tgandi. Asta-sekin bu kafe va xiyobon kabi joylar ko'payib ketdi va tobora ko'plab savdogarlar, sanoat va ishlab chiqarish vakillari rasmiy fond

maydonchasiga qaraganda ochiq, tartibga solinmagan fond birjalari maydonchalarida to'plana boshlashdi. 1773 yil Sviting xiyobonida yana bir fond birjasi tashkil qilindi va qirolichaning taqiqlashiga qaramay, treyderlar 1801 yil birja uchun bino qurdilar. Aynan shu sana, aniqrog'i, 1801 yil 3 mart kuni London fond birjasi faoliyat ko'rsata boshlagan sana hisoblanadi va aynan shu bino birja uyiga aylandi.

Bundan tashqari, 1801 yilda barcha brokerlarning rasmiy ro'yxatdan o'tishi e'lon qilindi va bu London fond birjasini Yevropadagi birinchi mahalliyashtirilgan tartibga solingan bozorlardan biriga aylantirdi. Endi birjada nazorat yo'lga qo'yilgan bo'lib, avvalgidek, a'zolik badalini to'lamagan har bir shaxs emas, balki faqat ro'yxatga olingan ishtirokchilar bitim tuzishi mumkin bo'di. 1812 yilga birjaning rasmiy reglamenti tayorlanib, unda birja bitimi qatnashchilarining majburiyatlari va kafolatlari, ilgari o'rnatilgan barcha qoidalar batafsil tasvirlan. Xususiy vakillar bitimlarni faqatgina brokerlik agentliklari orqali amalga oshirishlari mumkin edi.

XIX asrning keyingi yillari London fond birjasi uchun dastlabki ko'tarilish davri bo'ldi, chunki bu davrda po'lat eritish, temir yo'l, tog'-kon sanoati va qayta ishlash kompaniyalari, qurilish, moliya va sug'urta sektori konglomeratlari jadal rivojlanib borgani. Shunga ko'ra, ushbu kompaniyalar aksiyalarni sotish va qo'shimcha daromad olish uchun fond birjasiga murojaat qildilar. Bunday shov-shuv, texnik jihatdan birjaning tegishli rivojlanishlarini talab qildi, bu esa ko'p xarajatlarga olib keldi. Biroq menejment bu vazifani muvaffaqiyatli bajarib, zamonaviy telegraflar o'rnatildi, AQSh va Yevropa fond birjalari bilan aloqa o'rnatildi va savdo maydonchalarining soni ortdi. 1900-yillar boshlarida London Fond birjasi Yevropada eng ommaviy va talabchan birjalardan biriga aylandi, uning maydonchalari listingiga 3 mingdan ortiq kompaniya kirgan.

Biroq, o'sish davri tez orada Yevropada Birinchi jahon urushi boshlanganligi sababli tushkunlik davri bilan almashldi. 1914 yil yozidan beri London fond birjasi deyarli yarim yilga yopildi va 1915 yil boshida mumkin

bo'lgan yo'qotishlarni cheklash maqsadida London fond birjasi tashkilotchilari valyuta operatsiyalarining barcha ishtirokchilari uchun juda ko'p cheklov choralarini kiritdilar. Urush oqibatida Yevropada umumiy ahvolga tushib qolgan vaziyat bilan birgalikda bunday tadbirlar ishtirokchilarning va, shunga ko'ra, birja bo'yicha kapitalning kuchli chiqib ketishiga olib keldi. Analitik hisob-kitoblarga ko'ra, aynan shu paytda London fond birjasi jahon fond bozoridagi eng nufuzli mavqeini yo'qotgan.



Yevropada Ikkinchi Jahon urushining boshlanishi, London fond birjasi faoliyatiga ham ta'sir qildi - savdo 1939 yil 1 sentyabrdan 7 sentyabrigacha to'xtatildi. Urushdan keyingi yillarda birja tashkilotchilari 60-yillarning o'rtalarida amalga oshirilgan savdo maydonchasi hajmini va rivojlanishini faollashtirish dasturini boshladi. Shu davrdan boshlab birja yana faol reklama rivojlanishni boshladi va 1972 yilga kelib 2.1 ming kvadrat metr maydonga ega bo'lgan yana bir bino barpo etildi. Shuningdek, bu yil ular birja jarayonlarini avtomatlashtirishni amalga oshira oldilar va 1973 yilda London fond birjasiga Shotlandiya va Irlandiyadagi 11 ta birja qo'shildi.

1986 yil 27 oktyabr LFB tarixida Buyuk portlash yoki Portlovchi dushanba sifatida belgilandi. O'sha kuni London fond birjasida brokerlar, dilerlar va

maklerlar uchun auksion o'tkazish shartlari sezilarli darajada o'zgardi, komissiya to'lovlari tartibi qayta ko'rib chiqildi va elektron savdolarga o'tildi.

Angliya birja maydonchasining yanada faol rivojlanishi shakllanishning ikkinchi bosqichi bo'ldi va bu holat okeanorti raqobatchilari tomonidan ham qayd etildi. Shiddat bilan o'sib borgan amerika fond maydonchasi NASDAQ o'z xoldingi tarkibiga LFB qo'shib olish istagini bildirdi va uni 2.4 milliard funt sterlingga baholadi. LFB bu pulni juda kam hisoblab, ushbu taklifni rad etdi. Amerikaliklar bunga javoban London birjasi aksiyalarini chetdan faol sotib ola boshladilar. 2007 yilgacha NASDAQ LFB aksiyalarining 28,7%ini to'pladi, biroq yakunda birja aksiyalari paketini BAA birjasi Borse Dubai ga sotdi. LFB o'z navbatida, bozordagi pozitsiyasini kuchaytirish uchun qator harakatlarni amalga oshirdi, masalan, boshqa birjalar bilan bir nechta M&A bitimlari tuzib, Italif fond birjasi bilan birlashdi. Bunday harakatlar natijasida London birjasi rasman London Stock Exchange Group nomli kompaniyaga aylandi

LSE zamonaviy birjasi

Hozirgi vaqtda London fond birjasi ro'yxatida 4000 dan ortiq kompaniya mavjud. Ulardan ba'zilar 46 davlatdan kelgan xorijiy kompaniyalardir. Bu London fond birjasini Yevropaning eng yirik fond bozori va kapitallashuv, aylanma mablag'lar va ro'yxatga olish bo'yicha dunyodagi 3-o'rinni egallashiga olib keldi. U butun dunyodagi eng yirik konglomeratlar uyushmasi bilan hamkorlikda tashkil etilgan xalqaro maydonchadir. Bundan tashqari, London fond birjasi Yevropada derrivativlar va obligatsiyalar uchun eng yirik bozor hisoblanadi.

LSE birjasi aksiyadorlik korporatsiyasi hisoblanadi va uning aksiyalari o'z listingida xarid qilish uchun ochiq. Birja hamjamiyati a'zolari 400 dan ortiq birlashtirilgan kompaniyalar bo'lib, ularning orasida kliring kompaniyalari, brokerlar, dilerlar, market-meykerlar, investitsiya banklari va boshqalar mavjud.

Birja maydonchasidan foydalanish uchun emitent kompaniya birja tomonidan o'rnatilgan bir qator mezonlarga javob berishi kerak - har biri kamida 700 ming funt sterlingga ega bo'lishi, barcha boshlang'ich buxgalteriya, moliyaviy

va tijorat hisobotlarini to'liq oshkor etishi, aksiyadorlarning maksimal og'irligi 30 foizdan oshmasligi va aksiyalarning kamida 25 foizi tashqi investorlar qo'lida to'plangan.

London fond birjasida savdo va muomala uchun 4 ta bozor sektsiyasi mavjud:

- premium – Premium Listed Main Market – listingdagi eng yirik kompaniyalar aksiyalari ochiq bo'lgan asosiy bozor.

- muqobil – Alternative Investment Market – kapitallashuv kichik bo'lgan kompaniyalar bozori.

- depozitar tilxatlar va qarz qimmatli qog'ozlari bozori – Professional Securities Market.

- institutsional mutaxassislar bozori – Specialist Fund Market.

Qoidaga ko'ra, tahlilchilar, investorlar va treyderlar bozorlar haqida gapirganda faqat PLMM va AIM ikkita sektsiyani ajratib ko'rsatadi, chunki qolganlar oddiy mijozlar uchun ochiq emas.

LSE fond bozori ish kunlari grinvich bo'yicha soat 8 dan 16-30 gacha ishlaydi. Bundan tashqari, savdo sessiyasida bir qator o'ziga xos va qo'shimcha farqlar mavjud. Masalan, 07-15 dan 07-30 gacha kompaniyalar hisoboti informingi ro'y beradi, 07-50 dan 08-00 gacha auksion ochiladi va orderlar savdo terminallarida bajariladi, 8 dan 16-30 gacha asosiy savdo sessiyasi bo'lib o'tadi, 16-30 dan 16-35 ga qadar indekslar qayta hisoblab chiqiladi va bitimlar 16-35 dan 17-00 gacha belgilangan narxlarda amalga oshiriladi, mablag'larni depozit qilish va olish uchun arizalar olinadi va 17-00 dan 17-15 gacha bo'lgan vaqtda kompaniya hisobotlari reklama qilinadi.

Oldin hamma savdo operatsiyalari TradElect savdo maydonchasi orqali amalga oshirilgan, biroq yaqinda birja qatnashchilari foydalanuvchilar uchun intuitiv tushunarli va tezkor sanalgan yangilangan Millenium Exchange yangilangan platformasiga o'tildi.

London fond birjasi Financial Times bosma moliyaviy sharhlovchilar bilan birga bir nechta birja indekslarini hisoblab chiqdi. Ularning eng mashhurlari 100 ta eng yirik britan kompaniyalar kotirovkasini birlashtirgan va Angliya iqtisodiyotining ahvoli ko'rsatkichi hisoblangan FTSE-100 sanaladi. Shuningdek, birinchi yuztalikdan keyingi 250 ta yirik kompaniya indeksleri FTSE-250 va FTSE Small Cap Index kichik kapitallashuv kompaniyalar indeksleri ommaviydir.

London fond birjasida 1 mlrd dollar miqdorida O'zbekiston Yevrobondlarini joylashtirdi.

London fond birjasida O'zbekiston umumiy miqdori 5 va 10 yil bo'lgan ilk davlat xalqaro obligatsiyalarini joylashtirdi. Talab 150 investordan 3,8 mlrd. dollarni tashkil qildi, xaber beradi Moliya vazirligi matbuot xizmati birja hisobotiga havola qilgan holda.

5 yillik qimmatli qog'ozlar daromadliligi yillik 4,75% ni, 10 yillik qimmatli qog'ozlar daromadliligi yillik 5,375% ni tashkil qildi.

Geografik taqsimot nuqtai nazaridan, Buyuk Britaniya investorlari 5 va 10 yillik transhlarda mos ravishda 39% va 32% ulushni oldilar. AQSh investorlari ulushi 23% va 31%, kontinental Yevropa ulushi 32% va 27%; Osiyo, Yaqin Sharq va Shimoliy Afrika investorlari mos ravishda 6% va 10% ga ega bo'ldi.

Investorlar kesimida, mablag'larning 75%i va 78%i boshqaruvchi aksiyalar va fondlar, 20%i va 16%i sug'urtachilar, pensiya fondlari va suveren fondlar tomonidan olindi. Banklar ulushi 5% va 6% ni tashkil qildi.

«Yevroobligatsiyalarni ilk chiqarish muvaffaqiyati investorlarning O'zbekistonda kuchli iqtisodiy islohotlariga bo'lgan, shuningdek, qarzlarni boshqarish bo'yicha strategiyasiga bo'lgan ishonchni aks ettiradi», - deyiladi birja xabarida.

Birja quyidagi asosiy tezislarni keltirib o'tadi:

- Yevroobligatsiyalar bozoriga joylashtirish juda muvaffaqiyatli bo'ldi;

- O'zbekistonning davlat korxonalari va boshqa korporatsiyalar va moliyaviy institutlar tomonidan kelgusida Yevrobondlarni joylashtirish uchun mustahkam poydevor yaratildi;

- 2019 yilda suveren obligatsiyalarni joylashtirish MDH davlatlari orasida birinchi bo'ldi.

10.2. Nyu-York fond birjasi

Nyu-York fond birjasi (NYSE) – savdo aylanmasi va uning listingiga kiradigan aksiyalar bozor qiymati bo'yicha dunyodagi eng yirik birja. 1792 yil asos solingan, Uoll-stritda joylashgan (Nyu-York, AQSh).

Birjada 2800 dan ortiq kompaniya aksiyalari, asosan, havo rang fishkalar va tez rivojlanayotgan kompaniyalar aksiyalari muomalada bo'ladi. Nyu-York fond birjasida savdo qilish uchun emitentlar qat'iy listing talablariga javob berishi lozim, chunki birja nufuzini ta'minlash maqsadida kotirovka ro'yxatiga ishonchli qimmatli qog'ozlar kiritiladi.

Korporatsiyalar aksiyalari Nyu-York fond birjasida kotirovka qilinishi uchun u quyidagi ko'rsatkichlarga ega bo'lishi lozim:

- oxirgi yil uchun soliqqa tortishgacha bo'lgan foyda kamida 2,7 mln dollar;
- so'nggi ikki yil uchun sof foyda 3 mln dollardar ortiq;
- baholash paytida moddiy aktivlar sof qiymati 18 mln dolldan ortiq;
- aksiyalar kurs qiymati 19 mln dolldan ortiq bo'lishi lozim;
- erkin muomaladagi aksiyalar umumiy qiymati 1,1 mln dolldan ortiq bo'lishi lozim;

- oxirgi yarim yillik davomida aksiyalar bilan o'rtacha oylik savdo hajmi kamida 100 ming dollar bulishi kerak.

XX asr o'rtalarigacha savdolar uzluksiz auktsion shaklida tashkil qilingan, bu erda treyderlar operatsiyalarni investorlar nomidan amalga oshirishi mumkin bo'lgan. 1956 yildan boshlab hozirgi kungacha bitimlar elektron maydonchalardan foydalangan holda amalga oshirilmoqda, hozirgi kunda Nyu-York fond birjasidagi aksiyalarni dunyoning istalgan nuqtasidan turib sotish va sotib olish mumkin.

Nyu-York fond birjasi (NYSE) – eng yirik savdo maydonchalari guruhi: NYSE - Nyu-York fond birjasi – dunyodagi eng dastlabki va kapitallashuv darajasi bo'yicha yirik birjalardan biridir, NYSE Euronext – Yevropadagi eng yirik qimmatli qog'ozlar birjasi va NYSE Alternext – rivojlanayotgan mamlakatlar Yevropa fond bozori. Nyu-York fond birjasi tarixi 200 yildan ortiqni tashkil qiladi. U 1792 yil 24 ta Nyu-york brokerlari tomonidan tashkil qilingan. Shundan buyon Nyu-York fond birjasi faqat ommaviylashib bormoqda. Birja faoliyatidagi so'nggi tendentsiyalar boshqa fond birjalarini qo'shib olish va birlashtirishga yo'naltirilmoqda.



2005 yilning aprelida NYSE rahbariyati eng yirik elektron savdo tarmoqlaridan biri (ECN) va o'z raqobatchisi Archipelago ni sotib olish istagini ma'lum qildi. 2006 yil dekabrda NYSE rahbariyati Archipelago sotib olishga ovoz berdi, shundan keyin NYSE eng ommaviy tijorat tashkilotiga aylandi. Bir yildan ortiqroq vaqt o'tgach, NYSE Group Parijda joylashgan Euronext maydonchasini sotib oldi (Yevropa fond birjasi) va uni o'zining ilk transatlantika fond birjasiga aylantirdi. So'nggi yillarda esa MDH mamlakatlari bilan ishlayotgan NYSE brokerlari soni ham o'sdi. Dunyodagi aksiyalar bilan savdo qilish bo'yicha etakchi birja sifatida rahbariyat NYSE da samarali savdo texnologiyalarini kuzatib, doimiy takomillashtirib bormoqda.

2007 yil 24 yanvarda NYSE birjasida gibrid bozor joriy qilindi, mutaxassislar roli esa minimum holatga keltirildi. Barcha aksiyalar bo'yicha bitimlar elektron tizim orqali amalga oshirila boshladi (kam sonli juda qimmat aksiyalarni istisno qilganda). Hozirgi paytda mijozar orderlarining katta qismi elektron tizim bilan qayta ishlanmoqda. Hozirgi kunda MDH mamlakatlarida NYSE birjasida savdo tobora ommaviylashib bormoqda, ulkan vositalar, likvidlik va ishonchlilik jalb qilmoqda. Shuningdek, treyderlar, NYSE aksiyalari bilan savdo uchun brokerlar soni o'smoqda.

NYSE Arca birja investitsiya mahsulotlari bilan savdo hajmi va listing bo'yicha amerika birjalari orasida etakchi pozitsiya egallaydi. U orqali Adobe, Apple, Dell kabi AT-bozor grandlari savdo qiladi. Saxo Bank «Dunyo birjalari» loyihasini davom ettiradi. 2013 yil boshida NYSE Euronext uning NYSE Arca bo'linmasi – to'liq avtomatlashtirilgan rejimda ishlaydigan va offlayn savdo amalga oshirmaydigan elektron birja maydonchasi birja investitsiya mahsulotlari bilan savdo hajmi va listing bo'yicha amerika birjalari orasida etakchi pozitsiya egallashini'lon qildi.

2012 yil bu erda qariyb 150 ta yangi ETP listingdan o'tli, ular orasida 116 ta ETF (Exchange Traded Funds - birja investitsiya fondlari, yoki boshqacha aytganda birja XIF), 23 ta ETN (Exchange Traded Note - birja indeks notalari) va 8 ta ETV (Exchange Traded Vehicles - birja indeks vositalari). NYSE Arca orqali masalan, Adobe Systems Inc., Apple, Cisco Systems, Dell, Hewlett-Packard, IBM, Microsoft, Nokia, Oracle kabi axborot texnologiyalari bozori grandlari savdo qiladi.

NYSE da ishlash afzalliklari

Bu fond birjasining faol treyderlar va treyding uchun afzalliklari yaqqol ko'zga tashlanib turadi:

-jahon iqtisodiyotining mingdan ortiq etakchi kompaniyalari juda likvidli aksiyalari ulkan soni, bundan har kuni o'nlab kompaniyalar deytreyderlarga ham,

investorlarga ham treydingda pul ishlab olishga imkon beradigan kuchli va aniq harakatlar namoyish etadi;

- buyurtmalarni bajarishning eng rivojlangan va kuchli tizimi, bir onda istalgan hajmda internet-treyding amalga oshirish imkonini bergan lyubix ob'ektiv;

- eng rivojlangan axborot infratuzilmasi. Kompaniyaning choraklik hisobotlari, statistika ma'lumotlari qat'iy jadval asosida chiqariladi va maxsus saytlarda bepul e'lon qilinadi (saytning o'ng tomonida, «Moliyaviy portallar» ro'yxati), kompaniya bo'yicha eng muhim yangiliklarni kuzatish mumkin, choraklik hisobotlar asosiy savdo sessiyasi ochilishidan oldin yoki yopilganidan keyin chiqariladi; shu tariqa treyder bozor ochilmasidan turib qaysi aksiyalarga faol savdo va kuchli harakatlar bo'lishini, qaysi aksiyalar bilan ishlashini biladi;

- ma'lumotlar va yangiliklar qat'iy jadvalga rioya qilgan holda chiqarilishi treyder pozitsiyasini kutilmagan yangiliklar bilan g'aflatda qoldirish riskini minimallashtiradi. Bundan tashqari, har bir kompaniya va tarmoq bo'yicha ko'plab moliyaviy portallarda so'nggi yangiliklar, grafiklar va batafsil axborot olish mumkin;

- o'nlab turli xil strategiyalarni qo'llash imkoniyati: bir necha soniya ichida pozitsiyalarni ushlab turish, darajadan savdolashish, kuchli harakatlar bilan savdo qilish, bir necha kun davomida o'z pozitsiyalarini ushlab turish, juftliklar savdosi va boshqalar.

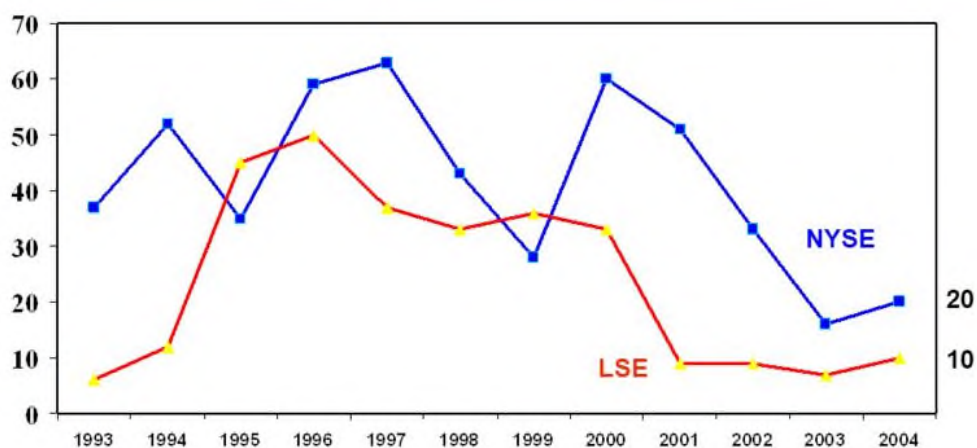
Nyu-York fond birjasida listing

Nyu-York fond birjasida 2800 dan ortiq kompaniya listingdan o'tgan, shundan 450 tasi – 53 mamlakatdan xorijiy kompaniyalardir. Listingdan o'tgan kompaniyalar «havorang fishka» deb ataladigan ishonchli, barqaror kompaniyalardan ham, yosh va jadal rivojlanayotgan kompaniyalardan ham iboratdir. Yangi kompaniyalar birjada o'z aksiyalarini ommaviy joylashtirishgandan (initial public offering - IPO) keyin kotirovka varaqlariga kiritiladi. Listingdan o'tish uchun kompaniyalar birjaning qat'iy moliyaviy va

huquqiy talablariga javob berishi lozim. Listingdan o'tgan kompaniyalar a'zolik badallari to'lashi lozim. Hozirgi paytda NYSE kotirovka varag'i ko'p jihatdan xorijiy kompaniyalar aksiyalari hisobiga to'ldiriladi.

Qimmatli qog'ozlar listingi

Amerikalik kompaniya NYSE da muvaffaqiyatli ro'yxatdan o'tishi uchun uning moddiy aktvilari 18 mln dollardan ortiq, oxirgi yil uchun daromad 2,5 mln dollardan ortiq, kamida 1,1 miln dona aksiyasi hamda har biri yuztadan ortiq aksiyaga ega bo'lgan kamida 2 mingta aksiyadori bo'lishi kerak. yuztadan ortiq aksiyaga ega bo'lgan aksiyadorlar soni 1200 kishigacha kamayganda yoki 600 mingdan kam aksiyasi qolganda, yoki aksiyalarning umumiy bozor qiymati 5 mln dollardan tushib ketganda kompaniya aksiyalar qayta listing jarayondan o'tkaziladi. To'g'ri, ayrim holatlarda bu ko'rsatkichlarga tuzatishlar kiritilishi mumkin.



Kompaniyaning aksiyalari bir vaqtning o'zida bir nechta birjada kotirovka qilinishi mumkin. Ba'zi hollarda NYSE da ro'yxatga olinmagan kompaniyalarning aksiyalari, agarda ular boshqa fond birjalarida listingdan o'tgan bo'lsa, sotilishi mumkin. Xususan, bu ba'zi xorijiy kompaniyalar bo'lishi mumkin. Ular bo'yicha asosiy savdo xorijiy birjada, qo'shimcha savdolar NYSE da bo'lib o'tadi.

NYSE birjasi «havo rang fishkalari»

1817 yilga kelib, Nyu-York Fond Birjasida 30 ta kompaniya aksiyalari bilan savdo qilina boshladi. Direktorlar kengashi raisi har kuni savdo qilinadigan aksiyalar to'liq ro'yxatini e'lon qilardi. Savdolar ochilishi bilan brokerlar ularning har biri uchun alohida ajratilgan joydan, birjaning operatsion zalidagi o'rnidan sotish va sotib olish narxlarini ma'lum qilardi. Hozirgi kunda esa 1366 ta o'rinning katta qismi ko'plab yirik firmalar va mutaxassislar mulki hisoblanadi. Uzoq 1800 yil bitta o'rin 25 dollar turgan, ikki yuz yildan keyin esa – 2 mln dollardan ortiqni tashkil qiladi. 1999 yil dekabrda bu ko'rsatkich 2,6 mln. dollarga etdi.



«Havo rang fishkalar» tushunchasi

NYSE ameikaning ko'p yillik moliyaviy an'analari saqlovchisi ekanligiga qaramay, birja zamon bilan hamnafas bo'lib, savdo aroitlarini inventorlar va ommaviy kompaniyalar talablariga moslashtirmoqda. Aynan shu sababli savdo maydonchasi hozirgi vaqtda savdo qilinadigan aksiyalar bo'yicha dunyoda etakchi hisoblanadi.

NYSE birjasi ishini tartibga solish

Vijdotsiz bozor qatnashchilarini aniqlash - bu o'z-o'zini boshqaruvchi tashkilot sifatida birjaning vazifalaridan biridir. Hech kim fond bozori kabi o'zini qattiq va yaxshilab tartibga solmaydi. Professional ishtirokchilar uchun qat'iy talablar va standartlar, keng ko'lamlı tartibga soluvchi xizmat tizimi - bular

ishtirokchilarning faoliyatini nazorat qilish choralari hisoblanadi. Bozorning yaxlitligini himoya qilish va qo'llab-quvvatlash fond bozorida tartibga soluvchi piramida deb nomlangan to'rtta asosiy guruhning birgalikdagi sa'y-harakatlari orqali erishiladi. U quyidagi tashkilotlardan iborat:

- AQSh Kongressi. Kongress Qimmatli qog'ozlar va birjalar bo'yicha komissiyasiga a'zolar taklif etadi va uning samarali faoliyat ko'rsatishi uchun javob beradi. Shuningdek, u qimmatli qog'ozlar bozorida qonuniy faoliyat uchun va qimmatli qog'ozlar bozorida yangi tashkilotlarni shakllantirish, masalan, «Fond bozorida investorlarni himoya qilish tashkiloti» uchun mas'uldir;

- qimmatli qog'ozlar va birjalar bo'yicha Komissiya. 1934 yilgi Qimmatli qog'ozlar bozori to'g'risidagi qonunga binoan tashkil etilgan Federal agentlik. Qonunda aksiyalarning yangi emissiyalarini majburiy tarzda o'z vaqtida va belgilangan tartibda ro'yxatdan o'tkazish belgilab qo'yilgan. Qimmatli qog'ozlar va birjalar bo'yicha Komissiya barcha milliy investitsiya kompaniyalari, brokerlik firmalari va qimmatli qog'ozlar bozorida ishlaydigan boshqa tashkilotlar ustida nazorat qiluvchi organ hisoblanadi. Komissiya Kongressga fond bozorini tartibga solish va himoya qilishga qaratilgan yangi qonun hujjatlari qabul qilishni tavsiya qiladi. Komissiya qoidalari va standartlarini buzganlar qattiq jazolanadi – jarima solinadi, litsenziyadan mahrum etiladi, shuningdek, birja a'zolidan chiqariladi;

- NYSE va boshqa o'zini-o'zi tartibga soladigan tashkilotlar. Nyu-York fond birjasi bu - o'zini-o'zi tartibga soladigan tashkilot bo'lib, xodimlarining uchdan bir qismidan ortig'i aynan qimmatli qog'ozlar bozorini standartlashtirish va tartibga solish masalalari bilan shug'ullanadi. NYSE 1000 sahifadan ortiq qoida va standartlar ishlab chiqqan va e'lon qilgan bo'lib, ular NYSE barcha savdo qatnashchilari tomonidan bajariladi;

- individual brokerlik firmalari. Piramidaning bu pog'onasi NYSE a'zosi bo'lgan 400 dan ortiq brokerlik firmasidan iborat. Bu firmalar standartlarga qat'iy muvofiqlik va o'z xodimlari yuqori professional darajasini kafolatlab, butun dunyo bo'ylab aksiyalar sotish va sotib olish bilan shug'ullanadi.

10.3. Tokio fond birjasi

Tokio fond birjasi (TFB) Yaponiyaning asosiy fond birjasi va dunyodagi eng yirik fond birjalaridan biri hisoblanadi. Mohiyatan, Tokio fond birjasi 1878 yil 1 iyunda asos solingan Yaponiyadagi birinchi fond birjasining avlodi hisoblanadi. Birja strukturasi ko'p marta o'zgargan, lekin savdolar muntazam olib borilgan, Nagasaki atom bombardimonidan keyinroq ro'y bergan kichik tanaffusni istisno qilganda. Hozirgi – Tokio fond birjasi – nomi ostida Yaponiya fond bozori 63 yildan buyon faoliyat ko'rsatmoqda. Hozir unda 2271 ta yapon va 31 ta xorijiy kompaniya ifodalangan.

1983 yildan 1990 yilgacha Tokio fond birjasi hayratda qoldiradigan darajada ko'tarilib, qimmatli qog'ozlar global bozori kapitallashuvining 60%dan ortig'ini o'zida mujassam etgan. Keyinchalik «sovun pufagi iqtisodiyoti» deb atalgan bu bosqichni «yapon mo''jizasi»ning yakuni deb hisoblash mumkin. Mamlakat er va ko'chmas mulk bilan savdo qiladigan kompaniyalar aksiyalari olibsotarliligi bilan ommaviy ravishda shug'ullana boshladi. Narxlar xuddi achitqi qo'shilganday o'sa boshladi. Banki o'ngga ham, so'lga ham kreditlarni saxiylik bilan tarqatardi. Yaponlar chet eldan villa, kartina, qimmatbaho narsalar sotib olib, ochiqchasiga pul sovura boshladi... Hammasi shu bilan yakun topdiki, pufak yorildi. Narxlar keskin tushib ketdi, mamlakat bo'ylab bankrot kasali tarqaldi, kreditlar qaytarilmadi va «mo''jiza» o'rnini urushdan keyingi davrdagi eng uzoq davom etgan iqtisodiy inqiroz egalladi.

U 90-yillar mobaynida davom etib, atigi bir necha yil oldin tugadi. Lekin ayrim noxushliklar hamon davom etmoqda, lekin ular asosan texnik xarakterga ega. Masalan, 2005 yil 1 noyabrda yangi kompyuter qurilmasi o'rnatilgach, birjada tarixdagi eng jiddiy tizimli uzilish ro'y berdi. Fujitsu kompaniyasining «Osilib qolgan» operatsion tizimi to'rt yarim soatni savdoni to'xtatib qo'ydi.

Ikkinchi kulfat bir oydan so'ng ro'y berdi va birja oliy rahbariyatining to'liq almashtirilishiga olib keldi. 2005 yil 8 dekabrda Tokio fond birjasida qiymati 610 ming yena (5000 dollardan ortiq) bo'lgan jda qimmat aksiyalarga ega bo'lgan J-

Com rekruting kompaniyasi sahnaga chiqdi. Biroq ko'rsatilgan summaga firmaning bitta aksiyasini taklif qilish o'rniga brokerlik kompaniyasi xodimi kompyuter tugmasini noto'g'ri bosish oqibatida 610 mingga aksiyani har birini 1 yena (0,8 tsent) narxda sotuvga qo'ydi. Ular bir zumda sotilib ketdi, bunda sotilgan aksiyalar soni ularning real sonida 42 baravar ko'p edi (14,5 mingta). Xato darhol sezilmadi, lekin u aniqlangandan keyin ham operatsiyani bekor qilishda texnik qiyinchiliklar vujudga keldi. Natijada barcha aksiyalar paketini uning haqiqiy qiymatiga sotib olishga to'g'ri keldi. Achinarli xato kompaniyaga 347 million dollarga tushdi. Bechora broker bilan keyin nima bo'lgani haqida tarix hikoya qilmaydi, lekin investorlar ishonchini tiklash uchun birja prezidenti va yana uchta top-menejer kompyuter tizimi mukammal emasligi uchun javobgarlikni o'z zimmasiga olib, iste'fo berishiga to'g'ri kelgan. Nima ham derdik, bunday holat hattoki Yaponiyada ham bo'lib turarkan!

Tokio birjasining korporativ falsafasi

Tokio fond birjasi dunyo maydonchalarida ishonchga va nufuzga ega. Yaponlar aksiyalarga investitsiyalar bilan faolroq shug'ullanadi, ulardan aksiyalarni afzal ko'radigan xorijiy investorlar ham ortda qolmaydi. Shunday qilib, Tokiodagi asosiy ofis va butun Yaponiya bo'ylab tarqalgan birja filiallari talab katta bo'lgan aksiyalar bilan savdo qiladi.

Tokio fond birjasining dunyo miqyosida muvaffaqiyatga erishishida asosiy sabab uning korporativ falsafasi hisoblanadi. Birjaning korporativ falsafasi birja va TFB guruhi o'z biznesini amalga oshirish jarayonida rioya qiladigan qoidalar to'plamini ifodalaydi. Qaror qabul qilish jarayoni va birjani boshqarish tizimini rivojlantirish rejalarini hayotga tatbiq etiga qo'shimcha ravishda korporativ falsafa TFB barcha ishchi va xizmatchilari uchun ularning o'z professional majburiyatlarini amalga oshirish jarayonidagi xalq-atvor asoslarini o'z ichiga oladi. Jamiyat bilan eng do'stona hamkorlik munosabatlarini rivojlantirish va jamiyat oldida ijtimoiy javobgarlikka ega bo'lish uchun TFB korporativ falsafasi doirasida korporativ etikaga asoslangan korporativ xulq-atvor qoidalari ishlab chiqildi.

TFBning barcha ishchi va xizmatchilari ishlab chiqilgan qoidalarga rioya qilish va bajarishi, jamiyatga foyda keltirishi va tashkilotning rivojlanishiga hissa qo'shishi kerak.

Tokio fond birjasi rejalari

2006 yil Tokio fond birjasi bitimlar umumiy yillik hajmi mutlaq rekordga - 600 trln ienga (5 trln dollar atrfoida) yaqinlashdi. Natijada o'tgan yilgi rekorddan (418 trillion yen) 30 foizdan ortiqni o'sish kuzatildi. Oldi-sotdi operatsiyalari umumiy miqdori 594 trillion yenga etdi (bir dollar uchun 118,79 yen joriy kursda 5 trillion dollarga teng). Ya'ni 2006 yilda Tokioda o'tkazilgan operatsiyalar miqdori o'rtacha qariyb 2,4 trillion yen (20,2 milliard dollar) ni tashkil etdi, bu ham birjaning 128 yillik tarixida misli ko'rilmagan. O'tgan yili bu ko'rsatkich 1,7 trln. yenga teng edi. Shuningdek, xorijiy investorlarning ulushi ham mutlaq rekord darajada - 54% ni tashkil etdi.

2006 yil oktyabr oyining oxirida Tokio fond birjasi (TSE) rahbariyati Nyu-York fond birjasi (NYSE) bilan muzokaralar olib borayotgani haqida ma'lum qildi. Agar ikkita eng yirik birja kelishuga kelsa, dunyoda ilk qit'alararo savdo maydonchasi paydo bo'ladi. NYSE bilan bir vaqtda Euronext Yevropa birjasini qo'shib olish haqida muzokaralar olib borildi. Nyu-York birjasi asosiy raqobatchisi - NASDAQ amerika elektron birjasidan oldin global fond maydonchasi yaratishga harakat qildi.

NYSE vakillari ham, TSE vakillari ham dunyoning turli qismlaridagi fond bozorlari bilan hamkorlikdan manfaatdor ekanligini bildirmoqda. TSE bir nechta birja, xususan, Seulning Korea Exchange birjasi bilan muzokaralar olib borayotganini ma'lum qildi, biroq NYSE bilan muzokaralar eng katta muvaffaqiyatga erishdi. Nyu-York birjasi vakillari bu xabarlarini sharhlashni ma'qul ko'rmadi.

2006 yilning oktyabrida NYSE rahbari Djon Teyn TSE prezidenti Taydzo Nisimuro bilan uchrashdi. G'arb axborot agentliklarining xabar berishicha, ushbu uchrashuvda kutilayotgan bitim tafsilotlari muhokama qilingan. Birjalar

aksiyalarning 10%ini almashishni rejalashtirgan, buning tashabbuschisi NYSE bo'lgan.

Tomonlar aksiyalar almashinuviga qadar kelishuvga keladigan bo'lsa, ular o'z harakatlarini muvofiqlashtirishi va savdo texnologiyalarini bir xillashtirishi mumkin bo'lib, tahlilchilarning fikriga ko'ra bu amaoda ilk qit'alararo fond bozori paydo bo'lishii anglatishi mumkin bo'lgan.

TOPIX indeksi tavsiflari

TOPIX (Tokyo Stock Price Index) - Tokio fond birjasining asosiy birja indeksi bo'lib, Tokio fond birjasining birinchi segmentiga mansub, ya'ni kapitallashuv darajasi yuqori bo'lgan kompaniyalar erkin muomalada bo'lgan aksiyalari narxining bozor kapitallashuvi bo'yicha o'rtacha o'lchangan qiymati sifatida hisoblab chiqiladi.



Indeks chiqarilgan aksiyalar umumiy soni hisobga olinadigan savdo tizimidan erkin muomalada bo'lgan aksiyalargina hisobga olinadigan tizimga ko'chirilgan. Bu 2005 yilning oktyabridan 2006 yilning iyunigacha uch bosqichda bo'lib o'tdi. Garchi o'zgarishlar faqat texnik jihatdan bo'lgan bo'lsada, ular ushbu indeksga jiddiy ta'sir ko'rsatdi, chunki ko'plab yapon kompaniyalarida ko'p sonli aksiyalar bo'lib, ishbilarmon hamkorlar qo'lida murakkab alyansning bir qismi

sifatida saqlanib turardi, bunday aksiyalar kompaniyalar o'rtacha o'lchangan indeksi hisob-kitoblariga hali uzoq vaqt kiritilmaydi.

TOPIX birinchi bor 1969 yil 1 iyulda bazaviy qiymati 100 punkt bo'lgan holda e'lon qilingan. Indeks qamrab olgan kompaniyalar ro'yxati bir yilda ikki marta ko'rib chiqiladi – yanvarda kompaniyalar ro'yxatga qo'shilishi yoki ruyxatdan chiqarilishi, iyulda esa – faqat qo'shilishi mumkin. Indeks birjaning ish kunlari har 15 sekunda hisoblab chiqiladi.

Nazorat savollari

1. Xalqaro fond bozori faoliyatidagi umumiy va asosiy farqli jihatlar.
2. Kapitallashuv darajasi eng yuqori fond bazorlari.
3. London fond birjasi faoliyat mexanizmi va listing talablari.
4. Nyu-York fond birjasi faoliyat mexanizmi va listing talablari.
5. Mintaqaviy fond birjalaridagi listing talablari.
6. Xalqaro fond indekslari va ularga ta'sir etuvchi omillar.
7. Xorijiy amaliyotda fond bozorini tartibga solish mexanizmlari.
8. Fond bozorida o'zini o'zi tartibga solish mexanizmlari.
9. Fond bozorini megaregulyator vositasida tartibga solish.

XI BOB. XALQARO INVESTITSİYALAR BOZORI

11.1. To'g'ridan-to'g'ri xorijiy investitsiyalar bozori

Bugungi kunda Xalqaro moliya bozorida xalqaro investitsiyalar alohida muhim o'ringa ega hisoblanadi. Xalqaro investitsiyalar rivojlangan davlatlar moliya bozorlarida ham katta o'ringa ega hisoblanadi. Shundan kelib chiqqan holda quyida xalqaro investitsiyalar bozori xususida to'xtalib o'tamiz

To'g'ridan-to'g'ri xorijiy investitsiyalar - global iqtisodiy integratsiyadagi asosiy komponentlardan biri hisoblanib, boshqa mamlakatlarda faoliyat yuritadigan investorlarning xorijiy sarmoyalaridir. Bunday mamlakatga jalb qilish biznesni boshqarish, texnologiya yangilash, tadbirkorlik va ishbilarmonlik mahoratdagi kamchiliklarni bartaraf etish imkonini berishi mumkin. Global to'g'ridan-to'g'ri xorijiy investitsiya(FDI) larning quyidagi turlari bor:

ØYashil hududga sarmoya(Greenfield Investment) – bu xalqaro to'g'ridan to'g'ri investitsiyalarning bir turi bo'lib, investrolar tomonidan xorijiy mamlakatlarning bo'sh maydonlariga dastlabki bosqichdan to'liq jarayonlar(yangi binolardan tortib ishlab chiqarishgacha)ga yo'naltiriladigan to'g'ridan-to'g'ri investitsiyalar hisoblanadi.

ØBirlashish va qo'shib olish amaliyoti (M&As) – ikki hududdagi kompaniyalarning yuqori malaka va resurslarga ega bo'lish, globallasuv, diversifikatsiyalash, boshqaruv samaradorligini oshirish, yangi bozorlar va xaridorlarga ega bo'lish maqsadida yanada yirikroq kompaniya tuzilish orqali amlga oshiriladigan xalqaro investitsiya shakllaridir.

ØQo'shma korxonalar shaklida (Joint Venture)- ikki yoki undan ortiq tomon o'zaro resurslarini bir maqsadga erishish uchun qo'shilishi shaklidagi biznes tuzilmasidir. Ushbu maqsad yangi investitsion loyiha yoki boshqa har qanday biznes faoliyati shakli bo'lishi mumkin.

ØGorizontal investitsiyalar (horizontal investment) - investorlarning xorijiy mamlakatlarning xuddi o'ziga o'xshash tarmoqlariga yo'naltiradigan investitsiyalaridir.

ØVertikal investitsiyalar (vertical investment) – investorlarning o'zi ta'minotchi yoki yetkazib beruvchi hisoblanadigan kompaniyalarga investitsiyalari hisoblanadi.

Xalqaro to'g'ridan-to'g'ri xorijiy investitsiyalar (FDI) oqimlari 23 foizga kamayib \$ 1,43 trillionni tashkil etdi. Bu Dunyo bo'yicha yalpi ichki mahsulot va xalqaro savdo savdoning jadal o'sishi bilan keskin farq qiladi. Xalqaro darajada birlashish va qo'shib olish (M&As) operatsiyalarining hajmi 2016 yilda 887 mlrd. dollardan 2017 yilda 694 mlrd. dollargacha kamaydi ya'ni 22 foizga pasayishi kuzatildi. 2016 yilda to'g'ridan-to'g'ri xorijiy investitsiyalar hajmini ko'paytirgan yirik bir martalik bitimlarni va korporativ tuzilmalarni chegirib tashlash ham 2017 yilgi pasayishni saqlab qoldi. Yangi loyihalarga investitsiyalar 14 foizga kamaygan (11.1-jadval).

11.1-jadval

2014-2018 yillarda dunyo iqtisodiyotlari va hududlari bo'yicha to'g'ridan-to'g'ri xorijiy investitsiyalar harakati to'g'risida ma'lumot

	To'g'ridan-to'g'ri xorijiy investitsiyalar				
	2014	2015	2016	2017	2018
Jami	1324	1774	1746	1470	1188
Rivojlangan davlatlarda	563	984	1032	749	451
Yevropa mamlakatlari	272	566	533	372	100
Shimoliy Amerika davlatlari	231	390	425	302	263
Rivojlanayotgan davlatlar	704	752	646	671	694
Afrika davlatlari	71	61	59	38	40
Lotin Amerikasi davlatlari	460	524	443	155	149
Osiyo davlatlari	170	165	142	478	502
O'tish iqtisodiyotidagi davlatlari	57	38	68	48	44

Rivojlanayotgan davlatlarga to'g'ridan-to'g'ri xorijiy investitsiyalar oqimlari 2016 yilda 10 foizga pasayishi kuzatilib, 646 milliard dollarni tashkil etgan. Afrika davlatlariga to'g'ridan-to'g'ri xorijiy investitsiyalar oqimlari 2016 yildan boshlab 21 foizga kamayib, 59 milliard dollarni tashkil etdi. Bu pasayish yirik tovarlar eksportchilariga qaratilgan. Rivojlanayotgan Osiyo davlatlariga investitsiyalar oqimlari 142 milliard dollarni tashkil etdi. Mintaqa dunyodagi eng yirik to'g'ridan-to'g'ri xorijiy investitsiyalar ishtirokchisi sifatida o'z o'rnini topmoqda. Lotin Amerikasi va Karib havzasi davlatlariga to'g'ridan-to'g'ri xorijiy investitsiyalarning ulushi 8 foizga oshib, 151 milliard dollarni tashkil etdi. Bu olti yil ichida birinchi marta ko'tarildi. O'tish iqtisodiyotidagi mamlakatlarda to'g'ridan-to'g'ri xorijiy investitsiyalar oqimi sustlashdi. Bu mamlakatlarga investitsiya oqimlari 17 foizga kamayib, 26 milliard dollargacha kamaydi. Rivojlangan mamlakatlarga to'g'ridan-to'g'ri xorijiy investitsiyalar oqimlari 37 foizga, 712 milliard dollargacha keskin qisqardi.

Dunyo bo'yicha xorijiy investitsiyalar harakati 2015-2016 yillar olingan davrlar bo'yicha mos ravishda 1774 va 1746 mlrd. dollarni tashkil etgan. 2014 yilga nisbatan ushbu yillarda 34% va 32% o'sish kuzatilgan. Biroq, 2018-yilda 11% tushish tendensiyasi kuzatilgan(1188 mlrd. dollar). Rivojlangan davlatlarda kuzatilgan tendensiya dunyo bo'yicha tendensiyaga mos ravishda o'zgargan. Butun dunyoda amalga oshirilgan investitsiyalarning 55-60%ga yaqin qismini aynan rivojlangan davlatlar ulushini tashkil etadi.

Ularga dengizga chiqish imkoniga ega bo'lmagan rivojlanayotgan mamlakatlar o'rta darajada, 3 foizga, 23 mlrd. dollargacha oshdi. *Rivojlangan mamlakatlarga to'g'ridan-to'g'ri xorijiy investitsiyalar oqimlari* 2017 yilda 37 foizga, 2018 yilda 128% foizga, mos ravishda 749 mlrd va 451 mlrd. dollargacha *keskin kamayib ketdi.*

So'nggi yillarda ko'plab mamlakatlar keskin pozitsiyalarga ega holda investitsiya siyosatini amalga oshirmoqdalar. Dunyo mamlakatlarida 2017-2018 yillarda asosan milliy xavfsizlik va mulkchilikka, tabiiy resurslarga oid

xavfsizlikni hosobga olgan holda investetsiya siyosatini amalga oshirish xarakteridagi investetsiya pozitsiyasini saqladilar. Dunyo mamlakatlarida strategik ahamiyat kasb etuvchi obyektlar va texnologiyalarga chet el investetsiyalarining yo‘naltirilishiga nisbatan agressev tekshiruvlar kuchaytirilgan holda amalga oshirilmoqda. Bir nechta davlatlar sarmoyalarni tekshirish protseduralarini jadallastirmoqdalar. So‘ngi yillarda *Xalqaro Investitsiya shartnomalarini tuzish minimum darajada tushib ketgan*. Ushbu ko‘rsatkich yangi xalqaro investitsion bitimlarning (IIA) soni 2017-2018 yillarda 1983 yildan buyon eng past darajaga yetgan.⁴⁵

11.2-jadval

To‘g‘ridan-to‘g‘ri xorijiy investitsiyalar bo‘yicha daromadlilik darajalari, foizda

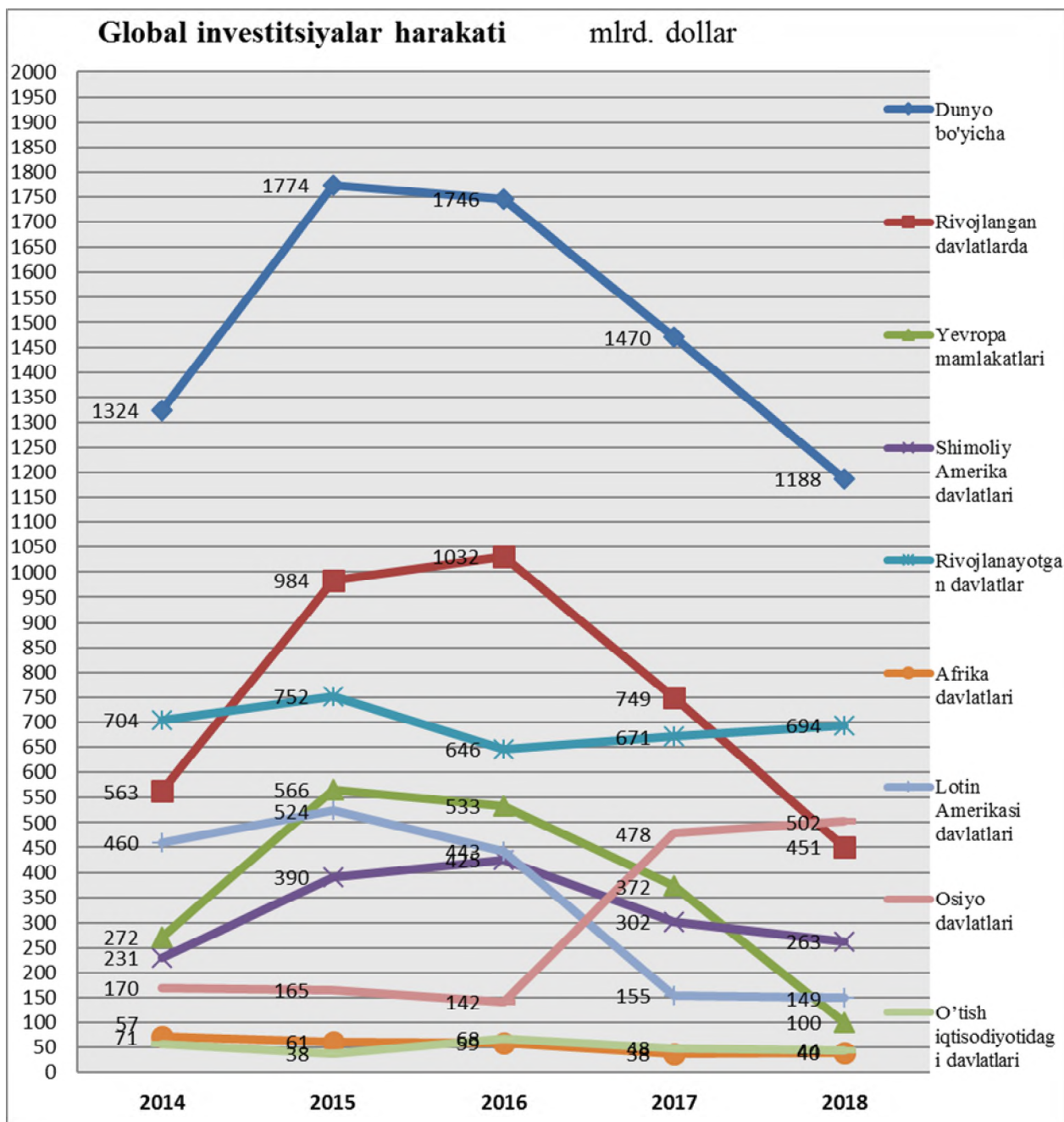
Mintaqa	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Dunyo	8,1	7,8	7,9	6,8	7	6,7
Iqtisodiyoti rivojlangan davlatlar	6,7	6,3	6,6	5,7	6,2	5,7
Iqtisodiyoti rivojlanayotgan davlatlar	10	9,8	9,5	8,5	8,1	8
<i>Afrika</i>	12,3	12,4	10,6	7,1	5,4	6,3
<i>Osiyo</i>	10,5	10,8	10,6	9,9	9,5	9,1
<i>Sharqiy va Janubiy-sharqiy Osiyo</i>	11,5	11,8	11,7	11	10,3	10,1
<i>Janubiy Osiyo</i>	7,2	6,7	6,1	5,5	6,4	5,7
<i>G‘arbiy Osiyo</i>	5,5	5,4	4,9	4,6	4,6	3,4
<i>Lotin amerikasi va Karib havzasi davlatlari</i>	7,9	6,7	6,6	5,2	5,3	5,6
O‘tish iqtisodiyotidagi	14,4	13,9	14,6	10,2	11,1	11,8

⁴⁵World investment report -2018, investment and new industrial policies, (www.unctad.org/diae)

Daromadlilik darajasining pasayishi xalqaro investitsiyalarning harakatini pasayishiga asosiy omil hisoblanadi. Dunyo bo'yicha Xorijiy investitsiyalar bo'yicha o'rtacha daromadlilik 2012 yildagi 8,1 foizdan 2017 yilda 6,7 foizgacha pasayish kuzatilgan. Butun dunyo bo'ylab investitsiyalar daromadliliigi darajasida tushish kuzatilgan. Afrikada va Lotin Amerikasida va Karib havzasi davlatlarida keskin kamayish kuzatilgan. Uzoq muddatli to'g'ridan-to'g'ri xorijiy investitsiyalarda daromadlilik darajasini pasayishi kuzatilgan. Barcha mintaqalarda to'g'ridan-to'g'ri xorijiy investitsiyalar daromadlilik darajasi past bo'ldi. ishlab chiqarish va xizmat ko'rsatish sohalari. 2017 yilgi mavsumda " yashil maydon " ning tushishi xizmatlarda joyga jamlangan. Biroq so'nggi besh yil ichida barcha rivojlanayotgan mintaqalar bo'ylab yashil hudud investitsiyalarning darajasi ishlab chiqarishdagi loyihalar bo'yicha o'tgan besh yilga qaraganda ancha past. Bu sanoat uchun muhim ahamiyatga ega hisoblanadi.(11.2-jadval)

Global to'g'ridan-to'g'ri xorijiy investitsiyalarning keskin pasayishi boshqa transchegaraviy kapitalning tendentsiyasiga qarama-qarshidir oqimlari. Jami kapital oqimlari bank kreditlari hisobidan YaIMning 5,6 foizdan 6,9 foizgacha o'sdi va investitsion investitsiyalar (asosan qarzarlar) to'g'ridan-to'g'ri xorijiy investitsiyalarning kamayishi uchun qoplangan. Sarmoyalar oqimi Rivojlanayotgan mamlakatlarga YaIMning 4 foizdan 4,8 foizgacha ortdi. Rivojlanayotgan davlatlar uchun to'g'ridan-to'g'ri xorijiy investitsiyalar eng katta tashqi moliya manbai bo'lib qolmoqda. Bu rivojlanayotgan mamlakatlardagi jami moliyalashning 39 foizini guruh sifatida tashkil etadi, ammo 2012 yildan buyon kamayib borayotgan tendensiyaga ega bo'lgan mintaqalarda chorakdan kamroqdir. Xalqaro ishlab chiqarishni kengaytirish darajasi sekinlashmoqda. xalqaro ishlab chiqarish va transmilliy ishlab chiqarish omillari moddiy va nomoddiy shakllarga bosqichma-bosqich o'tish jarayoni

amalga oshirilmnoqda. Bu rivojlanayotgan mamlakatlarning ishlab chiqarish istiqbollariga salbiy ta'sir ko'rsatishi mumkin.



11.1-rasm. Global investitsiyalar harakati

Rivojlanayotgan davlatlarga to'g'ridan-to'g'ri xorijiy investitsiyalar oqimlari 2017-yilda 2016 yilga qaraganda 10 foizga pasayishi kuzatilib, 671 milliard dollarni tashkil etdi. Afrika davlatlariga to'g'ridan-to'g'ri xorijiy investitsiyalar

oqimlari 2016 yilga qaraganda 21 foizga kamayib, 42 milliard dollarga yetdi. Bu tendensiya rivojlanayotgan Osiy davlatlarida yuqori darajada o‘shishni qady etib, 478 milliard dollarga yetdi. Region dunyo bo‘yicha eng ko‘p investitsiyalar qabul qiluvchi hududga kiradi. Lotin Amerikasi va Karib davlatlariga to‘g‘ridan-to‘g‘ri xorijiy investitsiyalarning ulushi 8 foizga oshib, 151 milliard dollarni tashkil etdi. Iqtisodiy qoloq va nochor mamalatlarga to‘g‘ridan-to‘g‘ri xorijiy investitsiyalar 17 foizga kamayib, 26 milliard bo‘ldi. Dengizga chiqsh imkoniyati bo‘lmagan (landlocked) davlatlarga investetsiya oqimlar biroz o‘shish(3%) kuzatilib, 23 milliardga yetdi.

11.2. Xalqaro infrastruktura investitsiyalari

Insoniyatning har kuni mavjudligini ta‘minlaydigan yo‘llar, binolar, aloqa tizimlari va boshqa narsalardan biz foydalanamiz. Lekin bularning barchasi davlat uchun juda qimmatga tushishi mumkinligi haqida o‘ylaymizmi?! Odatda, biz o‘zimizga bunday savollar bermaymiz, chunki biz infratuzilmani beminnat berilgan narsa va tekin deb bilamiz. Agar raqamlarga va prognoz ko‘rsatkichlarga e‘tibor qaratadigan bo‘lsak dunyo mamlakatlari aynan mana shu tarmoqqa juda katta e‘tibor qaratayotganligigaa guvoh bo‘lamiz. (11.3-jadval)

11.3-jadval.

Dunyo mamlakatlarining infrastruktura uchun investitsiyalari dinamikasi, trillion dollarda⁴⁶

Mintaqalar	2018	2025	2030	2035	2040
Dunyo bo‘yicha	2,6	2,9	3,2	3,5	3,7
<i>shundan:</i>					
Osiyo	1,5	1,7	1,9	2,1	2,3
Shimoliy va Janubiy	0,5	0,5	0,6	0,6	0,6

⁴⁶ «Natsionalniy Tsentr GChP», «Prosto i chestno ob investitsiyax v infrastrukturu i gosudarstvenno-chastnom partnerstve v Rossii» analitichiskey obzor, Moskva, 2019.

Amerika					
Yevropa	0,5	0,5	0,5	0,6	0,6
Afrika	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2

Infrastrukturani rivojlantirish istiqbollarini belgilash hududlar va mamlakatning ijtimoiy - maqomini, turmush darajasini va atrof-muhit ahvolini tahlil qilish uchun to'g'ri va aniq yondashuvni namoyon qiladi. Shuningdek, infratuzilmaning holati va ularning jamiyatga ta'siri, ijtimoiy-iqtisodiy tuzilishi va rivojlanish asoslarini ko'rsatib beradi. Infratuzilmaga investitsiyalar iqtisodiy va ijtimoiy rivojlanishning qoq markazida turadi. Ular bugungi kunning deyarli barcha sohalarida iqtisodiy faoliyat asoslarini ta'minlaydilar⁴⁷.

Dunyo amaliyotida, ayniqsa, rivojlangan davlatlarda infratuzilmaga investitsiyalarini xususiy sektor ishtirokida amalga oshirish yaxshi an'anaga aylangan. Xususan, Dunyo mamlakatlari 2018 yilda infrastrukturaga 2.6 trillion dollar investitsiya sarfladilar. Bu ko'rsatkich esa 2040-yilga borib 42 foizga o'sib, 3.7 trillion dollarga yetishi kutilmoqda. (11.3-jadval)

The Global Infrastructure Hub tashkiloti tomonidan olib borilgan tadqiqotlarga dunyo bo'yicha buncha Infrstruktura uchun katta mablag' sarflanayotganligiga qaramasdan, bugunga kelib dunyoda bevosita infrastruktura uchun mablag'larning yetishmovchiligi mavjuddir. Xususan, bu ko'rsatkich 2019 yilda dunyo bo'yicha 427 milliard dollarni tashkil etadi. 2040 yilgacha esa butun dunyo uchun qilinishi nazarda tutilgan investitsiyalardan tashqari yana 14 trillion dollar mablag'ga ehtiyoj bo'lishi kutilmoqda.

11.4-jadval

Infrastrukturaning asosiy tarmoqlariga global investitsiyalar hajmi, mlrd. dollarda

Infrastruktura tarmoqlari	2018	Jamiga nisbatan	2030	2040

⁴⁷ Nurse R. 1953, Problems of capital formulation in developing countries, Basil Blackwell, Oxford, UK.

		foizda		
Transport sohasiga	1292,8	49,6%	1664,2	1943,7
Energetika	850,3	32,6%	1060,5	1232,8
Axborot-kommunikatsiya sohasiga	273,6	10,5%	319,1	359,2
Suv va suv ta'minoti	188,8	7,2%	236,4	277,1
Jami:	2605,5	100%	3280,20	3812,80

Dunyo malakatlarining infrastrukturasi asosiy tarmoqlari kesimda 2.6 trln. dollar investitsiyalar sarflangan bo'lsa, ulardan 49.6 foizi (1292.8 mlrd. dollar) bevosita transport sohasiga yo'naltirilgan investitsiyalardir. Shu qatorda energetika, axborot-kommunikatsiyalar tarmog'iga va suv ta'minoti tizimiga mos ravishda 32.6%, 10.5% va 7.2 % ini yoki 1312.7 mlrd. dollarni tashkil etmoqda. Rivojlangan va rivojlanayotgan mamlakatlarning infrastruktura bozorlarni tadqiq etuvchi The Global Infrastructure Hub tashkiloti tomonidan olib borilgan tadqiqotlarga ko'ra 2030 yilga borib infrastrukturaga investitsiyalar hajmi 2018 yilga qaraganda 26 foizga ko'proq yoki 3.3 trln. dollar malag'lar yo'naltirilishi aytilmoqda. Yoki 2040 yilda bu ko'rsatkich 3.813 trln. dollarga chiqishi prognoz qilinmoqda (11.4-jadval).

The Global Infrastructure Hub xalqaro tashkilotining bosh maqsadi - davlat va xususiy sektor o'rtasidagi uzulishlarda bog'lovchi vazifasini bajarish va xususiy sektorning infrastrukturadagi ulushini ko'paytirishga yordam berish, hukumatlar uchun zarur bo'lgan ijtimoiy infratuzilmani moliyalashtirish uchun milliardlab dollar miqdoridagi xususiy investitsiyalarni ochishga yordam berish, samarali iqtisodiyotni yaratish va yashash uchun qulay va rivojlangan shaharlarni yaratishga ko'maklashishdir. Tashkilot tomonidan olib boriladigan tadqiqotlarda dunyo mamlakatlarining infrastrukturasi yo'naltirilayotgan investitsiyalar va keyingi davrlar uchun kerak bo'ladigan mablag'larning prognoz ko'rsatkichlarini e'lon qilib bormoqda.

Yuqori sifatli infratuzilma uchun investitsiyalash mamlakatda yirik iqtisodiy o'sishga ish o'rinlarini yaratish va soliqqa tortiladigan daromadlarning ko'paytirilishga ijobiy ta'sir ko'rsatadi. Ushbu jarayonlar ilgari e'tirof etilmadi, ammo Osiyo Taraqqiyot Banki tadqiqot instituti (ADBI) kabi tashkilotlar sifat infratuzilmasi yaratish orqali erishiladigan ijobiy natijalarni aniqlash uchun tadqiqot ishi olib bordilar. O'zbekistonda Toshguzar-Boysun-Qumqo'rg'on temir yo'l liniyasining ochilish loyihasi natijasida hudud uchun yalpi ichki mahsulotning o'sish sur'ati 2 foizga, sanoatda 5 foiz, xizmatlar sohasida 7 foiz ko'rsatkichni tashkil qildi⁴⁸.

Nazorat savollari

- 1.Xalqaro investitsiyalar bozori asosiy yo'nalishlari
- 2.Xalqaro investitsiyalar oqimlari
- 3.Moliyaviy inqirozlarning investitsiyalar oqimiga ta'siri
- 4.Birlashishlar va qo'shib olishlar bo'yicha investitsiyalar
- 5.Infratuzilma loyihalariga investitsiyalar
- 6.Rivojlanayotgan davlatlarga investitsiya oqimlari
- 7.Global investitsiyalar harakati
- 8.Xalqaro investitsiyalar bozorida daromadlilik

⁴⁸ Daniel F. R. Quality Infrastructure: Ensuring Sustainable Economic Growth . the Center for Strategic and International Studies (CSIS). January 2017

XII BOB. XALQARO SUG‘URTA BOZORI

12.1. Jahon iqtisodiyotida sug‘urta faoliyatining roli va uning makroiqtisodiy ko‘rsatkichlarga tasiri

Bugungi kunda xalqaro tajribaga asoslangan holda aytish mumkinki, sug‘urta bozori milliy iqtisodiyotda moliya bozorining shakllanishida, mamlakatdagi investitsiya muhitini yaxshilashda, umuman, milliy iqtisodiyotni rivojlantirishda katta yordam beradi. Iqtisodiy va moliyaviy barqarorlikni oshirish sug‘urtaning asosiy afzalliklaridan biri hisoblanadi. Germaniya, Angliya, Fransiya, Shveysariya kabi rivojlangan mamlakatlar amaliyotiga e‘tibor qaratsa, sug‘urta sohasi iqtisodiyotning muhim qismiga aylanganligiga guvoh bo‘lishimiz mumkin. Shuni ta‘kidlash lozimki, bir tomondan, sug‘urta faoliyati mamlakat YaIMni oshirishga yordam bersa, boshqa tomondan, sug‘urta sohasi iqtisodiyotda bandlikni oshirishda muhim ahamiyat kasb etadi.

Jahon iqtisodiyotida sug‘urtaning ahamiyatini bir qancha jihatlar bilan ko‘rsatishimiz mumkin. Avvalo, sug‘urtalash moliyaviy xavfsizlikni ta‘minlaydi. Sug‘urta har doim moliyaviy yordam ko‘rsatadi hamda iqtisodiy va ijtimoiy hayotdagi risklarni kamaytiradi.

Sug‘urta kompaniyalari moliyaviy resurs vazifasini bajaradi. Kutilmagan holatlar va favqulodda vaziyatlardan zararni bartaraf etish maqsadida tashkil etilgan maqsadli moliya fondlari sug‘urtaning moliyaviy resurs sifatida baholanishiga imkon beradi. Iqtisodiyotda sug‘urta kompaniyalari sug‘urta mukofotlarini yig‘ish orqali moliyaviy resurslarni yaratadi. Ushbu mablag‘lar davlat qimmatli qog‘ozlari va aksiyalariga yo‘naltirilishi mumkin. Ushbu jarayon har bir mamlakatda moliya bozorining rivojlanish darajasini oshiradi.

Ta‘kidlash joizki, sug‘urta zamonaviy iqtisodiy munosabatlarning muhim elementi hisoblanadi. Bu iqtisodiyotda muayyan funksiyalarni bajaradigan moliyaviy munosabatlarni o‘z ichiga oladi. Jamiyatda sug‘urta makroiqtisodiy

ko'rsatkichlarga ijobiy ta'sir ko'rsatishi orqali muhim rol o'ynaydi (12.1-rasm). Xususan, sug'urta quyidagi makroiqtisodiy ko'rsatkichlarga ta'sir ko'rsatadi:

1.Sug'urta faoliyatining iqtisodiyotda bandlikka ta'siri.

Iqtisodiyotdagi asosiy muammolardan biri ishsizlikdir. Bugungi kunda ko'plab davlatlar bu muammolardan aziyat chekmoqda. Odatda rivojlanayotgan mamlakatlarda ishsizlar soni ortib bormoqda. Biroq, sug'urta tizimi bu muammoni iqtisodiyotda hal qilishga yordam beradi. Shunday qilib, sug'urta kompaniyalari yangi ishchilarni yollash bilan bandlikni oshirishni ta'minlaydi. Ma'lumki, AXA, Lloyds, Allianz, AIG kabi nufuzli sug'urta kompaniyalari rivojlangan va rivojlanayotgan mamlakatlarda katta filiallarga ega. Ushbu sug'urta kompaniyalarida turli mamlakatlarning ko'plab xodimlari ishlaydi. Bu jarayon iqtisodiyotda bandlikni ta'minlaydi.

2.Sug'urta faoliyatining YaIMga ta'siri.

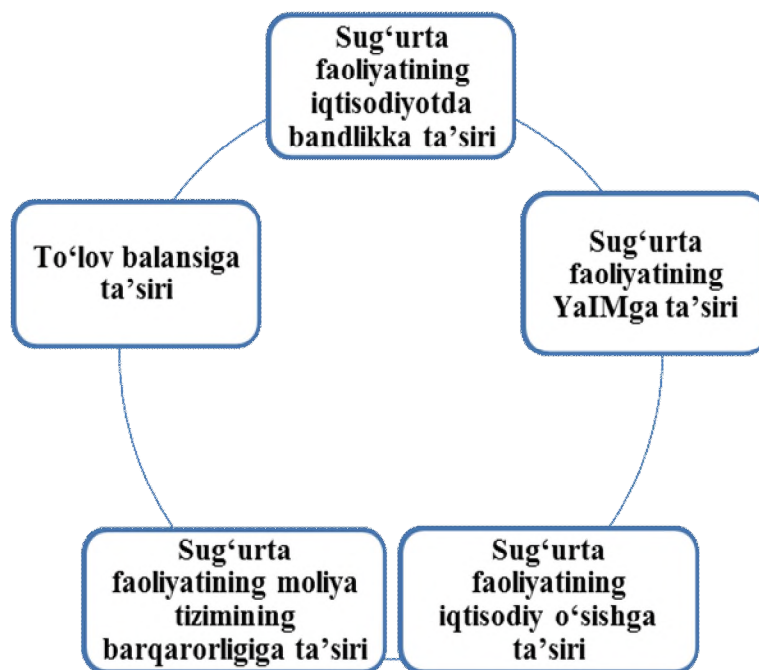
Har bir mamlakatning asosiy makroiqtisodiy ko'rsatkichlaridan biri yalpi ichki mahsulot (YaIM) hisoblanadi. Ko'p makroiqtisodiy ko'rsatkichlar, odatda, rentabellikni belgilovchi omil sifatida qaraladi. Har bir mamlakatning rivojlanish darajasi YaIM hajmi bilan o'lchanadi. Zamonaviy davrda sug'urta kompaniyalari odamlarga turli xil sug'urta mahsulotlarini taklif qilishadi. Odamlar ushbu sug'urta mahsulotlaridan foydalanganlarida sug'urta kompaniyalariga sug'urta mukofotlarini to'laydi. Sug'urta kompaniyalari ushbu mukofotlardan iqtisodiyotning moliyaviy va investitsion faoliyatida foydalanadilar, ya'ni bu jarayon iqtisodiyotda YaIMni ko'paytiradi.

3.Sug'urta faoliyatining iqtisodiy o'sishga ta'siri.

Sug'urta sektori iqtisodiy o'sishga, samarali resurslarni taqsimlashga, tranzaksion xarajatlarni kamaytirishga, likvidlikni yaratishga, investitsiya faoliyatini kengaytirishga yordam beradi. Sug'urta, shuningdek, xizmat ko'rsatish, qishloq xo'jaligi va iqtisodiyotning sanoat sektorini rivojlantirishda muhim hisoblanadi.

4.Sug'urta faoliyatining moliya tizimining barqarorligiga ta'siri.

Sug'urta sohasi xizmat ko'rsatishning asosiy sohalaridan biridir. Sug'urta kompaniyalari moliya tizimining asosiy qismi hisoblanadi. Bundan tashqari, sug'urta kompaniyalari davlat byudjetini shakllantirishda katta rol o'ynaydi, chunki xalqaro amaliyotda ular davlatning yirik soliq to'lovchilaridir. Shu sababli sug'urta sektori soliq va moliya tizimining barqarorligini ta'minlashda katta ahamiyatga ega.



12.1-rasm. Sug'urta faoliyatining makroiqtisodiy ko'rsatkichlarga ta'siri⁴⁹

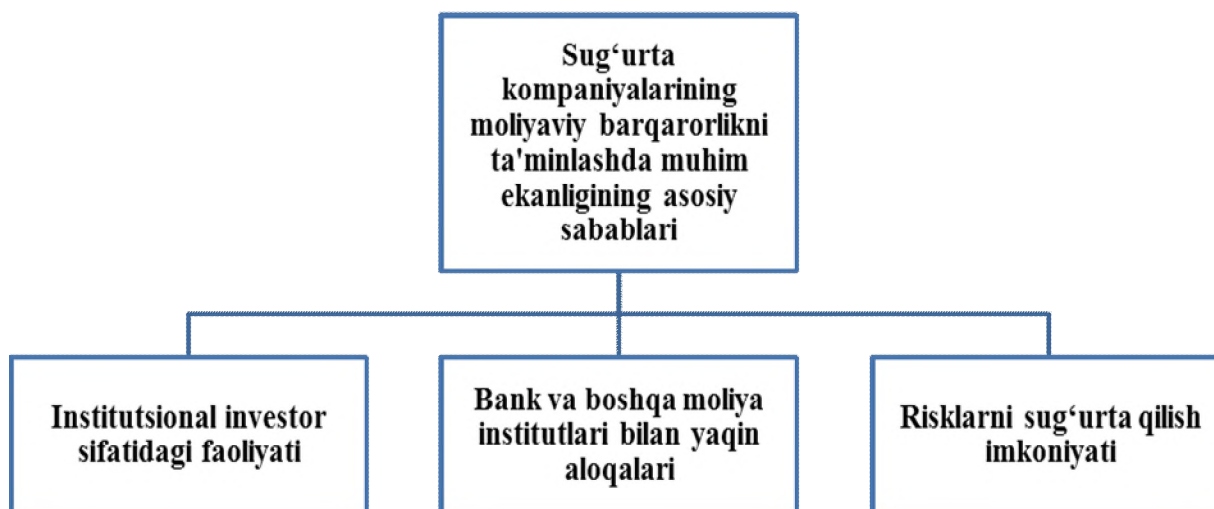
5.To'lov balansiga ta'siri.

Sug'urta faoliyati mamlakatning to'lov balansiga ijobiy ta'sir ko'rsatadi. Masalan, bitta sug'urta kompaniyasi katta riskni sug'urtalaganda ushbu kompaniya boshqa bir sug'urta kompaniyasiga risklarning bir qismini taqsimlaydi, ya'ni qayta sug'urtalash jarayoni amalga oshiriladi. Qayta sug'urtalash sug'urta kompaniyalari da'vo qiluvchilarga to'laydigan miqdorlarning bir qismini yoki barchasini qaytarib olish orqali o'z risklarini qoplash imkonini beradi. Sug'urta kompaniyasi qayta sug'urtalash jarayonida boshqa davlatda joylashgan xorijiy sug'urta kompaniyalari

⁴⁹ The Role of Insurance in the World Economy and Its Effect to Macroeconomic Indicators. www.euroasia-science.ru - Euroasian Union of Scientists rasmiy veb-sayti; <https://euroasia-science.ru/ekonomicheskije-nauki/the-role-of-insurance-in-the-world-economy-and-its-effect-to-macroeconomic-indicators/>

uchun riskni taqsimlashi mumkin. Bunday qayta sug'urta mamlakatning savdo operatsiyalariga ijobiy ta'sir ko'rsatadi. Bu orqali sug'urta mamlakatning to'lov balansining oshib borishini ta'minlaydi.

Yuqorida sanab o'tilgan jihatlarni inobatga olgan holda aytishimiz mumkinki, xalqaro sug'urta bozorini o'rganish muhim ahamiyat kasb etadi va sug'urta sohasining milliy iqtisodiyotdagi o'rnini belgilab beradi.



12.2-rasm. Sug'urta kompaniyalarining moliyaviy barqarorlikni ta'minlashda muhim ekanligining asosiy sabablari⁵⁰

Sug'urta kompaniyalari mamlakat iqtisodiyotida moliyaviy barqarorlikni ta'minlashda muhim ekanligining bir qancha sabablari mavjud (12.2-rasm). Xususan, sug'urta kompaniyalari institutsional investorlar sifatida katta investitsiya loyihalarida faol ishtirok etadi hamda moliya bozorlarida emitent va investor sifatida faol ishtirok etadi. Shuningdek, sug'urta kompaniyalari banklar va boshqa moliya institutlari bilan yaqin aloqalari mavjud, bu esa sug'urta kompaniyalarining moliyaviy barqarorligi ta'minlanmasa, iqtisodiyotda tizimli muammolarni keltirib chiqishi mumkinligini anglatadi. Qolaversa, sug'urta kompaniyalarida risklarni kamaytirish va taqsimlash imkoni mavjud.

⁵⁰ The Importance of Insurance Companies for Financial Stability. // ECB, Financial Stability Review December, 2009 asosida muallif tomonidan shakllantirilgan; https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/fsr/art/ecb.fsrart200912en_05.pdf?d92c521966d4230d00f941821cb4e1cc#:~:tex t=Insurance%20companies%20can%20be%20important,firms%20by%20insuring%20their%20risks

12.2. Xalqaro sug'urta bozorida islom sug'urtasi – takafulning qo'llanilishining o'ziga xos xususiyatlari

Xalqaro sug'urta bozorida sug'urta sohasini rivojlantirish, sug'urta kompaniyalarining moliyaviy barqarorligini ta'minlash va sug'urta kompaniyalarining kapitalini oshirishga yordam beruvchi yana bir mexanizm sifatida islom sug'urtasi – takaful ham keng qo'llanilmoqda. Oxirgi yillarda aksariyat mamlakatlarda sug'urta sektori mamlakatning infratuzilma va iqtisodiy o'sishida tobora muhim rol o'ynamoqda. Shunga qaramay, aksariyat musulmon mamlakatlarida sug'urta darajasi (sug'urta mukofotlarining YaIMga nisbati) pastligicha qolmoqda. Bu, asosan, musulmon mamlakatlarda madaniy cheklovlar va daromadlarning notekis taqsimlanishi tufayli sug'urtaga ehtiyojning ancha pastligi bilan bog'liq. Shu sababli takaful nafaqat musulmon mamlakatlarda, balki dunyoning aksariyat boshqa mamlakatlarida ham sug'urta sohasini rivojlantirish va sug'urta kompaniyalarining moliyaviy barqarorligini ta'minlashda muhim ahamiyat kasb etmoqda.

12.1-jadval

Islom moliyaviy xizmatlar sohasida (IFSI) mintaqalar bo'yicha takaful hajmi (2019)⁵¹

№	Mintaqalar	Hajmi (mlrd. AQSh dollari)
1.	GCC davlatlari (Bahrain, Quvayt, Ummon, Qatar, Saudiya Arabistoni, BAA)	11,7
2.	O'rta Sharq va Janubiy Osiyo	11,36
3.	Janubiy-sharqiy Osiyo	3,02
4.	Afrika	0,55
5.	Boshqalar	0,44

Islom moliyasida takafulning qo'llanilishi mintaqalar kesimida tahlil qilinsa, eng yuqori natijalar aholisining aksariyat qismi musulmon bo'lgan mintaqalarga to'g'ri kelmoqda (GCC davlatlari hamda O'rta Sharq va Janubiy Osiyo). G'arb davlatlarida esa bu ko'rsatkich past ekanligini ko'rishimiz mumkin (12.1-jadval).

⁵¹ www.statista.com – Statistika ma'lumotlar taqdim etuvchi xalqaro veb-sayt ma'lumotlari; <https://www.statista.com/statistics/1098659/worldwide-distribution-of-the-takaful-contributions-of-the-global-ifsiby-region/>

**2009-2018-yillarda xorijiy mamlakatlarda takafulning
asosiy ko'rsatkichlari⁵²**

Mamlakat nomi	Takafulning sug'urta bozordagi ulushi (2017)	Aholi jon boshiga takaful sug'urta mukofoti ulushi (AQSh dollari)				YaIM tarkibida takaful sug'urta mukofotining ulushi (foizda)			
		2009	2018	2009–2018 yillarda o'rtacha yillik ko'rsatkichi	Yillik o'zgarish	2009	2018	2009–2018 yillarda o'rtacha yillik ko'rsatkichi	Yillik o'zgarish
Bahrayn	26%	452.6	520	514.75	0.0200	2.33	1.83	2.13	-0.0339
Indoneziya	4%	35.2	76	62.13	0.1169	1.46	1.95	1.78	0.0422
Iordaniya	7.5%	74.7	92	83.59	0.0294	2.13	2.06	2.08	-0.0048
Malayziya	18.1%	390.9	518	493.48	0.0412	4.91	4.77	4.91	-0.0041
Pokiston	5%	6.2	13	10.13	0.1128	0.64	0.93	0.78	0.0548
Turkiya	2% dan kam	109.6	128	141.42	0.0218	1.22	1.33	1.30	0.0124
BAA	9%	724.4	1305	982.14	0.0877	2.13	2.92	2.42	0.0461

Dunyo mamlakatlarida takaful ko'rsatkichlari tahlil qilinsa, takaful bozorining ulushi ikki mamlakatda - Bahrayn (26%) va Malayziya (18.1%) da 2017-yilda 10%dan ortiq natijaga erishdi. Turkiya va Indoneziya davlatlarining takaful bo'yicha sug'urta bozoridagi ulushi eng past ko'rsatkichlarni qayd etganligini qayd etimiz lozim (12.2-jadval). Sug'urtalash uchun eng ko'p mablag' sarflanadigan mamlakatlar Birlashgan Arab Amirliklari, Bahrayn va Malayziya bo'lib, o'rtacha har bir aholisi uchun 2018-yilda o'rtacha 1305, 520 va 518 AQSh dollarini tashkil etdi.

Aholi jon boshiga nisbatan takaful sug'urta mukofotining ulushining yillik o'zgarishi tahlil qilinsa, Indoneziya (0.1169) eng yuqori natijani, Bahrayn (0.02) esa eng past natijani ko'rsatganligini kuzatish mumkin. Shuningdek, **YaIM tarkibida takaful sug'urta mukofotining ulushi bo'yicha yillik o'zgarish** Bahrayn (-0.0339%), Iordaniya (-0.0048%) va Malayziya (-0.0041%)

⁵² Maria Rubio-Misas. Ownership structure and financial stability: Evidence from Takaful and conventional insurance firms. // Pacific-Basin Finance Journal, Volume 62, September 2020, 101355. – P. 16; <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0927538X20300433>

mamlakatlarda salbiy natijani, Pokistonda esa 0.0548 % bilan eng yuqori ko'rsatkichni qayd etgan.

12.3-jadval

Takaful va an'anaviy sug'urta (mulkiy va o'zaro sug'urta)ning muhim jihatlari⁵³

No	Ko'rsatkich	An'anaviy sug'urta (mulkiy sug'urta)	An'anaviy sug'urta (birgalikda sug'urta)	Takaful
1.	Shartnoma	<ul style="list-style-type: none"> Sug'urtalanuvchi va sug'urta kompaniyasi o'rtasidagi shartnoma (sotish va sotib olishni aks ettiradi) 	<ul style="list-style-type: none"> Bir nechta sug'urta kompaniyalari vakillari sifatida sug'urtalovchilar va sug'urtalanuvchi o'rtasidagi risklarni taqsimlash shartnomasi 	<ul style="list-style-type: none"> Takaful vakili sifatida sug'urtalangan shaxs bilan sug'urtalovchi o'rtasida tabarru shartnomasi (xayr-ehson) va foydani taqsimlash shartnomasini o'zida aks ettiruvchi shartnoma
2.	Sug'urtalanuvchilar / ishtirokchilarning javobgarligi	<ul style="list-style-type: none"> sug'urtalanuvchilar sug'urtalovchiga mukofot puli to'laydi. 	<ul style="list-style-type: none"> Sug'urtalanuvchilar sug'urta mukofotlari ko'rinishida birgalikda sug'urtalagan sug'urta kompaniyalariga sug'urta mukofotlari to'laydilar. Har qanday foyda sug'urtalovchilarga tegishli bo'lib, ular har qanday zarar uchun ham javobgar hisoblanadi. Yillik foyda, odatda, sug'urta zaxiralarida saqlanib qoladi, ulardan har qanday yillik zarar qoplanadi. 	<ul style="list-style-type: none"> Ishirokchilar loyihaga o'z hissalarini qo'shadilar. Har qanday sug'urta faoliyatidan foyda sug'urtalovchilarga tegishli bo'lib, ular ham har qanday zarar uchun javobgardir. Ba'zi takafullarda sug'urtalovchi Mudaraba shartnomasi bo'yicha sug'urtani boshqaradi va Mudarib to'lovini sug'urta foydasiga qo'shadi.
3.	Sug'urtalovchining / operatorning javobgarligi	<ul style="list-style-type: none"> Kompaniya siyosati bo'yicha sug'urtalovchi sug'urta zaxiralari fondi yoki aksiyadorlar mablag'laridan foydalangan holda tashkil etiladigan fondning hisobidan sug'urta da'volarini to'lashi shart. 	<ul style="list-style-type: none"> Kompaniya siyosati bo'yicha sug'urta zaxiralari fondidan foydalangan holda sug'urta da'volarni to'lashi shart. 	<ul style="list-style-type: none"> Takaful operatori loyiha boshqaruvchisi sifatida ishlaydi va takaful foydasini takaful fondidan to'laydi.

Takaful islom sug'urtasi sifatida sug'urta kompaniyalarining moliyaviy imkoniyatlarini kengaytirish, ularning moliyaviy barqarorligini ta'minlashda samarali mexanizm sifatida qo'llanilmoqda. Bugungi kunda takaful va an'anaviy sug'urtaning bir qancha o'xshash va farqli jihatlari mavjud. Bunda sug'urtalanuvchi va sug'urta kompaniyasi o'rtasidagi shartnomalar, sug'urtalanuvchilarning javobgarligi, sug'urtalovchilarning majburiyatlari kabilar shular jumlasidan hisoblanadi (12.3-jadval).

⁵³ Issues in Regulation and Supervision of Takaful (Islamic Insurance). // Islamic Financial Services Board and International Association of Insurance Supervisors. August 2006. – P.16; <https://www.iaisweb.org/page/supervisory-material/issues-papers/file/34274/issues-in-regulation-and-supervision-of-takaful-islamic-insurance-august-2006/#>

12.3. Xalqaro sug'urta bozorida sug'urta faoliyati tahlili

Xalqaro moliya bozorida sug'urta sektoriga e'tibor qaratilsa, so'nggi yillarda ushbu sektorda o'zgaruvchan tendensiyalar ko'zga tashlanadi. Hayot sug'urtasi bo'yicha yalpi sug'urta qoplamalarining eng katta o'sishi Rossiya (80,2%), Fransiya (73,3%), Latviya (56,9%) va Finlyandiyada (53,5%) qayd etilgan. Portugaliya, Polsha va Buyuk Britaniya 2019-yilda bu ko'rsatkich eng past natijani qayd etdi (mos ravishda -14,7%, -21,7% va -22,7%) (12.4-jadval).

12.4-jadval

Yalpi sug'urta qoplamalarining yillik o'zgarish darajasi (2019)⁵⁴

№	Hayot sug'urtasi bo'yicha		Hayot sug'urtasidan boshqa turdagi sug'urtalar bo'yicha	
	Mamlakatlar	O'zgarish darajasi	Mamlakatlar	O'zgarish darajasi
1.	Rossiya	80,2	Lyuksemburg	100%dan ortiq
2.	Fransiya	73,3	Irlandiya	29,8
3.	Latviya	56,9	Belgiya	26,5
4.	Finlandiya	53,5	Latviya	25,4
5.	Germaniya	5,6	Buyuk Britaniya	21,7
6.	Italiya	3,5	Hindiston	21,2
7.	AQSh	1,8	Chexiya	12,5
8.	Yaponiya	1,8	Avstraliya	7,9
9.	Ispaniya	1,1	Shvetsiya	5,1
10.	Belgiya	-1,3	AQSh	4,9
11.	Daniya	-1,4	Italiya	4,8
12.	Chexiya	-3,5	Shveysariya	4,4
13.	Niderlandiya	-3,9	Polsha	4,2
14.	Bolgariya	-5,4	Fransiya	3,6
15.	Shvetsiya	-7,2	Germaniya	3,5
16.	Irlandiya	-7,3	Portugaliya	2,0
17.	Avstraliya	-9,2	Ispaniya	1,4
18.	Portugaliya	-14,7	Daniya	1,1
19.	Polsha	-21,7	Rossiya	-5,1
20.	Buyuk Britaniya	-22,7	Yaponiya	-5,9

Shuningdek, hayot sug'urtasidan boshqa turdagi sug'urtalar bo'yicha yalpi sug'urta qoplamalarining yillik o'sishiga e'tibor qaratilsa, Lyuksemburg 100 foizdan ortiq natijani qayd etgan holda eng yuqori natijani qayd etgan. Irlandiya,

⁵⁴ Global Insurance Market Trends 2020.// Iqtisodiy Hamkorlik va Taraqqiyot Tashkiloti (OECD) hisoboti ma'lumotlari, www.oecd.org; <https://www.oecd.org/daf/fin/insurance/Global-Insurance-Market-Trends-2020.pdf>

Belgiya va Latviya kabi mamlakatlarda ham ushbu ko'rsatkich yuqori ekanligini ko'rishimiz mumkin. Rossiya (-5,1) va Yaponiya (-5,9)da hayot sug'urtasidan boshqa turdagi sug'urtalar bo'yicha yalpi sug'urta qoplamalari darajasi pasaygan. Mamlakatda sug'urta kompaniyalari tomonidan ajratiladigan sug'urta qoplamalarining pasayishi, odatda, o'sha mamlakatda sug'urta hodisalarining kamayishi yoki sug'urta kompaniyalari tomonidan sug'urta hodisalari bo'yicha da'volarning kam qanoatlantirilishi bilan bog'liq bo'ladi.

12.5-jadval

Hayot sug'urtasi va hayot sug'urtasidan boshqa turdagi sug'urtalar bo'yicha yalpi sug'urta mukofotlarining yillik real o'zgarish darajasi (foizda), 2019⁵⁵

№	Mamlakatlar	Mamlakat kodi	Hayot sug'urtasi bo'yicha jami	Hayot sug'urtasidan boshqa turdagi sug'urtalar bo'yicha jami
1.	Avstraliya	AUS	-23,0	3,6
2.	Portugaliya	PRT	-13,5	8,1
3.	Rossiya	RUS	-11,9	1,6
4.	Chexiya	CZE	-8,6	12,2
5.	Polsha	POL	-7,9	2,4
6.	Yaponiya	JPN	-7,5	2,6
7.	Ispaniya	ESP	-6,1	2,5
8.	Buyuk Britaniya	GBR	-4,4	-14,9
9.	Avstriya	AUT	-3,9	2,5
10.	Indoneziya	IDN	-2,5	8,9
11.	Bolgariya	BGR	-0,7	13,1
12.	Shveysariya	CHE	0,5	1,5
13.	Daniya	DNK	0,6	-2,3
14.	Niderlandiya	NLD	0,9	0,9
15.	Singapur	SGP	1,0	-9,6
16.	Irlandiya	IRL	2,9	16,6
17.	Fransiya	FRA	2,0	1,8
18.	Belgiya	BEL	3,0	3,8
19.	Italiya	ITA	3,2	1,7
20.	Vengriya	HUN	4,0	13,0
21.	AQSh	USA	4,1	3,8
22.	Islandiya	ISL	4,4	4,2
23.	Kosta Rika	CRI	5,4	6,6
24.	Litva	LTU	6,0	4,4
25.	Shvetsiya	SWE	6,1	6,6
26.	Estoniya	EST	6,7	3,8
27.	Norvegiya	NOR	7,3	6,9
28.	Kolumbiya	COL	7,9	5,5
29.	Meksiya	MEX	8,3	7,5

⁵⁵ Global Insurance Market Trends 2020// Iqtisodiy Hamkorlik va Taraqqiyot Tashkiloti (OECD) hisoboti ma'lumotlari, www.oecd.org; <https://www.oecd.org/daf/fin/insurance/Global-Insurance-Market-Trends-2020.pdf>

30.	Peru	PER	8,6	6,7
31.	Gretsiya	GRC	9,0	2,9
32.	Germaniya	DEU	9,7	2,6
33.	Braziliya	BRA	10,5	-2,7
34.	Malayziya	MYS	11,0	1,0
35.	Lyuksemburg	LUX	11,7	22,5
36.	Misr	EGY	15,1	-4,6
37.	Urugvay	URY	22,2	2,0
38.	Finlandiya	FIN	36,7	0,2
39.	Turkiya	TUR	42,7	4,1
40.	Latviya	LVA	53,7	0,7

Xalqaro sug'urta bozorida 2019-yilda hayot sug'urtasi va hayot sug'urtasidan boshqa turdagi sug'urtalar bo'yicha yalpi sug'urta mukofotlarining yillik o'zgarish darajasi turlicha bo'lganligini ko'rish mumkin (12.5-jadval). Avstraliya, Portugaliya, Rossiya kabi davlatlarda hayot sug'urtasi bo'yicha bu o'zgarish salbiy natijani qayd etgan (mos ravishda -23,0, -13,5 va -11,9) bo'lsa, ikkinchi guruh sug'urta turlari bo'yicha ushbu davlatlar ijobiy natijaga erishgan.

12.6-jadval

Mamlakatlar kesimida sug'urta kompaniyalari aktivlarining investitsiya sifatida joylashtirilishi, 2019 (foizda)⁵⁶

№	Mamlakatlar	Obligatsiyalar	Davlat obligatsiyalari	Korporativ obligatsiyalar	Xususiy kapital	Depozit	Yer va bnolar	Kollektiv moliyalashtirish	Boshqalar
1.	Urugvay		77,1	11,4	0,2	11,0	0,3	0,0	0,1
2.	Litva		65,1	16,0	3,1	3,1	0,0	9,6	3,2
3.	Slovakiya		43,8	37,1	0,0	5,1	4,5	4,6	4,9
4.	Bolgariya		68,9	11,9	0,3	4,4	3,1	10,7	0,6
5.	Ispaniya		59,5	19,6	5,3	5,6	3,7	3,4	2,9
6.	Estoniya		39,5	38,1	0,3	7,7	0,0	5,4	9,0
7.	Kosta Rika		60,4	7,4	3,6	6,2	0,0	1,2	21,2
8.	Vengriya		74,4	2,2	2,3	4,6	3,8	7,3	5,4
9.	Gretsiya		52,9	21,8	0,8	4,9	5,3	10,2	4,0
10.	Paragvay		5,7	68,7	1,9	18,3	5,2	0,0	0,2
11.	Sloveniya		42,3	30,7	11,7	3,0	4,6	7,0	0,7
12.	Peru		20,6	52,2	4,3	5,3	6,9	5,2	5,5
13.	Bermuda		64,6	6,2	22,0	3,3	1,0	0,0	2,9
14.	Belgiya		50,5	20,2	5,7	2,4	3,2	4,3	13,8

⁵⁶ Global Insurance Market Trends 2020// Iqtisodiy Hamkorlik va Taraqqiyot Tashkiloti (OECD) hisoboti ma'lumotlari, www.oecd.org; <https://www.oecd.org/daf/fin/insurance/Global-Insurance-Market-Trends-2020.pdf>

15.	Singapur	69,5			15,8	1,8	2,1	8,8	2,0
16.	Chexiya		51,8	17,5	11,1	5,4	2,3	7,3	4,7
17.	Italiya		47,7	20,3	10,4	0,9	1,0	..	19,6
18.	Portugaliya		34,8	31,5	15,2	7,7	0,8	8,8	1,1
19.	Fransiya		34,3	31,5	7,4	1,9	1,3	18,9	4,7
20.	Meksika		39,0	26,1	1,5	0,8	1,4	22,3	8,8
21.	Isroil		48,0	14,0	3,2	7,5	5,2	2,1	20,1
22.	Latviya		53,4	6,6	0,0	8,8	0,0	30,7	0,6
23.	Gvatemala		54,1	3,2	2,0	23,5	5,5	..	11,8
24.	Ekvador		19,3	36,3	3,0	4,2	17,6	0,0	19,5
25.	Buyuk Britaniya		14,7	39,4	3,6	30,2	0,6	7,1	4,4
26.	Avstriya		25,4	28,3	8,1	2,2	10,2	19,9	6,0
27.	Yangi Zelandiya	52,4			10,3	18,8	1,3	16,5	0,6
28.	Rossiya		12,5	37,7	17,0	24,1	2,3	2,0	4,4
29.	Argentina		33,0	12,5	6,8	3,3	3,3	26,6	14,4
30.	Braziliya		41,4	1,9	1,1	0,8	0,7	34,8	19,2

Bugungi kunda xalqaro moliya bozorida sug'urta kompaniyalari institutsional investorlar sifatida investitsiya faoliyati bilan keng shug'ullanmoqda. Shu sababli sug'urta kompaniyalari aktivlarini investitsiyaga yo'naltirish darajasini tahlil qilish muhim hisoblanadi (12.6-jadval).

Xalqaro sug'urta bozorida sohani tartibga solishda hamda sug'urta kompaniyalarining moliyaviy barqarorligini ta'minlashda mavjud risklarni o'rganish lozim. Xalqaro sug'urta bozorida riskni baholash va pasaytirish bo'yicha Xalqaro sug'urta nazoratchilari assotsiatsiyasi (IAIS) tomonidan 2019 yil 14-noyabrda Umumiy tartibga soluvchi tizim (Holistic Framework) qabul qilindi. Umumiy tartibga soluvchi tizim (Holistic Framework) xalqaro darajada sug'urta sohasidagi risklarni baholash va risklarni pasaytirishga yordam beruvchi tizim bo'lib, global monitoringni amalga oshirish va uni baholash bo'yicha chora-tadbirlarning yaxlit to'plamidir. Umumiy tartibga soluvchi tizim (Holistic Framework) Xalqaro sug'urta nazoratchilari assotsiatsiyasi missiyasini qo'llab-quvvatlaydi, bu sug'urtalanuvchilarni himoya qilish va global moliyaviy barqarorlikka hissa qo'shish bo'yicha samarali va global miqyosda izchil nazoratni rivojlantirishga hissa qo'shadi. Umumiy tartibga soluvchi tizim (Holistic

Framework)ning asosiy elementlari nazorat, global monitoring va ijro etishni baholash kabilarni o'z ichiga oladi⁵⁷.

Hozirda sug'urta kompaniyalari COVID-19 pandemiyasi davrida moliyaviy barqarorlikni ta'minlash masalasini hal qilishga harakat qilishmoqda. 2020-yilda Deloitte xalqaro moliyaviy xizmatlar ko'rsatuvchi kompaniyasi tomonidan 200 ta xalqaro yetakchi sug'urta kompaniyalari ishtirokida 2021-yilda COVID-19 pandemiyasining salbiy ta'sirini kamaytirish maqsadida so'rovnoma o'tkazildi.

Tahlillarga e'tibor qaratadigan bo'lsak, sug'urta kompaniyalarida moliyaviy barqarorlikka erishish maqsadida investitsiyalarning ustuvor yo'nalishlariga bo'lgan qiziqish turlicha va mintaqaviy jihatdan farqlanishini ta'kidlashimiz lozim (12.7-jadval). Xususan, Shimoliy Amerikada kompensatsiya va ishchilar sonini optimallashtirish moliyaviy barqarorlikni ta'minlashda eng maqbul strategiya sifatida tanlanayotgan bo'lsa, Yevropa va Osiyo-Tinch okeani mintaqalarida ishtirokchilarning eng katta qismi texnologiyalarni tatbiq etishni afzal ko'rishmoqda. Quyidagi jadval ma'lumotlariga e'tibor qaratilsa, xalqaro sug'urta bozorida ko'pchilik sug'urta kompaniyalari 2021-yilda aktivlarning o'sishini ta'minlash uchun operatsion va investitsiya faoliyatlarini qayta ko'rib chiqmoqda. Qatnashuvchilarning 25 foizi o'z kompaniyalarining faoliyati davomida moliyaviy barqarorlikni ta'minlash bo'yicha aniq tasavvur va harakatlar rejasiga ega ekanligini ta'kidlashgan. Yevropadagi sug'urta kompaniyalari uzoq muddatli texnologik loyihalarni bekor qilish yoki kechiktirish (41%), samaradorlikni oshirish uchun texnologiyalarni tatbiq qilish (43%) kabi jihatlarga ustuvorlik berishayotgan bo'lsa, funksional guruhlarini qayta tuzish va operatsion xarajatlarni kamaytirish (24%), amalga oshirilmaydigan yoki asosiy bo'lmagan operatsiyalarni bekor qilish (22%) kabi strategiyalarga yetarlicha e'tibor qaratmaslikni afzal ko'rishmoqda.

⁵⁷ Explanatory note on Holistic Framework for the assessment and mitigation of systemic risk in the insurance sector. // International Association of Insurance Supervisors, 14 November, 2019. – P. 4; <https://www.iaisweb.org/page/supervisory-material/financial-stability/file/87109/holistic-framework-for-systemic-risk#>

2021-yilda sug'urta kompaniyalarining moliyaviy barqarorligini ta'minlash bo'yicha Deloitte kompaniyasi so'rovnomasi (foizda)⁵⁸

№	Ko'rsatkichlar	Shimoliy Amerika	Yevropa	Osiyo-Tinch okeani
1.	Tashqi manbalardan foydalanish bo'yicha operatsiyalar	35	35	29
2.	Innovatsion tashabbuslarni tezlashtirish	33	37	36
3.	Biznes funksiyalarini markazlashtirishdan qochish	24	32	39
4.	Biznes funksiyalarini markazlashtirish	39	31	27
5.	Funksional guruhlarni qayta tuzish va operatsion xarajatlarni kamaytirish	35	24	36
6.	Yangi xarajatlar va investitsiyalarni to'xtatish	26	28	36
7.	Aktivlarni optimallashtirish	36	38	36
8.	Birlashish yoki qo'shilishga intilish	32	38	26
9.	Amalga oshirilmaydigan yoki asosiy bo'lmagan operatsiyalarni bekor qilish	36	22	30
10.	Samaradorlikni oshirish uchun texnologiyalarni tatbiq etish	32	43	38
11.	Ixtiyoriy xarajatlarni qisqartirish	26	31	36
12.	Uzoq muddatli texnologik loyihalarni bekor qilish yoki kechiktirish	29	41	33
13.	Kompensatsiya va ishchilar sonini optimallashtirish	44	37	36
14.	Ko'chmas mulkni optimallashtirish	39	26	24

Xalqaro sug'urta bozorida mavjud tendensiyaga e'tibor berilsa, sug'urta kompaniyalarining moliyaviy barqarorligini aniqlashda xalqaro reyting agentliklari tomonidan o'tkaziladigan tahlillar juda muhim. Bugungi kunda sug'urta sohasida xalqaro tan olinadigan, asosan, 5ta reyting kompaniyalari mavjud bo'lib, ular Fitch Ratings, A.M. Best, Standard and Poor's, Moody's va Kroll Bond (KBRA) reyting

⁵⁸ Gary Shaw, Neal Baumann. 2021 Insurance Outlook Accelerating Recovery from the Pandemic While Pivoting to Thrive. // December 3, 2020; <https://www2.deloitte.com/xe/en/insights/industry/financial-services/financial-services-industry-outlooks/insurance-industry-outlook.html>

agentliklari hisoblanadi. Ular orasida faqatgina A.M. Best reyting agentligi sug'urta kompaniyalari bo'yicha tadqiqotlar olib boradi, qolganlari esa ko'plab biznes turlarining reytinglarini taqdim etadi. Ushbu reyting agentliklarining har biri sug'urta kompaniyalarining moliyaviy holati va barqarorligini tavsiflovchi reyting tizimini ishlab chiqqanligini aytib o'tish lozim.

12.8-jadval

Sug'urta kompaniyalarining moliyaviy barqarorligini baholash bo'yicha reyting ko'rsatkichlari ⁵⁹

FITCH	AM BEST	S&P	KBRA	MOODY'S
AAA	A++, A+	AAA	AAA	Aaa
Moliyaviy majburiyatlarni bajarish uchun o'ta kuchli imkoniyatga ega	Mavjud majburiyatlarni bajarish uchun juda yuqori qobiliyatga ega	O'ta yuqori moliyaviy xavfsizlikka ega. S&Pning eng yuqori reytingi	Juda kuchli. Defolt xavfi deyarli yo'q	O'ta yuqori darajadagi moliyaviy xavfsizlik
AA	Qo'llanilmaydi	AA	AA	Aa
Moliyaviy majburiyatlarni bajarish uchun juda kuchli imkoniyatga ega	A + reytingiga ega kompaniyalar A++ darajasidan bir "+" belgi past	Juda yuqori moliyaviy xavfsizlikka ega	Kuchli. Moliyaviy majburiyatlarni bajarish ehtimoli yuqori	Yuqori moliyaviy xavfsizlik
A	A, A-	A	A	A
Moliyaviy majburiyatlarni bajarish uchun kuchli imkoniyatga ega	Moliyaviy majburiyatlarni bajarish uchun juda kuchli imkoniyatga ega	Yuqori moliyaviy xavfsizlikka ega	Yaxshi. Moliyaviy majburiyatlarni bajarishi mumkin	Moliyaviy xavfsizlik darajasi yaxshi
BBB	B++, B+	BBB	BBB	Baa
Moliyaviy majburiyatlarni bajarish uchun yetarli imkoniyat	Moliyaviy majburiyatlarni bajarish uchun yaxshi imkoniyatga ega	Yaxshi moliyaviy xavfsizlikka ega	Yetarli moliyaviy imkoniyati bor	Yetarli moliyaviy xavfsizlik
BB	B, B-	BB	BB	Ba

⁵⁹ Marianne Bonner. Insurance Company Financial Ratings. // www.thebalancesmb.com, January 15, 2020. <https://www.thebalancesmb.com/insurance-company-ratings-462502#:~:text=There%20are%20five%20companies%20that,of%20many%20types%20of%20businesses.>

Defolt xavfiga nisbatan zaiflik darajasi yuqori, ammo moliyaviy majburiyatlarni bajarishda moslashuvchanlik mavjud	Moliyaviy majburiyatlarni bajarish uchun yetarli imkoniyatga ega	Cheklangan darajada moliyaviy xavfsizlikka ega	Shubhali moliyaviy holat	Shubhali moliyaviy xavfsizlik. Yaxshilash kerak
B	C++, C+	B	B	B
Defoltning katta riski mavjud	O'zlarining doimiy sug'urta majburiyatlarini bajarish uchun cheklangan imkoniyatga ega.	Kuchsiz moliyaviy xavfsizlikka ega	Kuchsiz moliyaviy ahvol	Moliyaviy xavfsizlik darajasi kuchsiz

Sug'urta kompaniyalarining moliyaviy barqarorligini baholashda ta'kidlangan 5ta reyting agentliklarining eng yaxshi 6ta reyting ko'rsatkichlari yuqoridagi jadvalda keltirilgan (12.8-jadval). Turli reyting agentliklarining bir xil ko'rsatkichlarining ishlatilishi bu ikki ko'rsatkichning aynan bir xil ekanligini anglatmaydi. Masalan, S&Pning AA reytingi KBRAning AA reytingidan farq qilishi mumkin.

12.9-jadval

Mamlakatlar kesimida sug'urta bo'yicha tartibga soluvchi va nazorat organlari⁶⁰

№	Mamlakatlar	Tartibga soluvchi organlar	Nazorat qiluvchi organlar
1.	Avstriya	Federal moliya vazirligi va Moliya bozori boshqarmasi	Moliya bozori boshqarmasi
2.	Argentina	Milliy sug'urta nazorati boshqarmasi (SSN)	Milliy sug'urta nazorati boshqarmasi (SSN)
3.	Belgiya	Belgiya milliy banki (NBB) va Moliyaviy xizmatlar va moliya bozori boshqarmasi (FSMA)	Belgiya milliy banki (NBB) va Moliyaviy xizmatlar va moliya bozori boshqarmasi (FSMA)
4.	Braziliya	Xususiy sug'urta milliy konsulligi (CNSP)	Xususiy sug'urta boshqarmasi (SUSEP)
5.	Kanada	Moliya institutlari bosh ofisi (OSFI)	Moliya institutlari bosh ofisi (OSFI)
6.	Daniya	Moliya vazirligi va Biznes va moliyaviy ishlar boshqarmasi	Daniya moliyaviy nazorat boshqarmasi
7.	Fransiya	Hukumat	Fransiya prudensial nazorat va qaror chiqarish boshqarmasi
8.	Germaniya	Federal moliya vazirligi	Federal moliyaviy nazorat

⁶⁰ <https://www.oecd.org/finance/The-Institutional-Structure-of-Insurance-Regulation-and-Supervision.pdf>

			boshqarmasi
9.	Gretsiya	Moliya vazirligi	Gretsiya banki
10.	Gong Kong	Sug'urta boshqarmasi	Sug'urta boshqarmasi
11.	Italiya	Sug'urta nazorati instituti (IVASS)	Sug'urta nazorati instituti (IVASS)
12.	Yaponiya	Moliyaviy xizmatlar agentligi	Moliyaviy xizmatlar agentligi
13.	Janubiy Koreya	Moliyaviy xizmatlar komissiyasi	Moliyaviy xizmatlar komissiyasi
14.	Rossiya	Moliya vazirligi va Rossiya Federatsiyasining Markaziy Banki	Rossiya Federatsiyasining Markaziy Banki
15.	Ispaniya	Iqtisodiyot, sanoat va raqobat vazirligi va Sug'urta va pensiya jamg'armalari bo'yicha Bosh Direksiya (DGSFP)	Sug'urta va pensiya jamg'armalari bo'yicha Bosh Direksiya (DGSFP)
16.	Shvetsiya	Moliya vazirligi va Moliyaviy nazorat boshqarmasi	Moliyaviy nazorat boshqarmasi
17.	Shveysariya	Federal moliya departamenti (FDF)	Shveysariya moliya bozori nazorat boshqarmasi (FINMA)
18.	Buyuk Britaniya	Prudensial tartibga solish boshqarmasi va Moliyaviy ishlar boshqarmasi	Prudensial tartibga solish boshqarmasi
19.	AQSh	Federal Rezerv va sug'urta bo'yicha shtatlar boshqarmalari	Federal Rezerv va sug'urta bo'yicha shtatlar boshqarmalari
20.	Lyuksemburg	Sug'urta komissariati (CAA)	Sug'urta komissariati (CAA)

Mamlakatlarda sug'urta faoliyatini tartibga solish va nazorat qilish jarayonining to'g'ri yo'lga qo'yilishi sug'urta kompaniyalarining samaradorligini oshirishga xizmat qiladi (12.9-jadval). Ko'rishimiz mumkinki, tartibga solish va nazorat qilish jarayoni ba'zi mamlakatlarda yagona tashkilot tomonidan amalga oshirilsa, boshqalarida alohida-alohida tuzilmalar tomonidan tashkil etiladi.

Bugungi kunda xalqaro sug'urta bozorida Berkshire Hathaway, AXA, Ping AN Insurance, Allianz Insurance kabi sug'urta kompaniyalari o'zlarining keng ko'lamli sug'urta mahsulotlarini iste'molchilarga taqdim etishmoqda. Quyida xalqaro sug'urta bozorida faol bo'lgan kompaniyalarga qisqacha to'xtalib o'tamiz.

10. MetLife Inc

MetLife Inc. 1868-yilda paydo bo'lgan va shu vaqtdan boshlab sug'urta, annuitetlar va aktivlarni boshqarish bilan bog'liq moliyaviy xizmatlarni amalga oshiradi.

MetLife kompaniyasi Nyu-Yorkda joylashgan. 58000 nafar ishchilar ega ushbu kompaniya sug'urta bozorida innovatsion faoliyat uchun yaxshi tanilgan

hamda pensiya va jamg'armalar bo'yicha rejalashtirish va yechimlarni ishlab chiqish bo'yicha taniqli yetakchi hisoblanadi.

Kompaniya o'sish darajasi, qo'shma korxonalari va boshqa sherikchilik faoliyati orqali dunyoning 60 dan ortiq mamlakatlarida kuchli global tuzilmalariga ega. 2013-yilda MetLife jamg'armasi kam daromadli va kambag'al shaxslar va oilalarga moddiy yordam ko'rsatishni o'z zimmasiga oldi. Buning uchun ular 200 million AQSh dollar miqdordagi besh yillik rejani amalga oshirishdi. MetLife mijozlarga xizmat ko'rsatish xizmati xaridorlarning 32 millionga yaqin savdo-sotiq va savdo-sotiq muammolarini bartaraf etish va hal etishga yordam beradigan 2100 vakili va savdo agentini ish bilan ta'minladi.

9. The People's Insurance Company (PICC)

Xitoy Xalq Respublikasining The People's Insurance Company (PICC) kompaniyasi 1949-yilda Xitoyning Pekin shahrida tashkil etilgan. 69 yil mobaynida dunyodagi eng yirik sug'urta kompaniyalaridan biriga aylandi. "Asset Management Company Limited" va "Property and Casualty Company" kompaniyalari orqali sug'urta xizmatlarini tashkil etuvchi davlat kompaniyasi hisoblanadi. Ushbu kompaniya turli xil sug'urta xizmatlarini taqdim etadi: mulk va baxtsiz hodisa, hayot va tibbiy sug'urta, aktivlarni boshqarish va qayta sug'urtalash kabilar. Kompaniya 100 mingdan ortiq ishchilari bilan mulk va baxtsiz hodisadan sug'urta bozorida moliyaviy risklarning oldini olish va ularni bozorda qo'llash bo'yicha turli xizmatlarko'rsadi. Keskin bozor raqobatiga qaramasdan, ushbu kompaniya strategik boshqaruvni kuchaytirdi, tashkilotning tuzilmasini qayta tashkil etdi, proaktiv moliyaviy siyosatni qo'lladi va hayotga tatbiq etdi, bozor benchmarkingni baholadi va rivojlanishni qo'llab-quvvatladi. Natijada yillik daromad 20% ga ortishi kuzatildi.

8. Generali

Generali hayot sug'urtasi, tibbiy sug'urta va boshqa moliyaviy xizmatlarni taklif etadi. Kompaniyaning jahon miqyosida kuchli ishtiroki bor va dunyoning 100 dan ortiq mamlakatlarida faoliyat yuritadi. Generalida mijozlarga o'z

ehtiyojlari va talablari asosida yechimlarni taqdim etadigan mutaxassis kadrlar mavjud. Kompaniya Italiyada 1831-yilda tashkil topilgan. Kompaniyaning brendlari orasida Genertel, Alleanza Toro, Ina Assitalia, Europ Assistance Group kabilari mashhur. Generali guruhi Yevropada ko'plab mijozlarga ega va so'nggi bir necha yil ichida Amerika, Osiyo va Afrikada keng faoliyat yuritgan. Brendining evaziga kompaniya turli marketing va reklama faoliyati orqali iste'molchilarga ta'sir o'tkaza oldi. Kompaniya Italiya, Fransiya va boshqa Yevropa mamlakatlarida bir qancha global tadbirlarni, shuningdek, sport jamoalarini qo'llab-quvvatlaydi.

7. China Life Insurance

Xitoyda China Life Insurance Limited kompaniyasi 2003-yilda Xitoyning Pekin shahrida tashkil etilgan. Ushbu 70% davlat egaligidagi kompaniya hayotni sug'urtalovchi kompaniyalar orasida yetakchi va Xitoyning eng yirik aktivlarini boshqaruvchi kompaniyalardan biri hisoblanadi. Shaxsiy va guruh hayotini sug'urtalash xizmatlari bilan bir qatorda, baxtsiz hodisalardan sug'urta, tibbiy sug'urta, qayta sug'urta, uzoq muddatli va qisqa muddatli fond investitsiyasi kabi turli sug'urta xizmatlari ko'rsatiladi. Xarid qobiliyati va ish samaradorligini oshirish va yaxshilash maqsadida 20 dan ortiq yangi ilovalar ishga tushirildi. Shunday qilib, kompaniya texnologik o'zgarishlarga qaratilgan ajoyib qadamni qo'ydi va Internetda ishlash va boshqaruv rejimida ishlashni boshladi.

6. Prudential Financial Inc.

Prudential Financial Inc. 1872-yilda Ogayo shtati(AQSH)da tashkil etilgan. M&G Prudential Buyuk Britaniya va Yevropaning yetakchi pensiya va jamg'armalar bo'yicha kompaniyalaridan biridir. Xalqaro guruh Osiyo, AQSh va Afrikadagi kompaniyalarini birlashtiradi va bu yerda o'sish imkoniyatlaridan foydalanadi. Kompaniya faoliyati davomida mijozni eng yuqori darajadagi ustuvorlik sifatida saqlab qoldi. Kompaniya asosiy ish faoliyati bilan bir qatorda, moliyaviy ta'lim, tabiiy ofatlarga tayyorgarlik va ijtimoiy integratsiyaga ham e'tibor beradi.

5. Japan Post Holdings

Taxminan 250 ming nafar xodimlari bilan ushbu kompaniya Tokioda joylashgan eng yaxshi sug'urta kompaniyasi hisoblanadi. Japan Post Insurance Company Limited - oddiy sug'urta xizmatlariga qo'shimcha ravishda hayotni sug'urtalash, tibbiy sug'urta, avtomobil sug'urtasi kabilarni taklif etadi. U agentlik va o'z pochta aloqasi bo'limlari orqali mijozlarga ulanadi va xizmatlarini sotadi.

Mahsulot va xizmatlarga nisbatan "Kampo Platinum Life Service" deb nomlangan tashabbusni qo'llab-quvvatlab, mijozlarga xizmat ko'rsatishning barcha mijozlari - jismoniy shaxslar va korporatsiyalar bilan aloqalarni yaxshilash orqali xavfsizlik va ishonch hissiyotini aks ettiruvchi keksalar uchun qulay xizmatlarni taklif qilishdi. Guruh Forbes Global 2000 ro'yxatining 2018 ro'yxatida 45-o'rinni egallab turibdi. Kompaniya butun mamlakat bo'ylab 76 yirik shaharda joylashgan ulgurji savdo bo'linmalariga ega. Ushbu birliklar orqali mahsulotlar va xizmatlar to'g'ridan-to'g'ri va birinchi navbatda korporativ va ish joylari bozorlariga sotiladi.

4. Allianz Insurance

Allianz Insurance 1890-yilda Germaniyaning Myunxen shahrida tashkil etilgan. O'shandan beri bu kompaniya sug'urta sohasida juda raqobatbardosh bo'ldi va bugungi kunda dunyoning 70 ta mamlakatida 143ming ishchi kuchiga ega. 2018-yilda Allianz Forbes Global 2000 ro'yxatiga kiradi. Sug'urtalash va aktivlarni boshqarish sohasida asosiy bizneslar bilan bir qatorda, chakana va korporativ mijozlar uchun ko'plab mulk va baxtsiz hodisadan sug'urta, hayot sug'urtasi, tibbiy sug'urta mahsulotlarini taklif etadi. Brand Financega ko'ra, Allianz barcha global sug'urta kompaniyalari orasida brend qiymati bo'yicha ikkinchi o'rinda turadi.

3. Ping AN Insurance

Ushbu kompaniya 1988-yilda Xitoyning Shenzhen shahrida o'zining shtab-kvartirasini tashkil etgan. Kompaniya taxminan 320 mingdan ortiq kadrlarga ega va 2018-yil yanvar holatiga ko'ra, 217 milliard dollarga teng bo'lgan dunyoning eng katta va eng qimmat sug'urtalovchisi hisoblanadi. U uchta sho'ba korxonasi -

Ping An Bank, Ping An Securities va Ping Trust orqali faoliyat yuritadi. "Forbes Global 2000" ning 2018 yilgi ro'yxatida 16-o'rinni egallab turibdi. Kompaniya yetakchi texnologiyalarga asoslangan xususiy moliya xizmatlari orqali dunyoga tanildi. Hayot, tibbiy, mulk va baxtsiz hodisalardan sug'urta, bank, qimmatli qog'ozlar va boshqa aktivlarni boshqarish kabi turli xil biznes turlari bilan shug'ullanadi.

2. AXA

AXA 1852-yilda Fransiyaning Parij shahrida tashkil etilgan juda qadimgi kompaniya hisoblanadi. Osiyo, Shimoliy Amerika, G'arbiy Yevropa va Yaqin Sharqda taxminan 100,000 kishini ish bilan ta'minlagan biznes faoliyatni yuritadi. Ushbu kompaniya hayot, tibbiy va mulk va baxtsiz hodisalardan sug'urta kabilarga ixtisoslashgan. Dunyoning 56 mamlakatida taxminan 100 million mijoz bilan 2018 yilgi Forbes-2000 ro'yxatida 27-o'rinni egallagan.

1. Berkshire Hathaway

Berkshire Hathaway AQShning Nebraska shtatida joylashgan konglomerat holding kompaniyasi hisoblanadi. Berkshire Hathaway 1839-yilda tashkil etilgan 348 milliard dollarlik aksiyadorlik kapitaliga ega sug'urta bozorida eng qadimgi kompaniyalardan biridir. Kompaniya 360 mingdan iborat xodimlarni ish bilan ta'minlagan. Uning mahsulotlari va xizmatlari alohida agentliklar va brokerlar orqali xaridorlarga yetkaziladi. Sug'urtalash va qayta sug'urtalash faoliyati uning asosiy biznes faoliyatini tashkil etadi.

Yuqoridagi kompaniyalar faoliyatiga nazar tashlansa, xalqaro sug'urta bozorida sug'urtaning, asosan, hayot sug'urtasi, tibbiy sug'urta, mulk va baxtsiz hodisalardan sug'urta kabi turlariga talab yuqori. Sug'urta kompaniyalarining daromadida ham ushbu sug'urtalardan keluvchi sug'urta mukofotlari yuqori ulushga ega. Mamlakatimiz sug'urta bozori bilan solishtirilganda, mamlakatimizda ushbu sug'urta turlarini taklif etish va ulardan foydalanishda yetarlicha muammolar mavjud. Milliy sug'urta bozorida sug'urta mukofotlarining asosiy

qismi majburiy sug'urtalar hissasiga to'g'ri keladi va bu jihat mamlakatda ixtiyoriy sug'urta bo'yicha takliflarni kengaytirish va yaxshilash zarurligini ko'rsatadi.

Shuningdek, xalqaro sug'urta kompaniyalari bandlikni ta'minlash, aholi turmush darajasiga ijobiy ta'siri orqali ijtimoiy sohalarda ham muhim o'ringa ega. Bu sug'urta bozorining nafaqat iqtisodiyotni rivojlantirish, balki ijtimoiy hayotni yaxshilashdagi o'rnini ko'rsatib beradi. Ushbu jihatlarni inobatga olgan holda mamlakatimizda sug'urta bozorini xalqaro bozor darajasiga chiqarish uchun xalqaro tajribani o'rganish, muqobil yo'llarini topish muhim ahamiyat kasb etadi.

Nazorat savollari

1. Xalqaro kapital bozorida sug'urta faoliyatining ahamiyati.
2. Xalqaro sug'urta bozorining o'ziga xos xususiyatlari.
3. Sug'urta faoliyatining makroiqtisodiy ko'rsatkichlarga ta'siri.
4. Islom sug'urtasi – takafulning o'ziga xos xususiyatlari.
5. Takafulning xalqaro sug'urta bozoridagi roli.
6. Sug'urta faoliyatining xalqaro sug'urta bozoridagi muhim ko'rsatkichlari.
7. Sug'urta faoliyatini tartibga soluvchi organlar.

XIII BOB. ZAMONAVIY XALQARO OLTIN BOZORI

13.1. Qimmatbaho metallar bozori xususiyatlari va ishtirokchilari

Bugungi kunda moliya bozorida qimmatbaho metallar savdosi keng doirada kuzatiladigan amaliyotlardan biridir. Bunga har bir mamlakatda oltin-valyuta zaxirasini muntazam oshirib borishga alohida e'tibor qaratilishi ham bevosita ta'sir ko'rsatmoqda. Valyutalar bo'yicha oltin standart amal qilgan vaqtda oltinga talab keskin yuqori bo'lgan va bu o'z navbatida qimmatbaho metallar bozorida oltinning ulushi keskin yuqoriligiga ham xizmat qilgan. Valyutalar bo'yicha oltin standart bekor qilingach qimmatbaho metallar bozorida oltinning ulushi nisbatan pasaygan holda kumush, olmos, platina, palladiya va boshqa qimmatbaho metallar bozori ham rivojlana boshladi.

Qimmatbaho metallar o'z xususiyatiga ko'ra sanoat ishlab chiqarish sohasi mahsuloti hisoblanadi. Qimmatbaho metallarning kamyoblighi, ixchamlighi, ko'p marta va uzoq muddat davomida foydalanish mumkinligi, savdo tarmog'ining rivojlanishi va doimiy talabning mavjudligi moliyaviy aktiv sifatida qimmatbaho metallarning ham qo'llanilishiga xizmat qiladi. Shundan kelib chiqqan holda qimmatbaho metallar ikkita funksiyani bajarishini qayd etish mumkin.

Qimmatbaho metallardan yombilar va tangalar bank va birja aylanmasi obyekt, davlat va xalqaro oltin-valyuta zaxiralari tarkibiy qismi hisoblanishi davlatning moliyaviy-iqtisodiy barqarorligini ta'minlash, bank barqarorligini kafolatlash, shuningdek alohida shaxs moddiy jihatdan ta'minlanganligi yuqoriligini belgilab beradi.

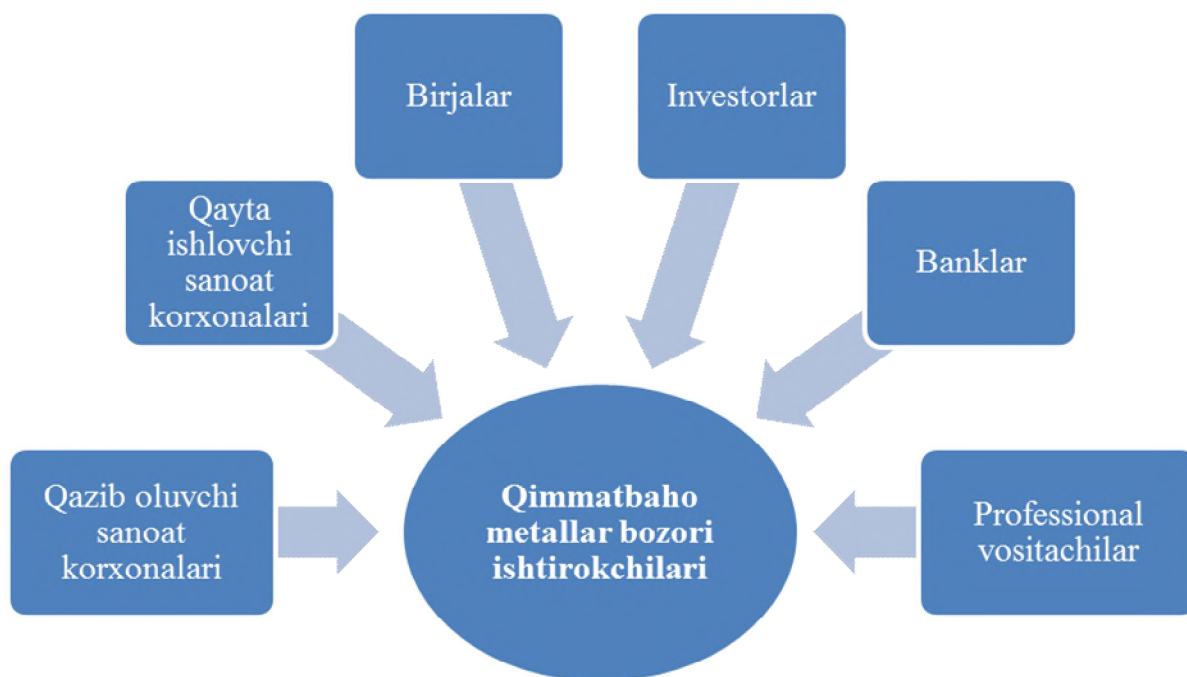
Jahon bozorida qimmatbaho metallarning strategik roli yuqorida ta'kidlanganidek, bunday aktivlarga talabning yuqori darajadali bilan izohlanadi. Xususan, xalqaro darajada oltin yombilari va tangalarining yuqori likvidligi

kapital qo'yimlarning asosiy uchta asosiy sohalari o'rtasidagi tenglikka asoslangan:

- qimmatbaho metallarni qazib olish va ishlab chiqarish;
- zargarlik buyumlari ishlab chiqarish va ular savdosi;
- qimmatbaho metallardan yombilar va tangalarning moliyaviy muomalasi.

Bugungi kunda jahonda qimmatbaho metallar bozori oltin bozori, kumush bozori, platina bozori, palladiya bozori va boshqa sektorlar bo'yicha faoliyat yuritmoqda. Qimmatbaho metallar bozorida aynan qimmatbaho metallar savdo predmeti bo'lib xizmat qiladi. Shundan kelib chiqqan holda qimmatbaho metallar bozorini intitutsional va funksional nuqtai nazardan ko'rib chiqish mumkin.

Bugungi kunda qimmatbaho metallar bozorining muhim ishtirokchilari quyidagilar hisoblanadi (13.1-rasm):



13.1-rasm. Qimmatbaho metallar bozori ishtirokchilari

Bunda qimmatbaho metallar qazib oluvchi korxonalardan kelib tushadi. Ularning bozorga ta'sir ko'rsatishi yetkazib berayotgan mahsulot hajmiga bevosita bog'liq hisoblanadi. Qazib olingan qimmatbaho metallar sanoat korxonalar hamda

zargarlik ustaxonalari tomonidan tomonidan taYor mahsulotga, zargarlik buyumlariga aylatiriladi. Birjalarning qimmatbaho metallar bozorining muhim ishtirokchisi sifatida qaralishi ayrim mamlakatlardagi birjalarda aynan qimmatbaho metallar bilan savdo qiluvchi seksiyalar mavjudligi bilan izohlanadi. Investorlar ishtiroki esa bunday aktivlar orqali faoliyatni diversifikatsiyalashda namoyon bo'lishini qayd etish mumkin. "Markaziy banklar qimmatli metallar bozorida ko'p qirrali o'rinni egallaydi. Ular oltin bozoridagi eng yirik operatorlar bo'lib hisoblanadi va bir vaqtda bu oltin bilan savdo qilish qoidalarini belgilab beradi. Shuni ham ta'kidlash zarurki, zaxira oltinni faol sotish bosh maqsad bo'lib hisoblanmaydi, ammo zaxiralardan oqilona foydalanishga intilishni namoyish qiladi. Markaziy banklar bozor kon'yunkturasiga katta ta'sir ko'rsatadi, bu ayniqsa XXasrning 90-yillarida sezilarli bo'ldi"⁶¹. Tijorat banklari tomonidan oltindan ishlangan zargarlik buyumlari garov sifatida qabul qilinganda baholash qiymati to'liq olinishi asosida kredit ajratilishini ham shu o'rinda ta'kidlash maqsadga muvofiq. Qimmatbaho metallar bozorida professional vositachilar va dilerlar faoliyati ham muhim hisoblanadi. Bunda ixtisoslashgan kompaniyalar va tijorat banklari vositachilar sifatida ishtirok etadi.

Xalqaro metallar bozorida ham hosilaviy instrumentlar ham keng doirada qo'llaniladi. Bunda svoplar, fyucherslar, opsionlar, forvardlar qo'llanilishi alohida ahamiyat kasb etadi.

13.2. Xalqaro oltin bozori amal qilish mexanizmi⁶²

Hozir deyarli har bir manfaatdor kishi jahon oltin bozoriga kirish va o'z mablag'larini bu qimmatbaho metallga sarflashi mumkin. Bunda oltin faqat moddiy yuk tarzida emas, balki foizli depozit sifatida ham ishtirok etishi mumkin. Bundan tashqari, oltindan sezilarli daromad keltiruvchi shoshilinch bitimlarda foydalaniladi. Ayniqsa inqirozli vaziyatlar davrida, yig'ilgan mablag'larning

⁶¹<https://www.instaforex.com/oz/gold>

⁶²Mazkur paragraf <https://www.instaforex.com/oz/gold> sayti maxlumotlari asosida kiritildi.

boshqa vositalari va mablag‘larini investitsiya qilish kerakli samarani ko‘rsatmasa, oltin investitsiya qilish nisbatan risksiz hisoblanadi.

Oltin kapitalni, boylikni yoki farovonlikni o‘lchashning eng eski va samarali o‘lchovi hisoblanadi. Oltin bilan birga shu maqsadlarda boshqa rangli metallardan ham foydalanilgan. Insoniyat tarixi davomid uzoq davrlar mobaynida oltin pul vazifasini bajarib keldi, keyin pul ekvivalenti bo‘lib hisolana boshladi. XIX-XX asrlarda iqtisodiyotning rivojlanishiga uning negizida qaror topgan “Oltin standarti” tizimi katta ta’sir ko‘rsatdi. Oltin oldida milliy chegaralar ham chekindi va XX asrning taxminan 70-yillarigacha u jahon valyuta tizimining asosi bo‘lib xizmat qildi, shu munosabat bilan qimmatli metallar bilan bajariladigan operatsiyalar qattiq nazoratga olingan edi. Asosan operatsiyalar monitar siyosat, davlatlar va xalqaro moliya tashkilotlari darajasida amalga oshirilardi. Biroq tizimda to‘planib qolgan ziddiyatlar natijasida sifat jihatidan o‘zgarishlar yuz berdi va valyuta kurslari qat’iy belgilangan kurslardan o‘zgaruvchi kurslarga aylandi. Natijada, oltinning roli o‘zgardi, yuridik jihatdan u jahon valyuta aylanmasidan chiqib ketdi. Oltin bilan bitimlarning liberallasuvi boshlandi, xususiy shaxslarning metallga egalik qilish huquqi kengaydi. Qimmatli metallar bozori butunlay o‘zgarib ketdi, bozorning tuzilmasi ham, uning ishtirokchilari tarkibi ham, bozordagi operatsiyalar spektri ham o‘zgardi. Hozir oltin to‘lov vositasi sifatida boshqa ishlatilmaydi, biroq u iqtisodiy munosabatlar tizimini tark etgani ham yo‘q. Bugungi kunga kelib jahon oltin bozori davlat tomonidan juda kam tartibga solinadigan ichki va xalqaro bozorlar yig‘indisidan iborat. Bu qimmatbaho metallning o‘zi bilan ham, hosilaviy vositalar bilan ham kunu-tun va global savdo qilishni ta’minlaydi. Jahon oltin bozorida talab tuzilmasini shartli ravishda uchta sektorga ajratish mumkin – barcha darajalarda tezavratsiya, sanoat-maishiy iste’mol, chayqovchilik bitimlari. Taklif yangi qazib olingan qimmatli metallar, xususiy va davlat zaxiralarini sotishdan, ikkilamchi oltinni bo‘lgan xomashyoni qayta ishlash va kontrabandadan iborat. Taklifning asosiy manbalari yangi oltinni ishlab chiqaruvchilar, asosiy xaridorlar - uni sanoat maqsadlarida foydalanuvchilar

hisoblanadi. Bularning ikkalasi ham turli omillar munosabati bilan bozorda muntazam paydo bo‘lmaydi. Ammo qimmatli metallar bozoridagi ko‘tarilishlar va tushishlar to‘g‘risida biz keyinroq gaplashamiz.

Xalqaro oltin bozorlari Syurix, Gonkong, London, Nyu-York, Dubay kabi shaharlarda joylashgan. Xalqaro bozorlarning uncha ko‘p bo‘lmagan ishtirokchilariga nisbatan yuqori talablar qo‘yiladi. Bunday ishtirokchilar odatda obro‘si yuqori va moliyaviy ahvoli yaxshi bo‘lgan ixtisoslashgan kompaniyalar va yirik banklardir. Qimmatbaho metallar bilan yirik operatsiyalar bozorlarda kuntu o‘tkaziladi, bu esa oltinga aloqasi bo‘lgan keng tarmoqlangan mijozlar tarmog‘i bilan ta‘minlanadi. Operatsiyalar qat‘iy tartibga solinmagan, qoidalarni bozor ishtirokchilarining o‘zlari belgilashadi. Oltinning ichki bozorlari - bular bitta yoki bir nechta mamlakatning bozorlari bo‘lib, ular asosan mahalliy investorlarga mo‘ljallangan. Ular erkin va tartibga solinuvchi bozorlarga bo‘linadi. Erkin bozorlarga ko‘pchilik Yevropa bozorlari, masalan, Milan, Parij, Amsterdam, Frankfurt-na-Maynedagi bozorlar kiradi. Tartibga solinuvchi bozorlarga – ko‘pchilik uchinchi dunyo mamlakatlari bozorlari kiradi. Ichki bozorlarda bitimlar asosan mayda quymalar va tangalar bilan amalga oshiriladi, hisob-kitob vositasi sifatida esa mahalliy valyutalar ishtirok etadi. Qora bozorlar toifasiga Osiyo qit‘asidagi ayrim mamlakatlarning oltin bozorlari kiradi. Ularning vujudga kelishi oltin bilan operatsiyalarni amalga oshirishga yoppasiga davlatlar tomonidan cheklashlar kiritilishi bilan bog‘liq. Qora bozorlar yopiq bozorlar bilan parallel ravishda mavjuddir. Qora bozorlar - bu radikal tarzda tashkil etilgan ichki bozorlarning bir shakli bo‘lib, bu yerda oltinni olib kirish/olib chiqish taqiqlangan va soliq tartibi tufayli qimmatli metallar bilan savdo qilish ichki narxlar jahon narxlaridan ortiq bo‘lgani sababli foyda keltirmaydi.

Tabiiy oltin bilan amalga oshiriladigan operatsiyalarning eng katta hajmi London va Syurixga to‘g‘ri keladi. Dastlab oltin bilan savdo qilishning katta qismi Londonga to‘g‘ri kelar edi, bunga, xususan, metallni Britaniya Hamkorlik mamlakatlaridan (avvalo, JARdan) yetkazib berilishi imkon bergan bo‘lib, bu

mamlakatlarni qimmatbaho metall bilan savdo savoli tarzda tashkil etilgani jalb qilar edi. Oltin Londondan Yevropa qit'asiga, u yerdan Yaqin va Uzoq Sharq mamlakatlariga ko'chirilar edi.

Metallni oldi-sotdi qilishning joriy operatsiyalari bitim tuzilgan kundan keyin 2 ish kunida valyutalash sanasi (metall va valyutani hisobdan chiqarishni belgilash sanasi) bilan spot sharti bilan amalga oshiriladi. Joriy amallarning xalqaro bozori spot-bozori (spot market) deb ataladi. Spot shartlaridagi lotning standart o'lchami besh ming troya unsiyasini tashkil etadi. Troya unsiyasi – jahon amaliyotida umum qabulqilingan qimmatli metallarning og'irligini o'lchovi bo'lib, u 31,1034807 grammdan iborat. Mazkur amallarni bajarishdan maqsad kredit tashilotining qimmatbaho metallar fondini shakllantirish yoki mijozlar buyurtmasini bajarish hisoblanadi. Tabiiy oltin bilan narx parametrlarini aniqlash uchun tayanch nuqtasi London bozori narxi, loko London ("loko" atamasi metallni yetkazib berish joyini anglatadi) qimmatbaho metallar bilan bitim tuzishning muhim sharti hisoblanadi.

"Swap" turidagi amallar. Mazkur atama iqtisodiy adabiyotda tez-tez foydalaniladi. Oltin bozoriga nisbatan qo'llanilganda u bir vaqtda teskari bitimni amalga oshirish bilan metallni oldi-sotti qilish kabi talqin qilinishi mumkin. Mazkur bitimlarning hajmi spot turidagi amallar hajmidan ortadi, chunki oltin svoplar qimmatbaho metallar bozorining holatiga spot bitimlari kabi uncha kuchli ta'sir qilmaydi. Bu amallar bo'yicha standart bitim 32 ming unsiyani (1 tonnani) o'z ichiga oladi.

Amalda oltinli svoplarning uch turini ajratish qabul qilingan:

- vaqt bo'yicha svop (moliyaviy svop);
- metallning sifati bo'yicha svop;
- joylashgan joyiga ko'ra svop.

Vaqt bo'yicha svop (moliyaviy svop) svoplarning klassik turidir. U naqd va shoshilinch kontrbitimning qo'shilishidan iborat: aynan bir xil miqdordagi metallni spot shartida xarid qilish (sotish) va forvard sharti bilan sotish (xarid qilish). Ancha

yaqin bitimbitimning ijro etilishi sanasi valyutalash sanasi deb aytiladi, muddati bo'yicha ancha uzoqlashtirilgan ijro etish sanasi esa - svopni tugatish sanasi deb aytiladi. Bitim amalda istagan muddatga tuzilishi mumkin: bir kundan bir necha yilgacha bo'lgan muddatga. Svop bitimining odatdagi muddatlari 1, 3, 6 oy va bir yil hisoblanadi. Operatsiyaning mohiyati svop muddati o'tishi bilan oltinni sotib olish huquqini saqlab qolgan holda oltinni valyutaga konvertatsiya qilish imkoniyatidan iborat. Shartnomaning amal qilishi muddati oxirida tomonlar bitimning muddatini uzaytirish yoki teskari hisob-kitoblarni amalga oshirib svopni bekor qilish to'g'risida kelishib olishlari mumkin. Keyingi yillarda svop operatsiyalari keng ommalashdi. Dastavval, shu usulda mablag'larni jalb qilish dollarli depozitlarni jalb qilishga qaraganda foydali ekanligi ravshan, chunki svoplar bo'yicha foizli stavkalar ancha past. Bundan tashqari, oltinni zararsiz jalb qilish imkoniyati yaratilib, bundan bank, masalan, metall hisob-varaqlari bo'iyicha qoldiqlarni boshqarish uchun foydalanish mumkin. Nihot, bu operatsiyalar markaziy banklar o'rtasida ommabopdir. Bu hol, o'z oltin zahiralari konvertatsiya qilishni istab, ular o'z harakatlari oltin bozoriga jiddiy ta'sir qilmasligidan xavotir olmasalar ham bo'ladi; bevosita sotuvlar o'rniga bozorda oltin kontragentlar o'rtasida ko'chib yuradi.

Metallning sifati bo'yicha svop. Amalda shunday holat ham vujudga kelishi mumkinki, bunda bozor ishtirokchisiga unda mavjud bo'lgandan ko'ra yuqoriroq probali oltin kerak bo'lib qolishi mumkin. Bunday xohish metall sifati bo'yicha svop doirasida amalga oshirilishi mumkin. Bunday svop bir sifatdagi metallni bir vaqtda xarid qilish (sotish) o'rniga boshqa sifatdagi oltinni sotish (xarid qilishni) nazarda tutadi. Bunda anka yuqori sifatga ega metallni sotayotgan tomon oltinning bir turini boshqa turiga almashtirish bilan bog'liq bo'lgan bitimning miqdoriga va xaratning miqdoriga bog'liq bo'lishi mumkin bo'lgan mukofotni oladi.

Joylashgan joyiga ko'ra svop. Bunday svop oltinni bir joyda xarid qilib (sotib), uni boshqa bir joyda sotishni (xarid qilishni) nazarda tutadi. Oltin bir joyda qimmatroq bo'lishi mumkinligi uchun bu holda tamonlardan biri mukofot oladi.

Depozit amallari. Oltin moliyaviy aktiv hisoblangani uchun u o'z egasiga u qarz obyekti bo'lib qolganda daromad keltirishi mumkin. Mazkur amallar metallni hisob-varag'iga jalb qilish zarur bo'lganda amalga oshiriladi. Bunda oltin bo'yicha depozit stavkalari valyuta stavkalaridan odatda pastroq bo'lib qoladi, bu valyutaning ancha yuqori likvidligi bilan izohlanadi. Standart depozit muddatlari - 1, 2, 3, 6 va 12 oy, lekin ular kamaytirilishi yoki, aksincha uzaytirilishi mumkin. Bank, depozit shartnomalar doirasida qimmatbaho metallarni jalb qilib, ma'lum bir muddat mobaynida ulardan foyda olish uchun, masalan oltin qazib olishni mablag' bilan ta'minlash sxemasida, arbitraj operatsiyalari uchun va h.k. foydalanishi mumkin. Oltin egalari ega kiritilgan oltindan daromad olishadi, shuningdek tabiiy metallni saqlash bilan oshg'liq harajatlardan ozod bo'ladi.

Forvardlar. Yuqorida sanab o'tilgan bitimlardan tashqari jahon bozorida boshqa operatsiyalar amalga oshirilishi mumkin: metallni ikkinchi ish kunidan oshuvchi muddatga haqiqiy yetkazib berishni nazarda tutuvchi forvard bitimlar to'g'risida gap boradi. Bunday bitimni tuzib, xaridor kelajakda spot bozorida metallning narxi oshib ketishidan himoyalanaadi. Sotuvchi, o'z navbatida kelajakda narxlarning pasayib ketishidan o'zini himoya qilishni nazarda tutadi. Sug'urta qilish kelajakda o'zaro hisob kitoblarni amalga oshirish rejalashtirilayotgan narxni qayd etish yo'li bilan ta'minlanadi. Biroq, bunday bitim yanada qulayroq kon'yunkturadan foydalanish imkonini bermaydi.

Forvard bekor qilinishi mumkin emas. Uni faqat bitimda kelishilgan tovar miqdorini joriy kurs bo'yicha oldi-sotti yo'li bilan keyinchalik uni forvard bitimida belgilangan kurs bo'yicha sotib uni faqat muvozanatga keltirish (forvard pozitsiyasini yopish) mumkin. Banklararo oltin bozorida mazkur bitimlar juda kamdan-kam tuziladi. Metallni muddatga sotish zarur bo'lganda sotuvchi, odatda,

uni spot sharti bilan sotadi, keyin esa svop bitimini tuzadi: metallni spot shartlarida xarid qiladi va shu bira vaqta uni forward shartlarida sotadi.

Hosilaviy vositalar CFD operatsiyalari. Oltin bozoridagi investorlar o'rtasida eng ommabop vosita valyutalarning farqiga asoslangan (CFD) bitimlar hisoblanadi. Shu vaqtgacha biz tabiiy metall bozorlarini tashkil etishni va faoliyat yuritishni ko'rib chiqqan edik. Biroq virtual vositalar bilan sado qilish bilan bog'liq boshqa qism ham katta qiziqish uyg'otadi. Jahon moliya bozorlari tendensiyasini o'zgartirib yuborgan amaliyotlar ichida savdoni tezkor vositalar orqali amalga oshirish alohida ahamiyatga ega. 1970-yillarda boshlangan foizli stavkalarining va valyuta kurslarining o'zgarishi davri ortib borayotgan xatarlarni boshqarish uchun foydalanishi mumkin bo'lgan yangi moliyaviy vositalarga bo'lgan ehtiyojni yuzaga keltirdi. Hosilaviy moliya vositalari industriyasining rivojlanishi ko'p jihatdan ularning bozordagi o'zgaruvchan yo'nalishlarga tez va samarali aks ta'sir ko'rsatish qobiliyatlari bilan bog'liq.

Fyuchers. Jahon amaliyotida oltin fyuchers bitimlari bir necha birjalarda savdo qilinadi, bunda oltin bilan savdo qilish uchun tuziladigan bitimlarning eng ko'p hajmi Nyu-York Tovar birjasi (COMEX)da tuziladi. U yerda oltin bilan operatsiyalar 1974 yildan boshlab amalga oshirila boshladi. Fyucherslar bilan operatsiyalarning asosiy maqsadi xedjirlash va spekulyatsiyalardir. Mazkur bitimlarning jozibadorligi shundaki, uni tuzish uchun katta pul yoki ko'p miqdordagi tovar bo'lishi shart emas. Nisbatan uncha katta bo'lmagan kapitalga kiritiladigan mablag'lar katta foyda keltirishi mumkin.

Shoshilinch bitimning boshqa ommabop shakli 1976 yilda birinchi marta kiritilgan oltinga opsiyon hisoblanadi, bunday shakl Amerikada u bilan o'tkazilgan operatsiyalardan so'ng 1982 yilda keng tarqalib ketdi.

Xejdirlashning boshqa vositalariga nisbatan opsiyon shunisi bilan jozibadorki, u kon'yukturaning noqulay o'zgarishidan muhofaza qilish maqsadida ijro etish narxini qayd qilishdan tashqari u qulay kon'yukturadan foydalanish imkonini beradi. Opsiyon xaridorining yo'qotishlari maksimal miqdori to'plangan mukofot

bilan chegaralangan, yutuq esa imkoniyatli tarzda chegaralanmagan. Mos ravishda, opsiya sotuvchisi uchun aksincha vaziyat paydo buladi. Opsionlar birjadan tashqari bozorda ham muomalada bo'lishi mumkin. Bunday opsiya dilerlik opsiylari deyiladi. Ular farq qiluvchi jihatlari shundaki, u birja tomonidan emas, balki aniq yuridik shaxs tomonidan emitatsiya qilinib, u opsiyaning ijro etilishini kafolatlaydi. Bunda dilerlik opsiylarini ikki guruhga ajratish mumkin:

- xususiy spekuliyativ talabni qondirish uchun chakana bozorda sotish uchun mo'ljallangan opsiylar;

- oltin savdo opsiylari.

Xususiy spekuliyativ talabni qondirish uchun chakana bozorda sotish uchun mo'ljallangan opsiylar dastlab yuqori riskli edi. Chunki 1970-yillarning ikkinchi yarmida AQSHda bozorning yuqori dajada o'zgaruvchi bo'lganligi tufayli juda ko'p firibgarlik holatlari qayd etilgan. Dilerlik opsiylari bilan savdo qilishni tashkil etish yangi talablarning kiritilishi hokimiyatning bunga aks ta'siri bo'ldi. Xususan, kastodial bankda oltinni deponentlash, shuningdek diler uchun opsiyni ijro etguncha yoki uning amal qilish muddatini o'tib ketguncha opsiya mukofotini deponentlash nazarda tutilgan edi.

Oltin savdo opsiylari. Bu yerda bitimlar subyektlari tarzida oltin qazib oluvchi korxonalar, sanoat iste'molchilari va yirik dilerlar ishtirok etadilar. Bunday opsiylar bilan amalga oshiriladigan bitimlar katta hajmlari va amal qilish muddatlari uzoq vaqt talab qilishi bilan ajralib turadi. Bunday opsiylarning vazifasi metall ishlab chiqaruvchilarning va iste'molchilarining narxdagi xatarlarini silliqlash hisoblanadi, ya'ni jarayon ishtirokchilarini spekuliyativ motivi emas, balki xedjirlashdir.

Birja opsiylaridan farqli ravishda, uning muhim parametrlariga nisbatan axborotning har tomonlama ochiqligi bilan tavsiflanib, dilerlik opsiylari yoki to'g'ridan to'g'ri sotiladi yoki dilerlik tarmog'i orqali sotiladi. Har qanday holatda ham opsiylar bilan amalga oshiriladigan barcha bitimlar tegishli hisobotni taqdim etish bilan birga kechishi kerak, bu esa opsiya bitim shartlarini bajarilishini

kafolatlashi va ishtirokchilarning xatarlarini kamaytirishi kerak. Fyucherslar va opsiyonlar bilan (qog'ozdagi oltin) savdo qilish sariq metallni xarid qilish-sotish aylanmasidan ko'p karra yuqoriroqdir (ular faqat bir necha foizni tashkil etadi). Shu bilan birga, tabiiy oltin bozoriga iqtisodiy ma'no bo'yicha ikkilamchi bo'lgan hosilaviy vositalar industriyasi keyingi vaqtlarda hajmi ko'p karra ortiq bo'lgani tufayli baza aktivining narx dinamikasiga ulkan ta'sir ko'rsatadi. Oltin bilan birja bitimlari ishtirokchilari bozorning yuqorid darajada o'zgaruvchanligidan manfaatdorlar, chunki bu daromadni oshirish imkonini yaratadi. Aynan spekulyantlarning harakatlari ko'pincha bozorning harakatini keskin kuchaytiradi. 1980 yilda oltin narxining misli ko'rilmagan darajada ko'tarilib ketishi va 1997-1999 yillarda keskin tushib ketishi ko'p jihatdan ana shu holat bilan izohlanadi.

Odatda, oltin narxi jahon iqtisodiyotidagi vaziyatga bog'liq bo'ladi. Undan tashqari, oltinning qiymati doim muqobil investitsion vositalarning samaradorligi yoki zararli ekanligining indikator bo'lgan. Mablag'larning aylanishi o'sgan, shuningdek oltin kapitali o'sishining turli xil vositalari keng ko'llanilgan davrda oltin tabiiy ravishda narxi mos holda tushgan edi. Aksincha, iqtisodiyot stagnatsiyasi holatida, uning orqaga ketishi yoki retsessiyasi pastida oltin investorlar tomonidan kapitalni qayd etishning va uning bundan keyingi saqlanishining eng barqaror va likvid vositasi sifatida idrok qilingan edi. Bu yerda valyuta bozori bilan o'xshashlikni qayd etish va oltinni shveysariya franki bilan taqqoslash mumkin bo'lib, bu valyuta o'zgarishlarini kutib o'tkazish mumkin bo'lgan bufer sifatida hisoblangan. Boshqacha aytganda, bozorda "buqalar" hukmronlik qilganda, ehtiyoj ortadi va iqtisodning barcha sektorlarini o'z ketidan tortadi, oltin soyaga o'tadi. Lekin faqat vaqtincha... Biroq, iqtisodiyotning hamma o'zgarishlari xam global umumjahon tavsifga ega bo'lavermaydi. Misol uchun, ikki tanazzulli vaziyatni tahlil qilamiz: biri Rossiyada 1998 yilda yuzaga keldi; ikkinchisi hozir kechmoqda va butun jahon hamjamiyatida aks etmoqda.

1998 yilning avgust oyida Rossiya ancha qiyin davrni boshidan o'tkazdi: davlat qisqa muddatli obligatsiyalari narxining tushishi, neft inqirozi, shuningdek

buning ketidan yuz bergan rublning devalvatsiyasi har bir kishiga ta'sir ko'rsatdi. Shunda rossiyaliklar o'z jamg'armalarini saqlab qolish uchun banklarda mavjud bo'lgan barcha oltinni sotib olishdi va yutqazishmadi. 1998 yilning avgustidan boshlab, oltinning bir unsiyasi narxi uch martadan ortiq ko'tarildi. hatto o'sha vaqtlar undiriladigan 20% QQSni hisobga olganda ham oltin investorlarning ishonchini oqladi. Biroq o'sha vaqtda jismoniy shaxslar oltinni faqat o'z mamlakatlari banklaridan sotib olish imkoniyatiga ega edilar. Bunda oltinning unsiyasi qiymati aynan ichki bozorda shakllanar edi, unda uning narxi yetkazib beruvchilarning cheklanganligi va Rossiya ichida talabning yuqoriligi tufayli umumjahon jarajasidan mos ravishda yuqori bo'lgan. Hozir esa rossiyaliklar uchun inqirozning mahalliylikiga bog'liq bo'lmagan holda jahonning ochiq bozorida oltinni sotib olish uchun barcha imkoniyatlar bor. Bu Rossiyada moliyaviy va birja institutlarining rivojlanishi tufayligina mumkin bo'lmay, balki xalqaro bozorlargi chiqish imkoniyatini taqdim etuvchi ko'p sonli brokerlarning paydo bo'lishi bilan ham mumkin bo'ldi.

2008-yilgi jahon moliyaviy-iqtisodiy inqirozi birmuncha fundamental xususiyatga ega. U turli xil mamlakatlarning faqat iqtisodiyotigagina singib kirmay, balki retsessiyani ham vujudga keltiradi. Shuning uchun oltinni xarid qilish ham jamg'armalarini saqlab qolishning eng ishonchli usullaridan biri sifatida qaraladi.

Oltinning qiymatiga boshqa omillar ham shubhasiz ta'sir ko'rsatadi. Masalan, dollar va neftning qiymati. Bunda oltin qiymatining dinamikasi dollar kursi bilan teskari bog'lanishda, neft narxlari bilan esa to'g'ridan to'g'ri bog'lanishda bo'ladi. Buning sababishu bilan izohlanadiki, valyuta bozorining o'zg'aruvchanligida va dollar kursining pasayishida oltin yana muqobil investitsion gavan sifatida ishtirok etadi. Neftga keldaigan bo'lsak, u holda bir barel neft narxining o'sishida oltin neftdollarlarini ishlab chiqarish vositasi sifatida ishtirok etadi.

Nazorat savollari

1. Qimmatbaho metallar bozorining qo'llanish xususiyatlari.
2. Qimmatbaho metallar bozori ishtirokchilari va ularning faoliyat xususiyatlari.
3. Banklarning qimmatbaho metallar bozori ishtiroki.
4. Oltin bozori rivojlanishiga valyuta bo'yicha oltin standartining bekor qilinishining ta'siri.
5. Qimmatbaho metallar savdosida hosilaviy instrumentlar qo'llanilishi.
6. Jahon moliyaviy-iqtisodiy inqirozlari sharoitida oltin savdosi.
7. Oltin savdosida opsiyolarning qo'llanish mexanizmi.
8. Oltin savdosida fyucherslarning qo'llanilishi.
9. Oltin savdosida svop operatsiyalari qo'llanish mexanizmi.
10. Oltin savdosida spot opreatsiyalari qo'llanilishi.

XIV BOB. XALQARO HOSILAVIY MOLIYAVIY INSTRUMENTLAR BOZORI

14.1. Hosilaviy qimmatli qog'ozlarning iqtisodiy mohiyati va ularning o'ziga xos xususiyatlari

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

Bo'sh turgan mablag'larni investitsiyalarga aylanishi moliya bozorida amalga oshirilgan ekan, so'nggi paytda uning tarkibida hosilaviy qimmatli qog'ozlar segmenti tobora asosiy o'rinni egallab borayotganligini ko'rishimiz mumkin. O'zbekiston Respublikasi "Qimmatli qog'ozlar bozori to'g'risi"dagi Qonunida hosilaviy qimmatli qog'ozlarga quyidagicha ta'rif berilgan: "**Qimmatli qog'ozlarning hosilalari** — o'z egalarining boshqa qimmatli qog'ozlarga nisbatan huquqlarini yoki majburiyatlarini tasdiqlovchi va yuridik shaxslar tomonidan opsiya, qimmatli qog'ozlarga doir fyucherslar, depozitar tilxatlar va boshqa moliyaviy vositalar tarzida chiqariladigan qimmatli qog'ozlar"⁶³dir. Ushbu bobda biz hosilaviy qimmatli qog'ozlar, ularning o'ziga hos xususiyatlari, qo'llanilishi haqida fikr yuritimiz.

Shartnoma shartlarini bajarish muddatlari nuqtai nazaridan bozorlar **spot bozori** va **muddatli bozorga** ajratilgan ekan, bunda **spot bozori** naqd shartnomalar bozori hisoblanadi. Spot bozoridabir vaqtningo'zida qimmatli qog'ozlar keltiriladi

⁶³O'zbekiston Respublikasi Qonuni "Qimmatliqog'ozlarbozorito'g'risida"gi. 3-modda.

va ular bo'yicha to'lovlar amalga oshiriladi. Turli davlatlarning qonunlarida kontragentlarning bitimlarni imzolagandan so'ng o'zaro to'lovlarni necha kunlarda amalga oshirishlari belgilab qo'yilgan. Spot bozorida shakllanuvchi narxlar **spot narxlar** deyiladi.

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

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

Muddatli bozor ikkita muhim funksiyalarni, tadbirkorlarning kelgusidagi rejalarini boshqalarniki bilan muvofiqlashtirish va iqtisodiy holat noaniqligida narx bo'yicha risklarni sug'urtalash funksiyalarini bajaradi. Modomiki, hosilaviy qimmatli qog'ozlar moliyaviy risklarni kamaytirishda samarali usul hisoblanadi, ular moliyaviy institutlarga shartnomalar orqali risklarni xedjirlash imkonini beradi, buning natijasida esa risklar kamayadi yoki yo'qoladi⁶⁴.

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

- forvard shartnomalari;
- fyuchers shartnomalari;

⁶⁴Frederic S.Mishkin, Stanley G.Eakins. Financial markets and Institutions – USA: Prentice Hall, Pearson Education, 2012. – p. 590

- opsiyon shartnomalari;
- svoplar.

Forvard shartnomalari bu ikki tomonning kelishuvi bo'lib, unga ko'ra bir tomon sotish majburiyatini olsa, ikkinchi tomon esa kelajakda amalga oshirishga kelishilgan ma'lum bir muddatda va o'rnatilgan narxda bazis aktivlarni olish imkoniyatiga ega bo'ladi. Forvard shartnomalari birjadan tashqari amalga oshiriladi va uni tuzish vaqtida kontragentlar biron bir xarajat qilishga majbur emas.

Fyuchers shartnomalari forvard shartnomalariga o'xshash kelishuvdir. Fyucherslarning o'ziga xos xususiyati shundan iboratki, bu instrument standartlashtirilgan bo'lib, u faqatgina birja savdolarining obyekt sifatida nomoyon bo'ladi. Amaliyotda fyuchers shartnomalarini sotib olish va sotish orqali risklarni xedjirlash mumkin.

Opsiyon shartnomalari ikki tomon o'rtasidagi shartnoma bo'lib, u uning egasiga qimmatli qog'ozlarni yoki tovarlarni bitimda kayd etilgan narxda belgilangan muddatda xarid qilish huquqini beradi.

Opsiionning o'ziga xos xususiyati shundaki, uning egasi qimmatli qog'ozning o'zini emas balki uni sotib olish yoki sotish xuquqini opsiyon mukofoti evaziga sotib oladi. Shuni ta'kidlash lozimki, opsiyon egasi vaziyatga qarab opsiyon yuzasidan sotib olish yoki sotish xuquqidan foydalanish yoki undan voz kechishi mumkin.

Svoplar bu ikki tomonning oldindan kelishilgan shartlariga muvofiq kelajakda ma'lum bir to'lovlarni va yoki bazis aktivlarni (kelishilgan miqdorda) almashtirish bo'yicha bitimidir.

Hosilaviy qimmatli qog'ozlarning asosini tashkil etuvchi bazis aktivlarga ko'ra ularni quyidagilarga ajratishimiz mumkin:

· *tovarlar bo'yicha* (neft, neft mahsulotlari, elektr energiya, metallar, qishloq xo'jaligi mahsulotlari – don, shakar va boshqalarga asoslangan hosilaviy qimmatli qog'ozlar);

· *valyutalar bo'yicha* (valyutaviy qiymatliklarga asoslangan hosilaviy qiymatli qog'ozlar);

· *fond birjalar bo'yicha* (aksiya, obligatsiya, fond indeksleri, volatillik indekslariga asoslangan hosilaviy qiymatli qog'ozlar);

· *foizlar bo'yicha* (qarz majburiyatlari bo'yicha foiz stavkalariga asoslangan hosilaviy qiymatli qog'ozlar);

· *kreditlar bo'yicha* (hosilaviy qiymatli qog'ozlar bo'yicha to'lovlar kreditlar bo'yicha muayyan bir holatlarning sodir bo'lishiga bog'liq);

· *nostandart bazis aktivlar bo'yicha* (ob-havo, saylov natijalariga asoslangan hosilaviy qiymatli qog'ozlar va boshqalar).

Hosilaviy qiymatli qog'ozlar aylanuvchi bozorlarga muvofiq ularni quyidagi guruhlariga ajratishimiz mumkin:

· *birja instrumentlari* (barcha ko'rinishdagi fyucherslar, birjada muomalada bo'luvchi standartlashtirilgan opsiyonlar);

· *birjadan tashqari instrumentlar* (forvardlar, nobirjaviy opsiyonlar, svoplar).

Muddatli bozorda quyida terminlardan foydalaniladi. Agar muddatli shartnomani imzolayotgan shaxs bazis aktivni sotib olish majburiyatini oladigan bo'lsa, u uzun pozitsiyasiga (long position) ega bo'ldi deyiladi. Aksincha bo'lsa, ya'ni agar u shartnoma bo'yicha boshqa tomonga kelajakdagi ma'lum bir sanada aktivlarni sotish majburiyatini olsa, u holda qisqa pozitsiyaga (short position) ega bo'ldi deb hisoblanadi⁶⁵. O'z navbatida "uzun kontrakt" va "qisqa kontrakt" kabi tushunchalar ham uchraydi. Bunda birinchi holat investor shartnomani sotib olganini bildirsa, ikkinchi holatda sotganini anglatadi⁶⁶.

14.2. Hosilaviy qiymatli qog'ozlarning rivojlanish tarixi

⁶⁵Frederic S.Mishkin, Stanley G.Eakins. Financial markets and Institutions – USA: Prentice Hall, Pearson Education, 2012. – p. 590

⁶⁶Burenin A. N. Rinok tsennix bumag i proizvodnix finansovix instrumentov:Uchebnoe posobie. – M.: 1 Federativnaya Knigotorgovaya Kompaniya, 1998. –166,167 s.

Hosilaviy qimmatli qog'ozlar haqidagi dastlabki fikrlar XVI–XVII asrlarga borib taqaladi. Hozirgi zamonaviy hosilaviy qimmatli qog'ozlarning o'tmishdagi prototiplari bo'lib qishloq xo'jaligi mahsulotlari bo'yicha tuzilgan shartnomalar hisoblanadi. Lekin ayrim ma'lumotlarga ko'ra hosilaviy qimmatli qog'ozlarga o'xshash instrumentlar ancha ilgari davrlarda ham mavjud bo'lgan. Shunday fikrlar ham borki, ularga ko'ra hosilaviy qimmatli qog'ozlarning o'tmishdagi prototiplari yozuv kashf etilishi bilan paydo bo'lgan (Mesopotamiya, eramizgacha IV ming yillik)⁶⁷.

Quyida qisqacha keltirilgan tarixiy ma'lumotlar orqali hosilaviy qimmatli qog'ozlarning ko'p asrlik rivolanishi va qo'llanilishi haqida tasavvurga ega bo'lishimiz mumkin.

Jumladan, XVII asr 30-yillarining oxirida Gollandiya va Angliyada lola o'simligini o'stirish va bunda ularning piyozlariga bo'lgan talab juda keskin ortib ketadi. Amsterdamda esa XVII asrning boshlaridayoq ular bo'yicha **opsionlar** savdosi amalga oshirilishi yo'lga qo'yilgan edi, 30-yillarga kelib esa Angliyadagi Qirollik birjasida **forward** shartnomalari ham paydo bo'ldi. Lola o'simligining piyozlari uchun tuzilgan shartnomalardan ko'rilayotgan daromadlarning o'sishi va savdoning rivojlanishidan so'ng 1636-1637 yillarda bozorda keskin pasayish kuzatildi⁶⁸.

XVII asrning 50-yillarida tarixdagi dastlabki **fyucherslar** bilan amalga oshirilgan savdolardan biri Yaponiyaning Osako shahridagi "Yodoyo" nomli guruch bozori bilan bog'liqdir. Bu davrda renta to'lovi uchun guruch hosilidan bir qismini oluvchi, yer egalarini kutilmagan ob-havoga tobelik qoniqtirmas, bundan tashqari ularga doimo naqd pul zarur bo'lar edi. Shuning uchun ular guruchlarni saqlash uchun shahardagi omborlarga yetkazib berishni va omborxonaga qaydnomalari, ya'ni guruch kuponlarini sotishni boshlashdi. Bu kuponlar o'z egalariga kelajakdagi ma'lum bir sanada, oldindan kelishilgan narxlarda

⁶⁷Weber E.J. A Short History of Derivative Markets. University of Western Australia, 2008. r.6
URL: http://www.uwa.edu.au/__data/assets/pdf_file/0003/94260/08_10_Weber.pdf.

⁶⁸Derivativi. (Seriya «Reuters dlya finansistov»)/Per.s angl. – M.: Alpina Publisher, 2002. – 17 s.

belgilangan sifatdagi guruchlarga ega bo'lish huquqini berar edi. Natijada yer egalari barqaror daromadga, savdogarlar esa guruchni kafolatli yetkazib berilishiga va kuponlarni sotishdan qo'shimcha foyda olish imkoniyatiga ega bo'lishdi. Xonma urug'idan bo'lgan Munexisa ismli savdogar narxlarni kelajakdagi o'zgarishini oldindan aytib berish maqsadida ularning o'zgarishini grafik, ya'ni "yapon shamlari" ko'rinishida aks ettira boshladi, va shu tariqa "chartizm" yoki texnik tahlilga asos solindi.

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

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

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

1848 yilda Chikago savdo palatasi (Chicago Board of Trade – CBOT) tashkil etildi va u sotuvchi hamda xaridorlar o'zaro tovar ayirboshlash operatsiyalarini o'tkazishlari mumkin bo'lgan joyga aylandi. Dastlabki savdolar naqd tovarlar bilan amalga oshirilgan bo'lsa, so'ngra esa savdolar tovarlarni kelishilangan narxlarda kelajakdagi ma'lum bir sanada yetkazib berish bo'yicha ham amalga oshirila boshlandi. Chikago savdo palatasida ro'yxatga olingan

birinchi forvard shartnomasi 1851 yil 13 martda qayd etilgan bo'lib, u 300 bushel (o'lchov birligi, 1 bushel=35,2l) makkajo'xorini yetkazib berishga tuzilgan.

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

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

Ma'lumki, birjada savdolar ochiq savdolar orqali amalga oshiriladi. Lekin hosilaviy qimmatli qog'ozlar bo'yicha shartnomalar birjadan tashqari holatda ham amalga oshirilishi mumkin. Garchi birjadan tashqari forvard va opsiyon bitimlaridan 70-yillargacha foydalanib kelingan bo'lsada, faqat 80-yillarga kelib bunday savdolar sezilarli darajada ortdi. Aynan mana shu davrda ilk marotaba svoplarning o'rni yaqqol ko'rindi. Dastlabki svoplar ichida shundaylari uchrar ediki, ularda majburiyatlar bo'yicha foiz to'lovlarining almashinuvi, ya'ni bir tomon o'zining qat'iy foiz stavkasini ikkinchi tomonning suzuvchi foiz stavkasiga almashtirar edi⁶⁹. Shu davrdan boshlab sotuvchi va sotib oluvchilar tomonidan moliyaviy richag samarasidan intensiv foydalanila boshlanganligi sababli hosilaviy qimmatli

⁶⁹Derivativi. (Seriya «Reuters dlya finansistov»)/Per.s angl. – M.: Alpina Publisher, 2002. – 19 s.

qog'ozlar riskni xedjirlash vositasidan yuqori daromad keltiruvchi instrumentga aylana boshladi.

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

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

Hozirgi kunga kelib hosilaviy qimmatli qog'ozlar bozori fond bozorining alohida segmenti sifatida rivojlanib kelmoqda, ayniqsa ushbu moliyaviy instrumentlar aylanmasini birjadan tashqariga chiqishi sababli ular cheklanmagan miqdorda muomalada bo'lish va turli bazis aktivlar bo'yicha, jumladan fond indekslari va boshqa hisob ko'rsatkichlari bo'yicha ham muomalaga kiritilish imkoniyatiga ega bo'ldi. So'nggi paytlarda hosilaviy qimmatli qog'ozlar bozori boshqa moliyaviy instrumentlarga qaraganda yuqori sur'atlarda o'sishda davom etmoqda va bu esa birjalardagi asosiy volatillik (o'zgaruvchanlik)ni hosil qilmoqda.

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

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

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

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

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

Forvard shartnoma davrida daromad to'lanmaydigan aktivlarning forvard narxi. Keling, dastavval forvard shartnoma davrida dividend to'lanmaydigan aksiya misolida ushbu masalani ko'rib chiqamiz. Faraz qilaylik, investor yarim yildan so'ng "A" aksiyadorlik jamiyatining aksiyalariga ega bo'lmoqchi. U aksiyalarni ikki yo'l bilan olishi mumkin: bugun ularni spot bozordan sotib olish orqali va forvard shartnoma orqali yarim yildan unga keyin ega bo'lish orqali. Agar forvard shartnomani imzolashda aksiyaning spot narxi 10000 so'mni, risksiz stavka 20%ni, shartnoma davri yarim yilni tashkil etgan bo'lsa, forvard narxni aniqlang.

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

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

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

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

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

bu yerda, F –forvard narx; S – spot narx; r – risksiz foiz stavka; t –forvard shartnomasini yakunlangunigacha bo'lgan davr (kunlarda).

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

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

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

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

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

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

Forvard shartnoma davrida daromad keltiradigan aktivlarning forvard narxi. Agar shartnoma amal qilish davrida aksiyalarga dividend to'lansa, u holdaforvard narxi uning xajmiga muvofiq korrektirovka qilinishi zarur. Zero, amaliyotda forvard shartnomani amalga oshirish davri davomida aksiya yoki

obligatsiyalarga dividend yoki kupon to'lovlarini to'lash bilan bog'liq holatlar ko'p uchraydi. Bunday holatlarda forvard narx mana shu to'lovlar miqdoriga pasaytirilishi zarur, negaki, forvard shartnomaning xaridori, qimmatli qog'ozlar egasidan farqli o'laroq ularni olmaydi. Dastavval oddiyroq holatni ko'rib chiqamiz, unga ko'ra dividend to'lovi shartnoma muddati tugash arafasida to'lanadi. Bunday holatda forvard narx quyidagi formula bilan aniqlanadi:

$$F = S \left(1 + r \frac{t}{365} \right) - Div \quad (3)$$

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

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

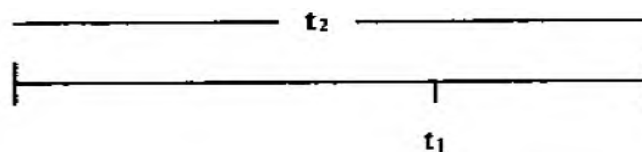
$$F = S \left[1 + (r - d) \frac{t}{365} \right] \quad (4)$$

bu yerda, d – dividend stavkasi.

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

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

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



1-rasm. Shartnomaning amal qilish davri (t_2) va dividend to'lash kuni (t_1)⁷⁰

⁷⁰Burenin A. N. Rinok tsennix bumag i proizvodnix finansovix instrumentov: Uchebnoe posobie. – M.: 1 Federativnaya Knigotorgovaya Kompaniya, 1998. –174 s.

Bunday holatda xaridor nafaqat dividendni, balki shartnomani amal qilish muddati tugaguniga qadar uni reinvestitsiya qilib olishi mumkin bo'lgan foizlarni ham yo'qotadi. Bu holatda (3) formula quyidagi ko'rinishga keladi:

$$F = S \left(1 + r_2 \frac{t_2}{365} \right) - Div \left(1 + r_{2,1} \frac{t_2 - t_1}{365} \right) \quad (5)$$

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

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

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

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

Mazkur holatda xaridor shartnomani ja'mi amal qilish davri davomida dividendni keltirilgan qiymati miqdoridagi summani investitsiya qilishdan olishi mumkin bo'lgan daromadlarini yo'qotadi. Bunda (5) formula quyidagi ko'rinishga keladi:

$$F = (S - D) \left(1 + r \frac{t}{365} \right) \quad (6)$$

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

Yuqorida ko'rib chiqilgan formulalar foizli instrumentlar uchun ham ko'llanilishi mumkin. Bunday holatda dividend to'lovi o'rniga bazis aktivga nisbatan to'lanuvchi kupon to'lovlari hisobga olinadi.

Tovarlarning forvard narxi. Agar forvard shartnoma bazis aktivi tovar hisoblansa, u holda uning egasi forvard shartnoma xaridoridan farqli ravishda tovarlarni saqlash, ularni transportda yetkazish va sug'urtalash bilan bog'liq qo'shimcha harajatlarni amalga oshiradi. O'z navbatida tovarning forvard narxi ko'rsatilgan xarajatlar summasiga mos ravishda oshirilishi lozim. Agar tovarni saqlash xarajatlari, transport xarajatlari va sug'urtalash bilan bog'liq xarajatlardan

bir dona mahsulotga qancha to'g'ri kelishi aniq belgilangan bo'lsa, u holda bunday tovarning forvard narxi quyidagi formula bilan aniqlanishi mumkin:

$$F = S \left(1 + r \frac{t}{365} \right) + Z \quad (7)$$

Bu yerda, F – tovarning forvard narxi; S –tovarning spot narxi; Z – tovarni saqlash, transport xarajatlari va sug'urtalash bilan bog'liq xarajatlar (bir dona mahsulotga); t – forvard shartnoma muddati (kunlarda).

Agar saqlash xarajatlari, transport xarajatlari va sug'urtalash bilan bog'liq xarajatlar tovarning qiymatiga bog'liq holda o'zgaruvchan bo'lsa (bunday holat kam uchraydi), u holda bunday tovarning forvard narxi quyidagicha hisoblanadi:

$$F = S \left(1 + (r + z) \frac{t}{365} \right) \quad (8)$$

Bu yerda, z – tovarni saqlash, transport xarajatlari va sug'urtalash bilan bog'liq xarajatlar (bir yil hisobida tovar qiymatidan foizda)

Misol. 1 unsiya oltinning spot narxi 1875 dollar. Agar risksiz foiz stavkasi yillik 7%ni tashkil etsa, tovarni saqlash xarajatlari, transport xarajatlari va sug'urtalash bilan bog'liq xarajatlar bo'yicha quyidagi ikki holatni inobatga olgan holda, oltinning uch oylik forvard narxi qanchaga teng bo'ladi?

- 1) Har bir unsiyaga 15 dollardan xarajat to'g'ri keladi;
- 2) Tovar qiymatidan yillik 4% miqdorida to'g'ri keladi.

Birinchi holatda forvard narxga xarajatlarni qo'shish lozim.

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

Ikkinchi holatda esa risksiz foiz stavkaga oltinning qiymatidan kelib chiqib aniqlanadigan xarajatlar miqdorini qo'shish orqali tovarning forvard narxini aniqlash lozim.

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

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

14.4. Fyuchers shartnomalarining mohiyati va ularning o'ziga xos jihatlari

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

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

- fyuchers shartnomasi standartlashtirilgan hisoblanadi (shartnomalarning o'ziga xos xususiyatlaridan kelib chiqib, bitim bo'yicha barcha shartlar (yetkazib berish narxidan tashqari) birja tomonidan belgilanadi);
- fyuchers shartnomasini amalga oshirilishi birja tomonidan kafolatlanadi;
- fyuchers bozorining ishtirokchisi shartnoma muddati tugagunicha istalgan vaqtda o'zining pozitsiyasini qarama – qarshi yo'nalishdagi shartnoma (ofset) bilan yopishi mumkin (jumladan, fyuchers bozorida qisqa pozitsiyani yopish uchun huddi mana shuncha shartnomalar miqdorida uzun pozitsiyasini ochish lozim, bunday holatda savdo ishtirokchisining pozitsiyasi bekor qilinadi);
- fyuchers bozorida moliyaviy kafolat tizimi amal qiladi, bunda har bir fyuchers shartnomasi bo'yicha ma'lum bir pozitsiyani ochish uchun birja eng kam miqdorda garov ta'minotini belgilaydi hamda uni saqlaydi. Garov badali boshlang'ich yoki depozit marjasi deb atalib, u asosan shartnoma summasidan 2 – 10% ni tashkil etadi.

Fyuchers shartnomalarining asosini nafaqat tovalar, balki moliyaviy instrumentlar ham tashkil etishi mumkin. Bazis aktivlarini moliyaviy instrumentlar, ya'ni qimmatli qog'ozlar, fond indeksleri, valyutalar, bank

depozitlari tashkil etuvchi shartnomalar moliyaviy fyuchers shartnomalari deyiladi⁷¹.

Moliyaviy fyuchers shartnomasi foiz stavkalariga asoslangan forvard shartnomasiga o'xshaydi, modomiki u moliyaviy instrumentlarni bir tomondan ikkinchi tomonga, kelajakda belgilangan muddatda yetkazib berilishidan darak beradi. Lekin u forvard shartnomasidan ma'lum bir tomonlari bilan farqlanadi, jumladan fyuchers shartnomalari forvard bozoridagi defolt holatlari va likvidlilik bilan bog'liq muammolarni yengib o'tadi.⁷²Hozirgi kunda zamonaviy fyuchers bozorlari asosan moliyaviy fyuchers shartnomalari hisobiga rivojlanib kelmoqda.

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

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

Fyuchers narxi va spot narxi o'rtasidagi farq bazis deb ataladi. Shartnoma muddatining oxirida bazis nolga teng bo'ladi, chunki fyuchers narx va spot narx o'zaro bir nuqtada kesishadi, ya'ni bazis aktivning fyuchers narxi spot narxga

⁷¹Burenin A. N. Rinok tsennix bumag i proizvodnix finansovix instrumentov:Uchebnoe posobie. – M.: 1 Federativnaya Knigotorgovaya Kompaniya, 1998. –180 s.

⁷²Frederic S.Mishkin, Stanley G.Eakins. Financial markets and Institutions – USA: Prentice Hall, Pearson Education, 2012. – p. 593

yaqinlashib boradi. Bazis, tovar – hom ashyo mahsulotlari bilan savdolarida alohida ahamiyatga ega⁷³.

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

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

Yuqoridagilarni quyidagicha yozish mumkin:

$$\text{Fyuchersnarx} = \text{Spotnarx} + \text{Foizlar} + \text{Saqlashvasug'urtalashxarajatlari}$$

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

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

bu yerda, I_k — kredit foizi; S — bazis aktivning spot narxi; Z — saqlash va sug‘urtalash xarajatlari, u holda arbitrajer:

- a) shartnomani sotadi;
- b) I_k foizda mablag‘larni qarzga olib, unga bazis aktivni sotib oladi va uni yetkazib berish davrigacha saqlaydi;

v) shartnoma muddati tugaganidan so‘ng aktivlarni yetkazib beradi va quyidagi o‘lchamda foyda oladi [$F - (S + I_k + Z)$]. Qimmatli qog‘ozlar bilan savdoda Z nolga teng. Agar

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

bu yerda, I_d — depozit foizi, u holda arbitrajer:

- a) shartnomani sotib oladi;
- b) aktivni I_k foizda qarzga oladi;

⁷³ Derivativi. (Seriya «Reuters dlya finansistov»)/Per.s angl. – M.: Alpina Publisher, 2002. – 52 s.

v) aktivni sotadi va olingan summani I_d foiz bilan joylashtiradi;

g) shartnoma muddati tugaganidan so'ng depozit bo'yicha foizlarni oladi, shartnoma bo'yicha aktivlar uchun to'lovni amalga oshiradi, kreditorga foizlari bilan qaytaradi. Uning foydasi esa quyidagicha bo'ladi: $(S + I_d - I_k - F)$.

Fyucherslar orqali savdolarni amalga oshirishda bozor ishtirokchilari tomonidan ma'lum bir strategiyalar yuritilib, ularning ichida eng oddiy ko'rinishi bu fyuchers shartnomalarini sotish va sotib olishdir. Shuningdek investor bir vaqtning o'zida uzun va qisqa pozitsiyalarni ochishi ham mumkin. Bunday strategiya spread yoki streddl deb ataladi. Investor bunday harakatlarni turli fyuchers shartnomalarining narxi yetkazib berish narxiga teng kelmasligini taxmin qilganda amalga oshiradi. Shu bilan birgalikda spreadni shakllantirish, faqat uzun yoki qisqa pozitsiyani ochishdan ko'ra kam riskli strategiya hisoblanadi. Spread orqali investor narxlarni umumiy o'zgarish darajasi bilan bog'liq zararlarni bartaraf etadi va ayrim sabalarga ko'ra kelib chiqqan narxlarning og'ishi hisobidan foyda olishni mo'ljallaydi.

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

14.5. Opsionlar mohiyati va qo'llanilishi

Opsion kelishilgan muddat davomida ma'lum bir mukofot summasi hisobiga belgilangan miqdordagi tovarlar yoki moliyaviy instrumentlarni belgilangan (kelishilgan) narx bo'yicha sotib olish yoki sotish huquqini beruvchi bitimni o'zida aks ettiradi. Bundan ko'rinib turibdiki, opsionlarning ikkita asosiy turi amal qiladi. Ya'ni xarid qilish bo'yicha opsion (*option call*) kelajakda bitimda belgilangan

shartlarda bazis aktivini sotib olish huquqini bersa, sotish bo'yicha opsiyon (*option put*) o'z egasiga kelajakda bazis aktivini bitim shartlariga muvofiq sotish huquqini beradi. Bitimda qayd etilgan bazaviy aktivlar bahosi opsiyonning ijro etilish (bajarilish) bahosi (*strike price*) deb ataladi. Bitimda kelishilgan sana bitim muddatining tugash sanasi (*expiration date*) yoki to'lov muddati (*maturity*) deb ataladi. Opsion bitimini amalga oshirish stiliga ko'ra Amerika opsiyon va Yevropa opsiyonga bo'linadi. Amerika opsiyon (American option)lari ular amal qilish muddatining tugaguniga qadar istalgan paytda bajarilishi mumkin. Yevropa opsiyon (European option)lari esa ularning tugash muddatiga kelibgina amalga oshirilishi mumkin. Opsionlar birjada va birjadan tashqarida kotirovkalanadi. Fond birjalarida aksariyat holatlarda kotirovkalanadigan opsiyonlar bo'yicha bitta opsiyon bitimining predmeti sifatida 100 ta aksiyani sotib olish yoki sotish olinadi.

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

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

Quyidagi jadvalda 2013-yil 29-mayda savdolarining yopilish vaqtida qayd etilgan Intel kompaniyasi aksiyalariga amerika opsiyonlari bahosi keltirilgan (14.1-jadval). Opsionlarning amal qilish muddatlari iyunda, iyulda va oktyabrda tugaydi. Iyundagi opsiyonlar 2013-yil 21-iyungacha, iyuldagi 2013-yil 19-iyulgacha, oktyabrdagi esa 2013-yil 18-oktyabrgacha amal qiladi. 2013-yil 29-mayda

savdolarning yopilish vaqtida Intel kompaniyasi aksiyalari bahosi 20,83 dollarga teng.

14.1-jadval

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

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

Faraz qilaylik, investor brokerga Intel kompaniyasi aksiyalariga bir dona oktyabrgacha opsiolar kollni 22,5 dollar ijro etilish bahosi bilan sotib olish to'g'risida topshiriq berdi. Broker bu topshiriqni Chikago opsiolar birjasida bitim tuzuvchi treyderga yubordi. So'ngra bu treyder Intel kompaniyasi aksiyalariga oktyabrgacha opsiolar kollni 22,5 dollar ijro etilish bahosi bilan sotishni hohlovchi boshqa treyderni topadi. Taxmin qilaylik, opsiolar mukofoti (bahosi) yuqoridagi jadvalda ko'rsatilgani kabi 1,15 dollar. Bu summa bir dona aksiyani sotib olish uchun opsiolar bahosini o'zida aks ettiradi. AQShda bir dona opsiolar shartnomasi 100 ta aksiyani sotish yoki sotib olish bo'yicha tuziladi. Shunday ekan, investor broker orqali 115 dollarni birja hisobraqamiga o'tkazish kerak. Shundan so'ng birja bu summani kontragent hisobraqamiga o'tkazadi.

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

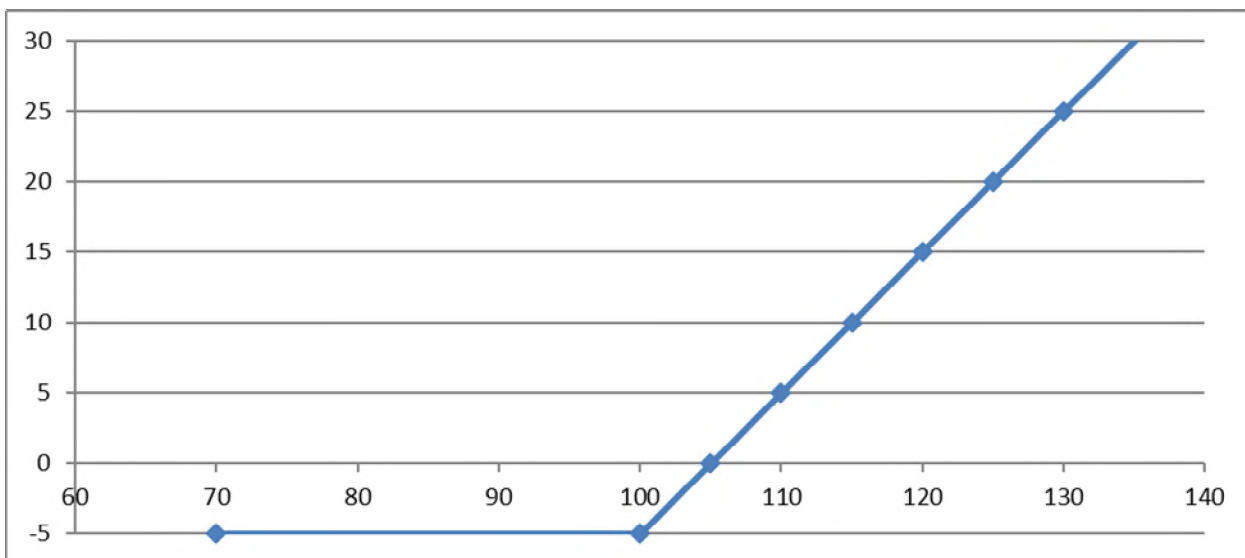
22,5)x100)ni, opsiyon bahosini hisobga olgan holda 635 dollar (750 – 115)ni tashkil etadi.

Ikkinchi muqobil bitimni ko‘rib chiqamiz. Masalan, investor bitta iyuldagi opsiyon putni 20 dollar ijro etilish bahosi bilan sotib olmoqchi. Yuqoridagi jadvaldan ko‘rinib turibdiki, bu opsiyon har bir aksiya bo‘yicha 0,85 dollar va bitta opsiyon bitimi bo‘yicha 85 dollar (100x0,85)ni tashkil etadi. Bunda investor 85 dollar evaziga 2013-yil 19-iyulgacha Intel kompaniyasi har bir aksiyasini 20 dollardan sotish huquqini oladi. Agar Intel kompaniyasi aksiyalari 20 dollardan oshib ketsa opsiyon bajarilmaydi va investor 85 dollarni yo‘qotadi. Lekin aksiyalar bahosi 15 dollarga teng bo‘lsa, investor tomonidan opsiyon ijro etiladi va 100 ta aksiyani 20 dollardan sotish natijasida 500 dollar miqdorida foyda oladi. Bunda opsiyon bahosini chegirgan holda operatsiya bo‘yicha sof foyda 415 dollarni tashkil etishini ta‘kidlash mumkin.

Yana bir holatni ko‘rib chiqamiz. Investor eBay kompaniyasi 100 ta aksiyasiga 100 dollar ijro etilish bahosi bilan Yevropa opsiyon koll sotib oldi. Faraz qilaylik, aksiyalarning joriy bahosi 98 dollarga teng, opsiyon bo‘yicha to‘lov muddati to‘rt oyga teng, opsiyonlar bahosi (mukofoti) esa har bir aksiyani xarid qilish uchun 5 dollar. Dastlabki investitsiya summasi 500 dollar. Opsionning Yevropa opsiyon ekanligi sababli investor uni faqat to‘lov muddatining tugash vaqtida bajarishi mumkin. Agar ijro etilish vaqtida aksiya bahosi 100 dollardan past bo‘lsa, investor opsiyon shartnomasini bajarish uchun qabul qilmaydi. Ya‘ni bozorda aksiya bahosi 100 dollardan past bo‘lgan holatda ularni 100 dollardan sotib olishdan hech qanday ma‘no yo‘q. Bunday holatda investor o‘z-o‘zidan dastlabki investitsiya summasini, ya‘ni 500 dollarni yo‘qotadi. Lekin opsiyon muddatining tugash sanasida aksiyalar bahosi 100 dollardan yuqori bo‘lsa opsiyon bajarishga qabul qilinadi. Faraz qilaylik aksiya bahosi muddat oxirida 115 dollarga teng bo‘lsa, opsiyon bajariladi va investor 100 ta aksiyani 100 dollardan sotib oladi. Bu aksiyalarni darhol sotish natijasida investor har bir aksiya bo‘yicha 15

dollardan foyda oladi. Umumiy operatsiya bo'yicha investor foydasi opsiyon bo'yicha dastlabki qo'yilmani hisobga olgan holda 1000 dollarni tashkil etadi.

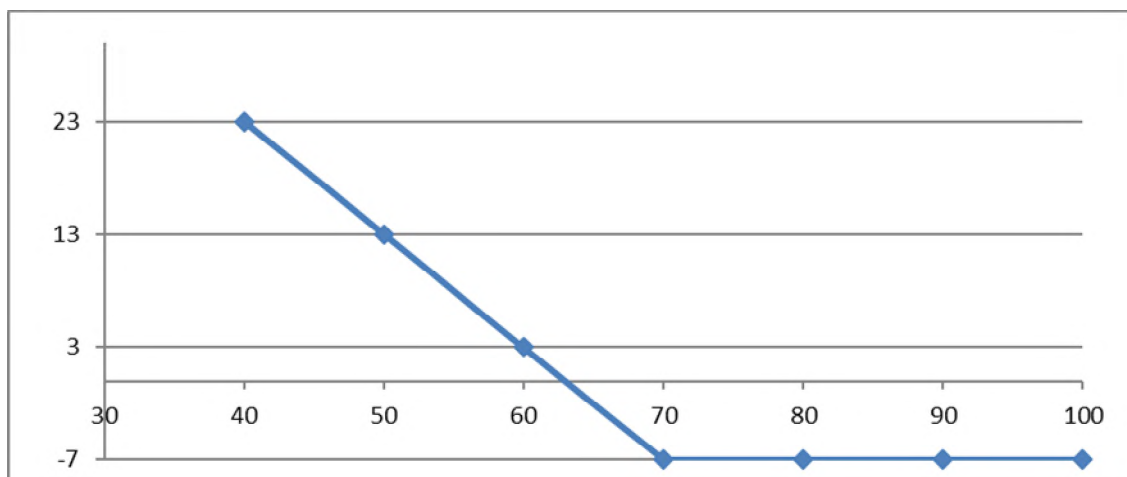
Quyidagi rasmda opsiyon bajarilish vaqtida bir dona aksiya bahosiga investor foyda yoki zararining bog'liqligi ko'rsatilgan (14.1-rasm). Ba'zida opsiyonlarning bajarilishi investor uchun zarar sifatida aks etishi mumkin. Faraz qilaylik, oldingi misolda opsiyon amal qilishining so'nggi kunida eBay kompaniyasi aksiyalari bahosi 102 dollarga teng. Investor opsiyonni bajarishi mumkin va 200 dollar samaraga ega bo'lishi mumkin. Lekin mazkur holatda uning zarari 300 dollarga teng, chunki dastlabki investitsiya (opsiyon mukofoti) 500 dollarni tashkil etadi. Bir qarashda investor mazkur holatda opsiyonni bajarmasligi kerak. Lekin operatsiyani bajarmaslik, o'z navbatida, 500 dollarning yo'qotilishiga sabab bo'ladi. Bundan xulosa qilish mumkinki, opsiyon muddati tugash sanasida aksiya bahosi opsiyonni bajarish bahosidan yuqori bo'lsa uni bajarish lozim.



14.1-rasm. Bay kompaniyasi birdona aksiyasiga Yevropa opsiyonkoll sotib olish bo'yicha foyda miqdori. Opsiyon mukofoti 5 dollar, ijroetilishbahosi 100 dollar.

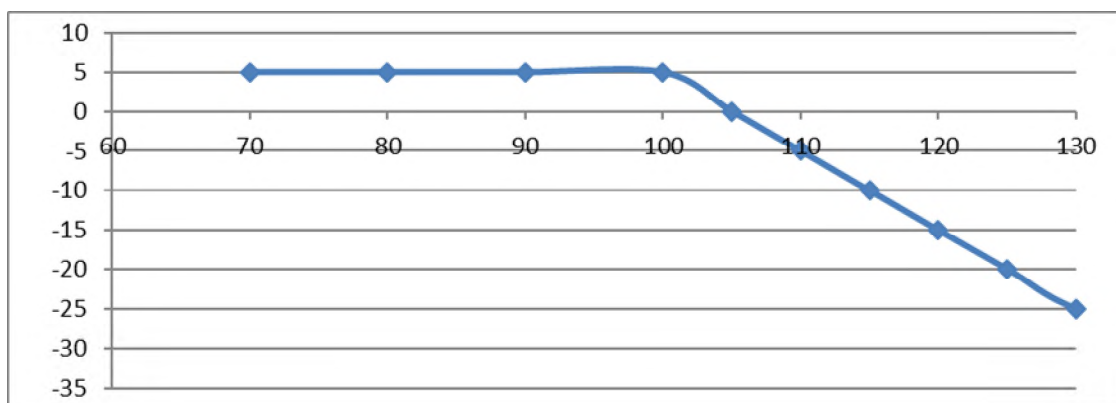
Opsiyon koll egasi aksiyalar bahosi o'sishini, opsiyon put egasi esa aksiya bahosi pasayishini kutadi. Yana bir holatni ko'rib chiqamiz. Investor IBM kompaniyasi 100 ta aksiyasiga 70 dollar ijro etilish bahosi bilan Yevropa opsiyon

put sotib oldi. Faraz qilaylik, aksiyalar joriy bahosi 70 dollarga, opsiyon amal qilish muddati 3 oyga, bitta aksiyani sotish bo'yicha opsiyon mukofoti 7 dollarga, o'z navbatida dastlabki investitsiya summasi esa 700 dollarga teng. Opsiyon Yevropa opsiioni bo'lganligi sababli uning amal qilish muddati tugash vaqtida agar aksiyalar bahosi 70 dollardan past bo'lsa bajariladi. Faraz qilaylik, o'sha payt aksiyalar bahosi 55 dollarga teng. Bunday holatda investor 100 ta aksiyani 55 dollardan sotib olishi va opsiyon put sharti bo'yicha 70 dollardan sotishi mumkin. Natijada investor operatsiya bo'yicha 1500 dollar samaraga ega bo'ladi, opsiyon mukofotini hisobga olgan holda operatsiya bo'yicha sof foyda 800 dollarni tashkil etadi. Lekin investorning foyda olishiga hech qanday kafolat yo'q. Agarda muddat tugash vaqtida aksiya bahosi 90 dollarga teng bo'lsa opsiyon put o'z ahamiyatga ega bo'lmaydi va investor 700 dollar yo'qotadi. Quyidagi rasmda investor foyda yoki zararining aksiyaning yakuniy bahosiga bog'liqligi ko'rsatilgan (14.2-rasm).



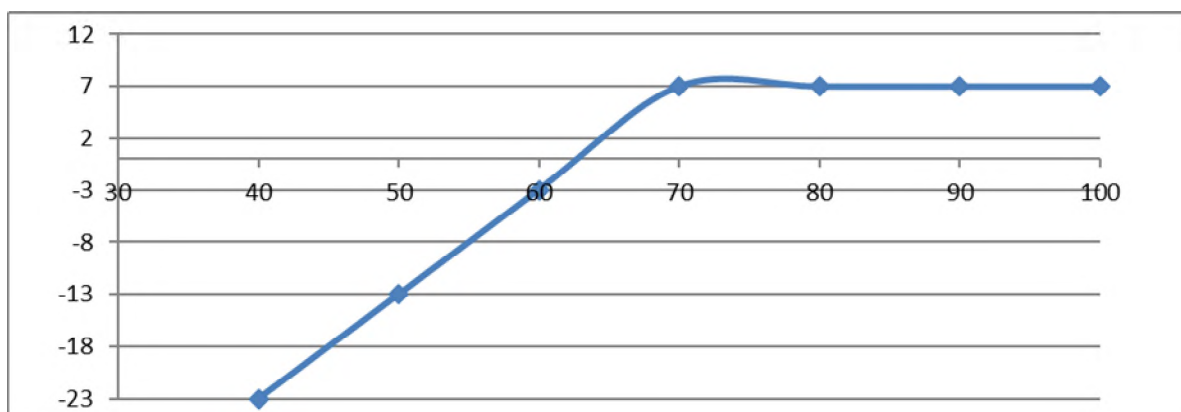
14.2-rasm. IBM kompaniyasi bir dona aksiyasiga Yevropa opsiyon put sotib olish bo'yicha foyda miqdori. Opsiyon mukofoti 7 dollar, ijro etilish bahosi 70 dollar.

Amerika opsiyonlari Yevropa opsiyonlariga nisbatan birmuncha ommabop hisoblanadi. Chunki amerika opsiyonlarini bajarish uchun Yevropa opsiioni kabi tugash muddatini kutish talab qilinmaydi. Shundan kelib chiqqan holda quyida asosan amerika opsiyonlarining muddatdan oldin bajarilishi bilan bog'liq holatlarni ko'rib chiqamiz.



14.3-rasm. eBay kompaniyasi bir dona aksiyasiga Yevropa opsiya koll sotish bo'yicha foyda miqdori. Opsiya mukofoti 5 dollar, ijro etilish bahosi 100 dollar.

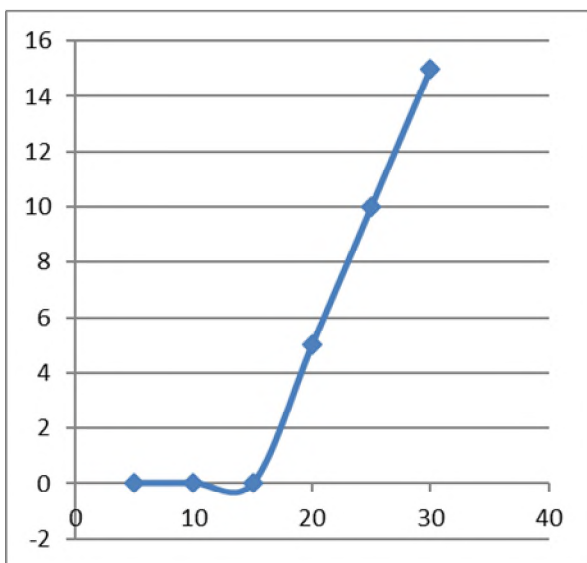
Har bir opsiya shartnomasida ikkita tomon amal qiladi. Bunda bir tomonda uzun pozitsiyaga ega investor (opsiya sotib oluvchi), ikkinchi tomonda esa qisqa pozitsiyaga ega investor (opsiya sotuvchi) turadi. Opsiya sotuvchi belgilangan majburiyatni o'ziga olish uchun pul mablag'i oladi. Uning foyda yoki zararlari opsiya sotib oluvchining foyda yoki zararlari teskari bog'liqlikda namoyon bo'ladi. Yuqorida ko'rib chiqilgan masalalar bo'yicha opsiya sotuvchi foyda yoki zararlari aksiya yakuniy bahosiga bog'liqligi quyidagi rasmlarda keltirilgan (14.3, 14.4-rasmlar).



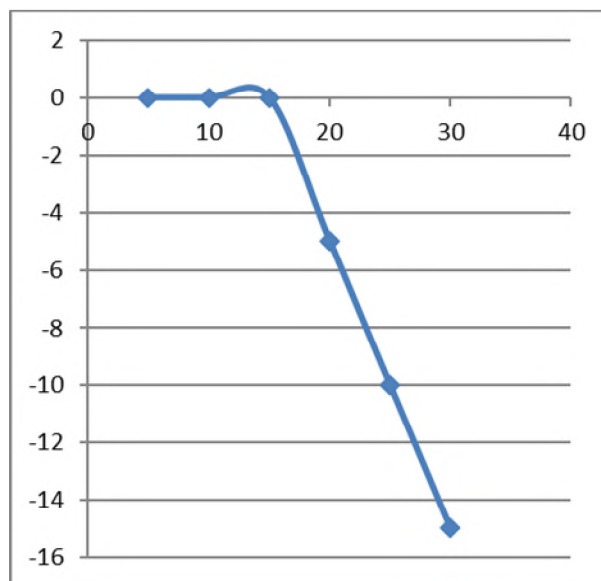
14.4-rasm. IBM kompaniyasi bir dona aksiyasiga Yevropa opsiya put sotish bo'yicha foyda miqdori. Opsiya mukofoti 7 dollar, ijro etilish bahosi 70 dollar.

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

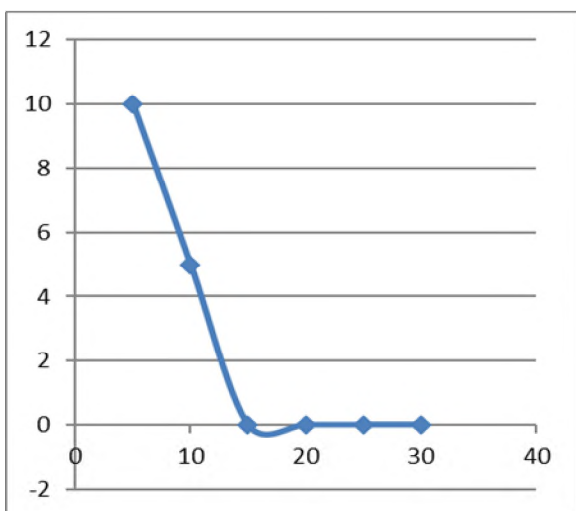
- opsiyon kollda uzun pozitsiya;
- opsiyon putda uzun pozitsiya;
- opsiyon kollda qisqa pozitsiya;
- opsiyon putda qisqa pozitsiya;



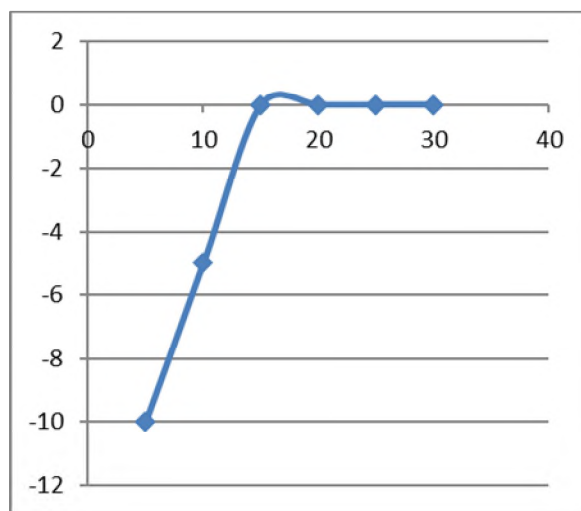
a)



b)



c)



d)

14.5-rasm. Yevropa opsiyonida pozitsiyalar bo'yicha opsiyon egasi to'lovlar: a) uzun opsiyon koll; b) qisqa opsiyon koll; c) uzun opsiyon put; d) qisqa opsiyon put

Yevropa opsiyonlarida pozitsiyalarni opsiyon amal qilish muddatining tugash vaqtidagi investorga to'lovlar miqdorini ko'rsatgan holda tavsiflash birmuncha

qulay. Opsionlarning dastlabki qiymati hisob-kitoblarda hisobga olinmaydi. K – ijro etilish bahosi, S_T – bazaviy aktivning yakuniy bahosidan kelib chiqqan holda Yevropa opsion koll uzun pozitsiya bo‘yicha to‘lovlar quyidagi formula bo‘yicha aniqlanadi:

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

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

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

Yevropa opsion put uzun pozitsiyada opsion egasiga to‘lovlar quyidagi formula bo‘yicha aniqlanadi:

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

Yevropa opsion put qisqa pozitsiyada esa opsion egasiga to‘lovlar quyidagi formula bo‘yicha aniqlanadi:

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

Keltirilgan barcha variantlar quyiagi rasmda keltirilgan (14.5-rasm).

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

Aksiyalar bo‘yicha opsionlar yoki fond opsionlari (stock options) Chikago opsion birjasida, Filadelfiya fond birjasida (www.fhlx.com), Amerika fond birjasida (www.amex.com), Tinch okeani fond birjasi (www.pasifex.com) va Xalqaro qimmatli qog‘ozlar birjasida (www.iseoptions.com) kotirovkalanadi. Opsionlar 1000 dan ortiq turli xil aksiyalar bo‘yicha tuziladi. Bitta kontrakt uning egasiga 100 ta aksiyani belgilangan ijro etilish bahosi bo‘yicha sotish yoki sotib olish huquqini beradi. Bunday shartnoma miqdori aksiyalarning o‘zi uchun ham qulay, qoidaga ko‘ra 100 dona aksiya bo‘yicha lotlar sotiladi.

Xorijiy valyutalar bo‘yicha opsionlarning katta qismi Filadelfiya fond birjasida kotirovkalanadi. U yerda turli xil xorijiy valyutalarni oldi-sotdisi bo‘yicha Yevropa va amerika opsionlari kotirovkalanadi. Bitta shartnoma miqdori valyuta

turiga bog'liq. Masalan, Britaniya funt sterlingi bo'yicha bitta opsiyon shartnomasi uning egasiga 31250 funt sterling sotib olish yoki sotish huquqini beradi. Yapon ieni bo'yicha bitta opsiyon shartnomasi esa 6,25 million ien sotib olish yoki sotish huquqini taqdim etadi.

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

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

14.6. Svoplar va ularning qiymatini baholash

Moliyaviy institutlar, forvard, fyuchers va opsiolar bilan birgalikda yana bir muhim moliyaviy instrument hisoblanuvchi, svoplardan keng foydalanishadi. Svop bu shunday moliyaviy shartnoma bo'lib, u bir tomonga tegishli bo'lgan kelgusidagi to'lovlarni ikkinchi tomonning kelgusidagi to'lovlariga almashtirish vazifasini yuklaydi⁷⁴. O'z tuzilishiga ko'ra svoplar yagona printsipga tayanadi: ikki tomon bir yoki bir necha to'lovlarni almashishga kelishib olishadi. Bunda ko'pchilik holatlarda almashinuv qat'iy belgilangan va o'zgaruvchan foiz stavkalari o'rtasida amalga oshiriladi.

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

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

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

Foizlar svopi. Svoplarning bu ko'rinishi qat'iy belgilangan foiz stavkasiga ega qarz majburiyatini, o'zgaruvchan foiz stavkaga ega majburiyatlar bilan almashtirishdan iborat. Bu svop shartnomasida ishtirok etuvchilar faqat foiz stavkalarni almashishadi (nominalni emas). Shartnoma shartlariga ko'ra tomonlar o'rtasida to'lovlarni almashtirish bir necha yillar davomida amalga oshiriladi, odatda svoplarning amal qilish muddati ikki yildan o'n besh yilgacha cho'ziladi. Svoplarda ko'pincha o'zgaruvchan foiz stavkasi sifatida LIBOR (London Interbank Offer Rate)⁷⁵ stavkasidan foydalaniladi.

⁷⁴Frederic S.Mishkin, Stanley G.Eakins. Financial markets and Institutions – USA: Prentice Hall, Pearson Education, 2012. – p. 613

⁷⁵LIBOR –bu resurslarni jalb qilish bo'yicha London banklararo stavkasi. U turli valyutalarga nisbatan hisoblanadi. Halqaro moliya bozorlaridagi qarz munosabatlarida inobatga olinuvchi o'zgaruvchi foiz stavkasi.

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

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

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

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

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

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

Svop shartnomasi doirasida bir tomon o'zining majburiyatlaridan voz kechmoqchi bo'lsa, u o'zining majburiyatlarini o'z zimmasiga olishi mumkin

bo'lgan kompaniyani izlab topishi lozim bo'ladi. Svop tuzilgandan so'ng boshlang'ich bosqichda bunday holatni yuz berishi kontragentlarga hech qanday ta'sir etmasligi mumkin, lekin majburiyatlar amalda bo'lgan shartnoma doirasida boshqa shaxsga o'tkazilayotgan bo'lsa, u holda bunday svop ma'lum bir qiymatga ega bo'lgan bo'lib, uni baholash juda zarur hisoblanadi. Bundan tashqari hisob kitob qilish maqsadida har bir aniq vaqtdagi svopning qiymatini bilish zaruriyati paydo bo'lishi ham mumkin.

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

$$P_c = P_1 - P_2$$

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

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

$$P_c = SP_f - P_d$$

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

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

Moliya institutlari turli xildagi moliyaviy yo'qotishlarni oldini olish maqsadida, svoplar bo'yicha defolt holatlari haqida yetarlicha xabardor bo'lishlari lozim. Bunda xuddi forvard shartnomasi kabi svop shartnomasida qatnashuvchi har

ikki tomonlar shartnomani amalga oshirilishini ta'minlashlari uchun bir birlari haqida ko'proq ma'lumotlarga ega bo'lishlari lozim bo'ladi.⁷⁶

Shuningdek svop ishtirokchisi shartnomani baholashi va narx bo'yicha ta'sirchanligini aniqlab olishi zarur. Undan so'ng maksimal darajada mos keladigan xedjirlash instrumentini aniqlash lozim. Bunday asosiy vazifa mos keluvchi xedjni tanlab olib, u orqali svop pozitsiyalari bo'yicha har qanday yo'qotishlar, xedjirlash uchun qo'llanilgan shartnomadan olingan daromadlar bilan qoplanishidan iborat.⁷⁷

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

Nazorat savollari

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

⁷⁶Frederic S.Mishkin, Stanley G.Eakins. Financial markets and Institutions – USA: Prentice Hall, Pearson Education, 2012. – p. 616

⁷⁷De Kovni Sh., Takki K. Strategii xedjirovaniya. – Per. s angl. – M.: INFRA–M, 1996. –101,102c.

XV BOB. KAPITAL BOZORIDA SEKYURITIZATSIYA

15.1. Sekyuritizatsiya tushunchasi, xususiyatlari va mexanizmlari

Kapital bozorining eng jadal sur'atlar bilan rivojlanayotgan segmentlaridan biri – aktivlarni sekyuritizatsiya qilish bozoridir. Garchi ushbu segment eng yosh segment bo'lsada, u shiddat bilan rivojlanib, xalqaro moliya bozori tizimida o'z o'rnini egalladi.

Dastlab, sekyuritizatsiya risklarni boshqarish mexanizmini takomillashtirish yo'li bilan ularni minimallashtirish, pool aktivlari (aslida, bu aktivlarning birikuvi) yaratish va ular uchun qimmatli qog'ozlarni chiqarish sxemalarini qo'llash orqali amalga oshiriladigan juda oddiy jarayon edi.

Atamashunoslik masalalari

Sekyuritizatsiya bo'yicha klassik qo'llanmaga aylangan «Aktivlar sekyuritizatsiyasi» monografiyasining muallifi X.P.Ber, rassmatrivaet sekyuritizatsiyani tushuncha to'liqligi nuqtai nazaridan ko'rib chiqadi. Keng ma'noda atama ostida u sekyuritizatsiyani yirik kompaniyalarni moliya-kredit muassasalaridan to'g'ridan-to'g'ri qarz olishdan pul mablag'lari jalb qilishning asosiy usuli sifatida qimmatli qog'ozlar chiqarishga yo'naltirish jarayoni sifatida tushungan. Tor ma'noda – aktivlardan foydalangan holda moliyalashtirish texnikasis sifatida.

Umumlashtirgan holda sekyuritizatsiyani ta'minot ostida qimmatli qog'ozlar yaratish mexanizmi sifatida t'riflaymiz.

Sekyuritizatsiya to'liq ta'rifi quyidagicha ifodalanishi mumkin. Sekyuritizatsiya - barqaror pul oqimlarini yaratadigan aktivlar bilan ta'minlangan qimmatli qog'ozlarni chiqarish orqali mablag'larni jalb qilishning bir shakli; likvidligi past moliyaviy aktivlarni keyinchalik sotish mumkin bo'lgan kapital bozori vositalariga aylantirish hisoblanadi.

Ushbu sxema ilk bor 1970 yil AQShda qo'llanilgan, ko'chmas mulk garovi ostidagi ipoteka kreditlari sekyuritizatsiya operatsiyalari ob'ekti bo'lgan. O'zini yaxshi tomondan namoyish etgan sekyuritizatsiya mexanizmlari turar-joy ipotekasi kabi, yangi chiqarilgan qimmatli qog'ozlar uchun ta'minot bo'lib xizmat qilgan boshqa aktivlar uchun ham qo'llanila boshlandi.

Hatto iste'molchi kreditlari ham sekyuritizatsiya qilina boshladi, bu esa xalqaro moliyaviy bozorning ushbu segmentining hajmini, birinchi navbatda, AQShda, so'ngra boshqa rivojlangan mamlakatlarda (va rivojlanayotgan mamlakatlarda - ma'lum vaqt oralig'ida) jadal o'sishiga olib keldi.

Biroq, zamonaviy bozor iqtisodiyoti pragmatizmi sababli, risklarni minimallashtirish uchun yaratilgan bu vositalar daromadni maksimal darajada kengaytirish uchun foydalanila boshladi va ularning mashhurligini tez o'sishi bozor barqarorligining o'sishini emas, balki bitta ta'minotning o'zidan bir necha marta foydalaniladigan va ularning sifatini biroz pasayishi bilan berilgan emissiyaviy qimmatli qog'ozlarning sonini ko'paytiradigan spekulyativ operatsiyalar o'sishini aks ettirdi. Bularning barchasi dastlab AQShda ikkinchi darajali ipoteka kreditlari segmentida inqirozga olib keldi, keyinchalik esamilliy va xalqaro moliya bozorlarining boshqa segmentlariga tarqaldi. Bozordagi vaziyatni barqarorlashtirishi ko'da tutilgan hosilaviy moliyaviy vosita natijada butun jahon iqtisodiyotida turg'unlik holatini keltirib chiqardi.

Yangi asrning birinchi o'n yilligi oxirida deyarli qulagach, ikkinchi o'n yillikda xalqaro moliya bozorining ushbu segmenti asosan AQSh va Yevropaning rivojlangan mamlakatlarida ko'tarila boshladi. Rossiyada aktivlarni sekyuritizatsiya qilish bozori hali ham shakllanish bosqichida. 2008-2009 yillardagi inqirozdan oldin Rossiya moliya bozorining ushbu sektori nisbatan muvaffaqiyatli rivojlandi. Normativ bazani yaratish va davlat tomonidan rag'batlantirishni nazarda tutgan holda, Rossiyada aktivlarni sekyuritizatsiya qilish bozori istiqbolga ega bo'lib ko'rinadi. Albatta, 2000 yillar oxirida inqirozli holatlarning rivojlanishi, ularning taqsimlanish dinamikasi aktivlar sekyuritizatsiya

tizimining samaradorligi to'g'risida shubha uyg'otdi va uning barqarorligini tekshirishni talab qildi. Ammo hatto inqiroz davrida ham sekyuritizatsiya sxemalari jumladan, hosilaviy moliyaviy vositalar uchun risklarni kamaytirish orqali xalqaro moliya bozorining o'zgaruvchanligini yumshatgan, shuningdek, qo'shimcha moliyalashtirishni ta'minlagan, likvidlikni yaxshilagan holda, ijobiy ta'sir ko'rsatdi.

Aktivlar bilan ta'minlangan qimmatli qog'ozlar dastlabki uyushmagan emissiyalari AQShda o'tgan asrlar kesishuvida qayd etildi, biroq ularni tizimlashtirgan holda chiqarish haqida faqat 1970-yillarda gapirila boshladi, axir buning uchun moliya bozori rivojlanishi ma'lum bir darajaga erishishi lozim edi. Jahon valyuta tizimining Yamayka tizimiga o'tishi va shu bilan bog'liq holda AQShning dollarni oltinga bog'lab qo'yishdan bosh tortishi, Yevrovalyutalar va Yevrovalyuta vositalariga bo'lgan talabning tez o'sishi, shuningdek, mintaqaviylashtirish jarayonlarini (birinchi navbatda Yevropa valyuta tizimida) tezlashtirish globallashtirish tendentsiyalari, ayniqsa, moliyaviy globallashtirish paydo bo'lishiga yordam berdi. O'z navbatida, globallashtirish transchegaraviy moliyaviy operatsiyalarni to'sqinliksiz amalga oshirish imkoniyatini anglatadi, bu esa moliyaviy liberallashtirish jarayonlarining o'sishiga mos keladi. Qimmatli qog'ozlar savdosiga bo'lgan innovatsion yondashuvlarni (sekyuritizatsiya shaklida) rivojlantirishning yana bir stimuli - xalqaro moliya bozorini global qayta tartibga solish bo'ldi, dezintermediatsiya ham oxirgi vosita emas.

Xalqaro moliya bozorida umumiy e'tirof etilgan moliyalashtirish sxemasi tub o'zgarishlari sharoitlarida korxonalarining joriy operatsiyalarini ta'minlash uchun mablag'lar jalb qilishning asosiy usuliga qimmatli qog'ozlar chiqarilishi aylanadi. Bu erda birinchi o'rinda turadigan AQShda bu jarayon bitta moliyaviy institutning bir nechta faoliyat turini olib borishini taqiqlaydigan Glass-Stigol qonunidan rasman chekinish natijasida tezlashdi (Federal zaxira tizimi boshqaruvilar kengashining «Ti» qoidasi). 1970-yillar oxirlarida FZT istalgan turdagi institutsional investorlar uchun emissiyaiviy fond operatsiyalarini

aktseptladi, xususan, tijorat banklari ipoteka kreditlari bilan ta'minlangan moliyaviy vositalarni xususiy joylashtirish mkoniga ega bo'ldi. Bu birlamchi boorni va ipoteka kreditlarining o'zini rivojlantirishga turtki berib, reversiv ta'sir ko'rsatdi. Bunga davlatning liberal siyosati ham ta'sir ko'rsatdi. Boshqa pul oqimlari ham sekyuritizatsiya qilina boshladi, jarayon rivojlandi va shaklan o'zgardi.

Sekyuritizatsiya mexanizmini ko'rib chiqamiz. Sekyuritizatsiya operatsiyalarini amalga oshirishda turli xil strukturalar ishtirok etadi. Originator, sekyuritizatsiya amalga oshirish uchun maxsus tashkil qilingan yuridik shaxs va investor asosiy strukturalar hisoblanadi.

Originator - jarayonni o'zi o'ylab chiqadi va uni amalga oshirishni taklif qiladi, «pool» uchun mablag'lar to'playdi. Odatda yuridik shaxs, depozitli yoki depozitsiz turdagi institutsional investorni ifodalaydi.

Sekyuritizatsiya operatsiyasini amalga oshirish uchun Rossiya ixtisoslashgan adabiyotlarida maxsus maqsadli kompaniya deb ataladigan maxsus mustaqil yuridik shaxs (SPV) yaratiladi.

Investorlar - maxsus yuridik shaxs tomonidan chiqarilgan ta'minlangan moliyaviy vositalarni sotib olish orqali o'zining bo'sh pul mablag'larini kiritadi. Odatda bunday qimmatli qog'ozlarga investorlar investitsiya va sug'urta kompaniyalari, pensiya va o'zaro yordam fondlari hisoblanadi.

Sekyuritizatsiya jarayonida boshqa strukturalar ham ishtirok etishi mumkin:

- qarzdorlar - bu sekyuritizatsiya mexanizmi originatoriga nisbatan debitor bo'lgan yuridik va jismoniy shaxslardir. Qarzlar bo'yicha mablag'larlar oqimi uzluksizligi uchun javobgarlik aynan ularga yuklanadi, ya'ni ular olgan qarz mablag'larlari sifati sekyuritizatsiya bitimi qimmatli qog'ozlari sifatiga ta'sir qiladi:

- xizmat ko'rsatuvchi agent – unga «pool»ga joylashtirilgan aktivlardan pul oqimlari kelib tushadi, u keladigan pul oqimlarini hisobga oladi va amalda sekyuritizatsiya «pool»idan qimmatli qog'ozlarga xizmat qiladi;

- ishonchli shaxs – sekyuritizatsiya bitimining o'tish jarayonini nazorat qiladi va investorlar o'rtasida pul oqimlarining taqsimlanishini nazorat qiladi (mos keladigan haq uchun). Originator va agent ishonchli shaxs oldida muntazam ravishda sekyuritizatsiya bitimini, pul oqimlarining hajmi haqida hisobot beradi;

- investitsiya maslahatchilari (soliq maslahatchilari, professional buxgalterlar, ixtisoslashgan yuristlar) – sekyuritizatsiya operatsiyasini amalga oshirishda yordam beradi, o'z vakolati doirasidagi masalalar bo'yicha maslahatlar beradi;

- reyting agentliklari - ular ishonchlilik darajasiga qarab har xil turdagi ta'minlangan qimmatli qog'ozlarga tegishli kredit reytinglarini beradi. Reyting agentliklari sekyuritizatsiya bitimidan manfaatdor shaxslar qatoriga kirmaydi, shuning uchun qimmatli qog'ozlar bilan ta'minlangan qimmatbaho qog'ozlar ularning sifatini ob'ektiv ravishda aks ettiradi. Ushbu agentliklarning reytinglari asosida investorlar investitsion qarorlar qabul qilishadi;

- qo'shimcha ta'minot tashkilotlari – ta'minlangan qimmatli qog'ozlar ishonchliligini oshiradigan institutlar. Odatda, bu bitimga qo'shimcha kafolatlar beradigan depozitli yoki depozitsiz turdagi institutsional investorlardir. O'z navbatida, bunday kafolatlar mavjudligi ta'minlangan qimmatli qog'ozlarning sifati va, mos ravishda, qimmatli qog'ozlarning reytingi oshishiga olib keladi. Bu investorning ushbu moliyaviy vositalarga bo'lgan talabini oshiradi. Qo'shimcha ta'minot beruvchi tashkilotlarga tashqi auditorlar va anderrayterlar kiradi. Tashqi auditorlar - ular amalga oshiradigan funktsiyalarga muvofiq va mustaqil auditorlar sekyuritizatsiya bitimlarini tekshiradilar. Anderrayterlar ta'minlangan qimmatli qog'ozlarni strukturalash, narx shakllantirish va joylashtirish jarayonlarida yordam beradi. Odatda, anderrayterlar funktsiyalarini institutsional investorlar, ko'pincha yirik investitsiya banklari bajaradi.

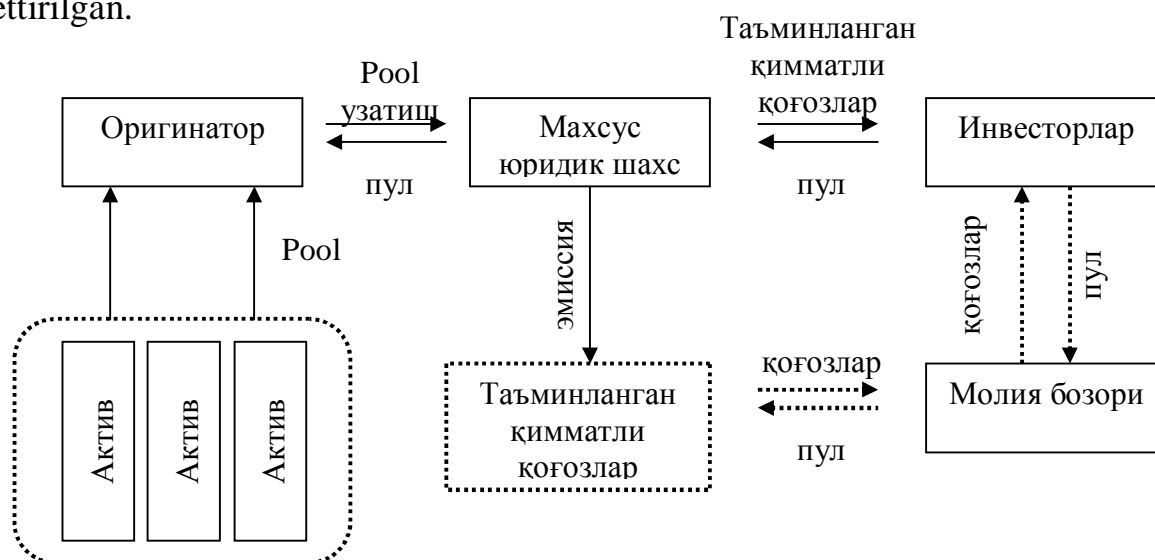
Sekyuritizatsiya bitimning uch bosqichini ajratib ko'rsatish mumkin.

Birinchi bosqich – aktivlarni «pul»ga birlashtirish. Har bir sekyuritizatsiya bitimi birlashgan «pul» yaratishdan boshlanadi. Originator sekyuritizatsiyaga yo’ naltirilgan aktivlarni joylagan holda ixtisoslashgan portfel shakllantirishadi.

Ikkinchi bosqich – maxsus yuridik shaxsning aktivlar «pul»i bilan operatsiyalari. Maxsus tashkil qilingan yuridik shaxs originatordan ajratilgan aktivlar «pul»ini sotib oladi, ular ostida ta’minlangan qimmatli qog’ozlar chiqaradi va ularni moliya bozoriga ilgari suradi. Buning natijasida maxsus yuridik shaxs tomonidan olingan mablag’lar origintorning moliyaviy mulkidan ajratiladi (aloqani yo’qotadi), ya’ni uning moliyaviy muammolari ishonchli qimmatli qog’ozlar stavkalarini ta’sir qila olmaydi, bu esa yanada ishonchli bo’ladi - bu qimmatli qog’ozlarning ishonchliligini oshirishda sekyuritizatsiya foydasi aynan shunda.

Uchinchi bosqich – daromad olish. Investorlar o’rtasida taqsimlanadigan daromad maxsus yuridik shaxs qimmatli qog’ozlari uchun ta’minot sifatida xizmat qiladigan aktivlardan pul oqimlari ko’rinishida kelib tushadi. Ushbu mablag’lar investorlarga originator va maxsus yuridik shaxs bilan tuzilgan tegishli shartnomalarda ko’rsatilgan vazifalarning zarurligi va to’liqligiga qarab belgilanib, qimmatli qog’ozlar bilan ishlash jarayonining ishtirokchilariga tayanib komissiyalar shaklida kerakli xarajatlarni qoplashi kerak.

Sxema ko’rinishida sekyuritizatsiya mexanizmi va jarayoni 15.1-rasmda aks ettirilgan.



15.1-rasm. Sekyuritizatsiya mexanizmi va jarayoni

Sekyuritizatsiya bitimlarining bir necha xil turlari ajratib ko'rsatiladi.

1. Aktivlarni chiqarish bosqichi mavjudligiga qarab

- klassik (an'anaviy) sekyuritizatsiya - aktivlar «pul»i korxonadan balansidan chiqariladi va sekyuritizatsiya amalga oshirish uchun maxsus tashkil etilgan yuridik shaxsga o'tkaziladi;

- sintetik sekyuritizatsiya – faqat risklar (asosan, kredit risklari) o'tkaziladi, maxsus yuridik shaxs tashkil qilinmaydi, kredit derivativlaridan foydalaniladi.

2. To'lovlarni saralash usuliga qarab:

- bevosita taqsimlash – «pul» foydalaniladigan aktivlar bo'yicha yaratilgan barcha pul oqimlari investor tomonidan qimmatli qog'ozlarga annuitet to'lovlar shaklida kelib tushadi;

- boshqariladigan taqsimlash – pul mablag'larini qayta investitsiyalash bilan sxema qo'llaniladi. Bu majburiyatlarni muddatidan oldin to'lash riskini kamaytiradi. Maxsus yaratilgan yuridik shaxs olingan mablag'larni originatorga etkazib berishi yoki ularni chiqarilgan vositalar uchun kafolat sifatida uzatish to'g'risida qaror qabul qiladi.

3. Sekyuritizatsiyada foydalaniladigan moliyaviy ob'ektlarga qarab – mavjyd va rejalashtirilgan:

- majburiyatlarni sekyuritizatsiya qilish (ta'minlangan qarz majburiyatlari, CDO);

- aktivlarni sekyuritizatsiya qilish;

- kelajakdagi pul oqimlarini sekyuritizatsiya qilish.

4. «Pul»dagi aktivlarni boshqarish usuliga qarab:

- statik – «pul» o'zgarmaydi:

- tiklanadigan – shakllantiriladigan aktivlar «pul»i tarkibi u yaratilgan paytdan boshlab o'zgarishlarga duch keladi.

5. MuaYan aktivlar turlari bo'yicha sekyuritizatsiya: uy-joy ipotekasi, tijorat ipotekalari, avtomobil xarid qilish kreditlari, kredit kartalari, ta'lim kreditlari, uzoq muddatli asbob-uskunalaridan olinadigan daromadlar, tovar kreditlari, avtomobil

ijarasi shartnomalari, korxonalariga kichik kreditlar savdo-sotiq bitimlari, uy-joy mulklari bilan ta'minlangan kredit talablari va boshqalar.

6. Bu aktivlarni guruhlash mumkin. Sekyuritizatsiya uchun bazis aktivlar guruhlari bo'yicha xususiy kreditlar, ulgurji kreditlar, operatsion daromadlar ajratib ko'rsatiladi.

Ipoteka bilan ta'minlangan qimmatli qog'ozlar o'z egalariga qarz oluvchilar ipoteka bo'yicha to'lanishi lozim bo'lgan to'lovlarni to'lashida hosil bo'lgan pul mablag'lari oqimining bir qismini talab qilish huquqini beradi.

Ta'minlangan ipoteka qimmatli qog'ozlari uchun aktivlarning asosiy turlari - ipotekaga berilgan ko'chmas mulk, - uy-joy ipoteka qimmatli qog'ozlari uchun (RMBS); ipotekaga berilgan tijorat (yoki ishlab chiqarish) ko'chmas mulki - tijorat ipoteka-qimmatli qog'ozlar uchun (CMBS) uchun.

Odatda, ta'minlangan ipoteka qimmatli qog'ozlari bo'yicha foiz stavkasi qayd qilingan bo'ladi. Lekin variantlar bo'lishi mumkin. Qog'ozning foiz stavkasini belgilashga bog'liq ravishda belgilangan foiz stavkasi; o'zgaruvchan foiz stavkasi bo'yicha (u holda yo'lak qiymati cheklovlari o'rnatiladi).

Ajratilgan ipoteka qimmatli qog'ozlari yoki striplar (stripper MBS) alohida bir tur bo'lib, birlashtirilgan ipoteka kreditlari hisobidan yaratilgan pul oqimlari qimmatli qog'ozlar bo'yicha kreditni to'lash va foiz to'lovlaridan oldindan belgilangan ulushlarga muvofiq taqsimlanadi. Bunday taqsimlash ikki yo'nalishda amalga oshiriladi: faqat foizlarni qayta taqsimlash yoki faqat asosiy miqdorni. Ipoteka kreditini muddatidan oldin qaytarmaslik hollarida, investor birinchi turdagi striplarni xarid qilganda qo'shimcha foyda oladi, foiz stavkasi pasayganda esa - ikkinchi turdagi striplarni sotib olganda.

Ta'minlangan ipoteka majburiyatlari (SMO) – ipoteka kreditlari bilan ta'minlangan ipoteka qimmatli qog'ozlar turlari. Chiqarilgan ta'minlangan majburiyatlar, ularning riksli va daromadlilikini ko'rsatadigan kredit reytingiga qarab bo'linadi. Shu sababli, investorlar risklar haqida aniq tushunchalarni olish uchun ushbu emissiya bo'yicha masala barcha reytinglarni hisobga olishi kerak,

chunki transhning kredit sifatini oshirish maqsadida bozor riski va tranzaksiya riskining bir qismi transhdan transhga o'tkaziladi.

Ta'minlangan qarz majburiyatlari bo'yicha pul oqimlari (CDO) xuddi ta'minlangan qimmatli qog'ozlar bo'yicha oqimlari kabi (ABS) hosil bo'ladi, biroq ular investorlar o'rtasida qimmatli qog'ozlar reyting sinfiga muvofiq – dastlab katta (maksimal reytingga ega), so'ngra kichik obligatsiyalar bo'yicha taqsimlanadi. Demak, kichik obligatsiyalar ko'proq riskli hisoblanadi, axir qarzdor ta'minlangan qimmatli qog'ozning asosida yotadigan ipoteka krediti bo'yicha to'lashdan bosh tortganda investorlarga pul oqimlari kelmay qo'yadi. Biroq dastlab kichik sinfdagi qog'ozlar mahrum bo'ladi.

O'z navbatida, ta'minlangan qarz majburiyatlari o'zlarini yanada murakkab vositalar - kvadrat va kubdagi CDO tuzish uchun asos bo'lib xizmat qilishi mumkin, bu esa o'z navbatida mezonin transhlarning kredit reytinglarini oshirish uchun qayta sekyuritizatsiya imkonini beradi. Bunday qog'ozlar oddiy ta'minlangan qarzga qog'ozlariga qaraganda ko'proq riskli hisoblanadi.

Bazis aktiv turiga qarab, ta'minlangan qarz majburiyatlari quyidagicha tasniflanadi:

- ularning asosida taqdim etilgan kreditlar va zayomlar yotadigan ta'minlangan kredit majburiyatlari (CLO);
- mavjud obligatsiyalarga asoslanadigan ta'minlangan obligatsiya majburiyatlari (SVO).

Ta'minlangan obligatsiya majburiyatlarida shuningdek, quyidagi turlar mavjud: korporativ, rivojlanayotgan bozor, strukturali bitimlar sdelok (ta'minlangan qimmatli qog'ozlar, tijorat ipoteka qimmatli qog'ozlari (CMBS) va boshqalarga chiqariladi). Ta'minlangan qarz majburiyatlarida esa – pul bozori, sintetik (kredit derivativlari).

15.2. Xalqaro moliya bozorida sekyuritizatsiya tendensiyalari

Xalqaro sekyuritizatsiya bozori ko'pincha ikki segmentga - Amerika va Yevropa bozoriga bo'linadi (boshqa bozorlarda sekyuritizatsiya amalda rivojlanmaganligi uchun ular haqida gap bormaydi).

Milliy sekyuritizatsiya bozorlari orasida AQSh bozori birinchi navbatda uning ko'lami bilan ajralib turadi, uning tendentsiyalari boshqa mamlakatlarga ko'chirilganligi sababli, ekspertlar hamjamiyati aynan uni xalqaro deb hisoblaydi. Shu bilan birga, Amerika sekyuritizatsiya bozori eng uzoq tarixga ega, chunki sekyuritizatsiya AQShda paydo bo'lgan. U erda boshqa mamlakatlardan ko'ra kuchliroq normativ yordam olgan.

Birinchi haqiqiy sekyuritizatsiya qilingan qimmatli qog'ozlar AQShning Milliy Ipoteka Assotsiatsiyasining (Djinni Mey) ipoteka sertifikatlari hisoblangan. Ularning daromadlilik konsolidatsiya qilingan ipoteka kreditlari «pul»i asosida aniqlangan, ta'minotga berilgan ob'ektlar esa Federal uy-joy ma'muriyati va AQShning Veteranlar ishlari departamentida sug'urta qilingan. 1980-yillarning boshidan buyon davlat tomonidan qo'llab-quvvatlanadigan federal milliy ipoteka assotsiatsiyasining ixtisoslashgan agentliklari (Fenni Mey) va uy-joy mulkdorlari ipoteka kreditlash federal korporatsiyasi (Freddi Mek), xuddi Djinni Mey kabi, ipoteka kreditlari «pul»i ko'rinishida qimmatli qog'ozlarini chiqarishni boshladi. Ularni muomalaga chiqarish ikkilamchi bozorni rivojlantirishga, uning likvidlik darajasini oshirishga, risklarni kamaytirishga va tranzaksiya xarajatlarni kamaytirishga qo'shimcha turtki berdi. Ipoteka-qimmatli qog'ozlar bozori emitentlar, investorlar va moliyaviy vositachilar uchun - moliyaviy bozorning professional a'zolari uchun jozibador bo'ldi.

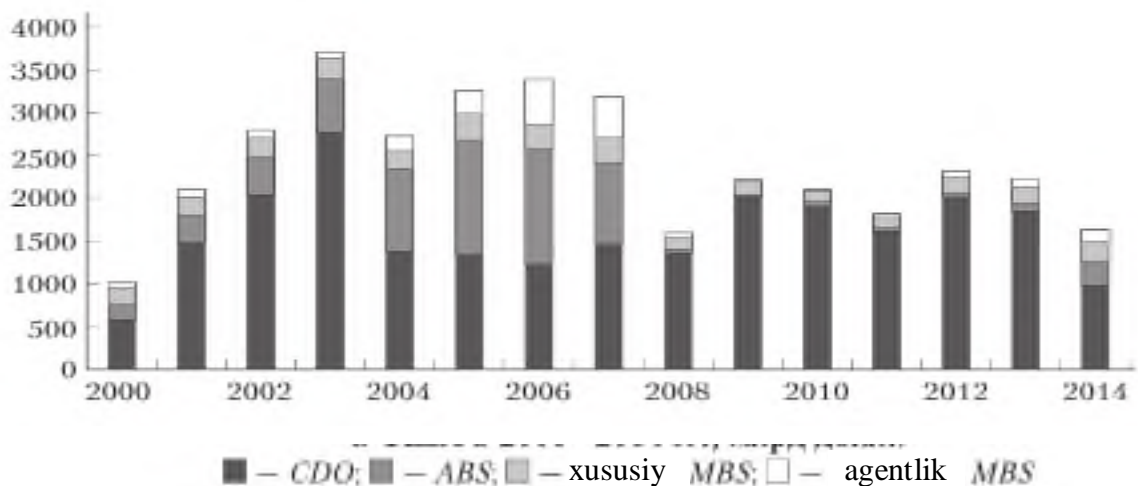
Davlat strukturalari ortidan xususiy institutsional investorlar ham ipoteka-qimmatli qog'ozlar bozoriga chiqa boshladi, biroq ularning qimmatli qog'ozlari bo'yicha (yuqorida aytib o'tilgan tuzilmalarning qimmatli qog'ozlaridan farqli ravishda) davlat kafolatlari berilmagan. Birinchi bo'lib bunday chiqarilish 1978 yil Bank of America tomonidan amalga oshirilgan.

Ipoteka qimmatli qog'ozlarga bo'lgan keng investitsiya talabi emitentlar tomonidan mahsulot safini kengaytirish zarurligiga olib keldi. 1983 yilda Freddi Mek risklarni sug'urta qilishning yangi vositasi – ta'minlangan ipoteka majburiyatlarini chiqardi. Ular transh navbati, investorlar sinfi va kattaligiga muvofiq buyrug'iga binoan ular uchun daromad to'lash darajasini ko'rsatadigan murakkabroq qimmatli qog'ozlar edi. Bu allaqachon strukturalangan moliyaviy vositalar haqida edi. Ipotekalarni inkassatsiya qilishni rivojlantirish bilan parallel ravishda asosiy aktivlar ro'yxati kengaydi. 1985 yilda birinchi marta lizing shartnomalari bo'yicha sekyuritizatsiya qilingan vositalar chiqarilgan bo'lib, keyinchalik ular mustaqil qimmatli qog'ozlarning butun boshli sinfining paydo bo'lishiga olib keldi.

1986-yilgi Amerika Soliq islohoti to'g'risidagi qonunga binoan, ipoteka agentliklari emitentga ham, investorga ham soliq imtiyozlari beradigan ipoteka konduitlari yordamida ta'minlangan ipoteka majburiyatlarini chiqarish huquqiga ega bo'ldilar, chunki ta'minlangan qimmatli qog'ozlar bo'yicha to'lovlarni institutsional investorlar majburiyatlari bilan emas, ularning asosida yotadigan aktivlar sifati bilan kafolatlash moliyaviy vositaning sifatini va mos ravishda, uning reytingini yaxshilaydi.

1987-yil Amerika moliya bozorida ta'minlangan qarz majburiyatlari paydo bo'ldi. Ushbu qimmatli qog'ozlarning muvaffaqiyatli joylashtirilishi va muomalasi avtomobil kreditlaridan boshlab kredit kartochkalargacha bo'lgan doimiy pul oqimlarini yaratadigan ta'minotga beriladigan aktivlar doirasiga qarab ularning turlarini yanada kengaytirishga olib keldi.

AQSh moliya bozorining zamonaviy tarixida ta'minlangan qimmatli qog'ozlarning asosiy ulushini (va hajmini) ipoteka qimmatli qog'ozlari tashkil etadi. Ular ushbu mamlakatning moliyaviy bozorida birinchi bo'lib paydo bo'ldi, so'nggi global moliyaviy-iqtisodiy inqirozning asosiy omiliga aylandi, ular Amerika moliya bozorining inqirozdan keyingi tiklanishiga ham turtki bo'ldi (15.2-rasm).



15.2-rasm. Ta'minlangan qimmatli qog'ozlar emissiyasi

An'anaga ko'ra, AQSh sekyuritizatsiya bozorining katta ulushini (70-80%) agentliklar tomonidan chiqarilgan ipoteka qimmatli qog'ozlaridan tashkil qilgan; ulardan keyin (katta farq bilan) ta'minlangan qimmatli qog'ozlar, so'ngra ta'minlangan qarz majburiyatlari va xususiy ipoteka qimmatli qog'ozlari turgan. Shunga muvofiq, inqirozdan keyingi tiklanish tendentsiyasini, birinchi navbatda, tegishli yordamga ega bo'lgan agentlik ipoteka qimmatli qog'ozlari namoyish etadi.

2008-yilda AQShning sekyuritizatsiya bozori keskin - 1,5 trln.dollargacha pasaydi. Shu sababli sekyuritizatsiya bozorining dinamikasiga va oxirgi inqirozga, ularning o'zaro munosabatlariga va o'zaro ta'siriga e'tibor qaratamiz. Muammoni hal qilishning ikkita yondashuvi bor: dastlabki yondashuv inqiroz hodisalarning tarqalishida sekyuritizatsiya rolining hal qiluvchi ekanligi va ikkinchisi holatda bunga xizmat qiluvchi rolini ko'rsatadi. 2000-yillarning boshlarida AQShda uy-joy qurilishining jadal o'sishi, uy-joy sotish bahosini bosqichma-bosqich oshirib borishi sharoitlarida hatto qarzdorlarning o'z majburiyatlarini bajarmasligiga qaramay (2005 yilda bunday kreditlar jami kreditlarning chorak qismiga yaqinlashgan) moliyaviy institutlarni birinchi darajali kreditlar bilan bir qatorda,

ko'p miqdorda ikkinchi darajali kreditlar taqdim etishni rag'batlantirdi. Bu ipoteka kreditlari bo'yicha foiz stavkalarining pasayishi tufayli MBS jalb etuvchanligining pasayishiga olib keldi.

Strukturalashdan olinadigan pul oqimlari minimallashtirishdan qo'rqib, investitsiya va tijorat banklari foiz stavkalarini oshirgan holda bunday mahsulotlarga investorlarni jalb qila boshladi, bu esa (jumladan) uy-joy qurilishi bozorining «qizishiga» olib keldi (2000 yildan 2007 yilgacha ikkinchi darajali kreditlar ulush 5 dan 36%ga o'sdi). Uy-joy bozorining haddan tashqari qizishi natijasida, ikkinchi darajali kreditlarni qaytarishning rad etilishi, sotishning pasayishi va narxlarning umumiy pasayishi qayd etildi. 2006 yilda ularning asosiy faoliyati ikkinchi darajali ipoteka kreditlari taqdim etishdan iborat bo'lgan banklar yirik miqyosda yopildi. Ipoteka qimmatli qog'ozlari bozorda kamroq ommalashgan bo'lib, bu ko'plab banklarning moliyaviy ahvoriga salbiy ta'sir ko'rsatdi. "Qulashni to'xtatish uchun ular foiz stavkalarini ko'tarishga kirishdilar, ammo bu faqat kreditlar talabi pasayishiga va tuzilmaviy qimmatli qog'ozlar bozori qulashiga olib keldi. Hukumat va u homiylik qiladigan agentliklar sekyuritizatsiyadan uzoqlashdi. 2007 yil Bear Stearns ta'minlangan qimmatli qog'ozlardan 1,5 milliard dollardan ortiq zarar ko'rganini e'lon qildi, bu esa strukturali mahsulotlarga bo'lgan talabga putur etkazdi.

Shunday qilib, strukturali bitimlar ipoteka inqirozida salbiy rol o'ynadi, ammo unda barcha ta'minlangan qimmatli qog'ozlar ham qatnashmadi. Sekyuritizatsiya sxemalariga ta'minlangan qimmatli qog'ozlar va bank avtokreditlari eng kam (0,3%) jalb qilindi, kredit kartalariga ta'minlangan qimmatli qog'ozlar va talabalar uchun kreditlar biroz ko'proq (0,7% va 1,7%) jalb qilindi. Lizing bitimlari bo'yicha ta'minlangan qimmatli qog'ozlar bilan birgalikda ular AQSh bozorining qimmatli qog'ozlar kapitallashtiruvining 85 foizini tashkil etdi.

Albatta, strukturali qog'ozlarning ipoteka asoslari uchun qarzni asosiy miqdorini to'lash uzoq muddatli ekanligi bilan tavsiflanadi, bu esa risklarning oshishiga olib keladi. Boshqa asosiy vositalar bilan taqqoslaganda, ko'chmas

mulkning uzoq muddatli bahosi o'sish sur'atining yuqoriligi bilan tavsiflanadi. Ushbu tendentsiyani hisobga olgan holda, originatorlar ham, investorlar ham ular uchun chiqarilgan vositalarni qadrlashadi. Bundan tashqari, ko'chmas mulk boshqa asosiy aktivlarga nisbatan past likvidlik va bir-birini to'ldirish bilan tavsiflanadi (bu ham tijorat, turar-joy ko'chmas mulkiga tegishli). Xuddi shunday vaziyat mudadti o'tkazib yuborilgan qarzlarning qaytarilishi bilan bog'liq holda ham yuzaga keladi.

Shu sababli AQShda moliyaviy inqirozning asosiy omillari qatoirga quyidagilarni kiritish mumkin:

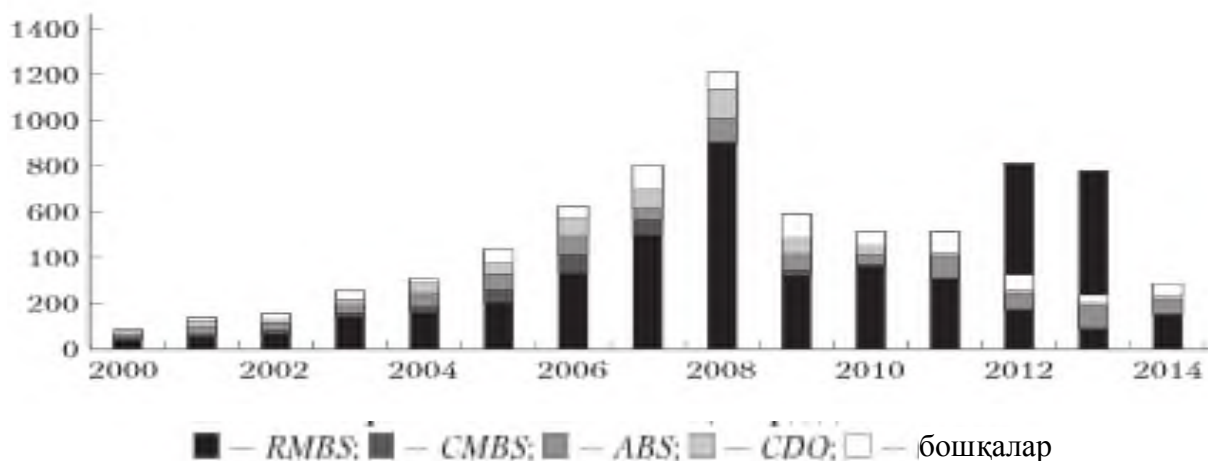
- investitsion banklarning faoliyatini tartibga solishdan haddan tashqari liberal yondashuv,
- ta'minot sifati past bo'lgan sifatli qimmatbaho qog'ozlarni strukturalash yo'li bilan ko'p miqdorda yaratish:
- kredit reytinglariga haddan ortiq darajada ishonish sababli investitsiya risklariga munosib baho bermaslik:
- qimmatli qog'ozlar va bitimlarni reytinglash tizimidagi kamchiliklar.

Bu va boshqa muammolarni bartaraf qilish maqsadida 2014 yil Fənni Mey va Freddi Mes o'rnini bosadigan AQSh Ipoteka sug'urtasi federal korporatsiyasi tashkil etish taklif qilindi.

Yevropa sekyuritizatsiya bozori an'anaviy ravishda AQShning orqada qolib ketgan – miqyos bo'yicha ham, operatsiyalar sonida ham. 1987 yilda Birlashgan Qirollik tomonidan ipoteka ta'minotiga doir qimmatli qog'ozlar chiqarildi, 1988 yilda aktivlar bilan ta'minlangan qimmatli qog'ozlar Frantsiyada, 1990 yil esa – Yevropaning boshqa mamlakatlarida (Ispaniyadan tortib Gollandiyagacha). Shunga qaramay, Yevropa sekyuritizatsiya bozorining rivojlanishi eng yuqori darajasi 2008 yilda kuzatildi, o'shanda 1,2 trillion dollarga teng turli xil vositalar chiqarilgan edi.

Sekyuritizatsiya bozori barqaror rivojlanayotgan AQShdan farqli o'laroq, Yevropada uning rivojlanishi bosqichma-bosqich bo'lib o'tdi. Inqirozdan oldingi

o'n yil mobaynida ushbu bozorning o'sish sur'ati yillik 40% bo'lib, uning hajmi 15 barobarga oshdi. Inqirozdan keyingi davrda, AQShdagi vaziyatdan farqli o'laroq, Yevropa bozorida aniq ijobiy tendentsiya mavjud edi (15.3-rasm).



15.3-rasm. 2000-2014 yillarda Yevropada ta'minlangan qimmatli qog'ozlar chiqarilishi, mlrd doll.

Shuningdek, emissiya qilinadigan qimmatli qog'ozlar turlari ham farqlanadi, Yevropada eng katta ulush uy-joy ipoteka qimmatli qog'ozlariga (RMBS) to'g'ri kelgan, lekin inqirozdan keyingi davrda tijorat ipoteka qimmatli qog'ozlari (CMBS) va aktivlar bilan ta'minlangan qimmatli qog'ozlar raqobatchiga aylandi. Biroq, ular ikkilamchi ipoteka qimmatbaho qog'ozlari pasayishidan ko'ra sekinroq o'sib boradi, bu esa pasayish tendentsiyasi ustunligiga olib keladi.

Yevropa bozorida sekyuritizatsiya bitimlarida asosiy bazaviy aktivlar avtomobil kreditlari, kredit kartalari bo'yicha qarzlari va iste'mol kreditlari hisoblanadi.

Yevropada sekyuritizatsiya bozori uchun korporativ sekyuritizatsiya (kompaniya o'zi ta'minot bo'lib xizmat qiladi) hamda umumiy ulushi 20% ga etadigan kichik va o'rta korxonalarining ta'minlangan operatsiyalari muhim ahamiyat kasb etadi.

Yevropada sekyuritizatsiya jarayoni Buyuk Britaniyada (eng rivojlangan moliya bozoriga ega bo'lgan davlat sifatida) boshlandi va Buyuk Britaniyadan

so'ng sekyuritizatsiya kontinental Yevropa bo'ylab – bir-biridan nafaqat iqtisodiy o'sish sur'atlari bilan, balki moliyaviy bozorlar rivojlanish darajasi bilan, shuningdek, huquqiy infratuzilma ham farq qiluvchi mamlakatlarga tarqaldi. Biroq, moliyaviy bozorlar rivojlanishining yo'nalishlari mos keladi, eng muhimi, bu mamlakatlarning normativ-huquqiy bazasi sekyuritizatsiyani taqiqlamaydi. Milliy moliya bozorining rivojlanishiga muvofiq, sekyuritizatsiya jarayoni Gollandiyada, Buyuk Britaniyada, Ispaniyada, Italiyada va Germaniyada eng faol tarzda amalga oshirilmoqda - ular Yevropa sekyuritizatsiya bozorining 45 foizdan ortiq qismini tashkil etadi.

Global inqiroz Yevropa moliya bozorining ushbu segmentiga salbiy ta'sir ko'rsatdi, 2007 yilda bozorda qariyb 10 mingta chiqarilishlar reytingi pasaydi, bu qimmatli qog'ozlarga nisbatan (xususan mezoniy ipoteka ta'minotidagi qimmatli qog'ozlar va ta'minlangan qarz majburiyatlari) professionallar va investorlar ishonchi pasayganini ko'rsatadi. Biroq, bu holat bir vaqtning o'zida bir nechta pul oqimiga tayanadigan agentliklar tomonidan reytinglarning yuqori bo'lishini yana bir bor tasdiqlaydi, amalda esa aslida bu oqimlar kutilgan oqimlar bilan mos kelmaydi.

Bundan tashqari, reyting agentliklari reyting hisoblash metodologiyasiga tuzatishlar kiritdilar. Natijada bugungi kunda ta'minlangan vositalarning katta qismi noinvestitsiya reytingiga ega, bu ayniqsa, noagentlik ipoteka qimmatli qog'ozlariga tegishli, aktivlar bilan ta'minlangan qimmatli qog'ozlarda esa investitsion reytingli qog'ozlar emissiyaning 3/4 qismidan ortiq, chunki ularning asosiy aktivlari inqirozdan keyingi ipoteka kreditlaridan ko'ra ishonchliroq hisoblanadi.

Vaqt o'tishi bilan Yevropada ham, AQShda ham ta'minlangan qimmatli qog'ozlarning sifati (va shunga mos ravishda, reytinglar) yaxshilanadi, chunki yildan-yilga inqirozdan oldin chiqarilgan, ularning reytinglari pastga qarab qayta ko'rib chiqiladigan sonli vositalar qaytarib beriladi. Asta-sekin bu pasayishlar miqdori kamayib bormoqda va hozirgi vaqtda reyting agentliklari reytinglarni

baholashga nisbatan o'zlarining yondoshuvlarida ko'proq mas'ul ekanligi sababli asosiy aktivlarning sifati yaxshilanmoqda. Bu makroiqtisodiy vaziyatning umumiy yaxshilanishi - Amerika iqtisodiyotining iqtisodiy ko'rsatkichlari o'sishi, jismoniy shaxslarning bankrotligini kamayishi, qurilish (shu jumladan uy-joy) faollashuvi sharoitlarida fonida sodir bo'ladi va ta'minot sifatida beriladigan aktivlarning sifatini oshirishga xizmat qiladi.

15.3. Rossiya moliya bozorida sekyuritizatsiya xususiyatlari

Rossiyada sekyuritizatsiya bozorining paydo bo'lishi imkoniyatlari 1990-yillarda vujudga kelgandi. 1990-yillarning o'rtalariga kelib, bu imkoniyatlar tegishli resurslar bilan ta'minlandi, biroq Rossiyadagi sekyuritizatsiya bozori hali ham shakllanish bosqichida turibdi. Garchi ta'minlangan moliyaviy vositalar turli xil qimmatli qog'ozlar va aktivlar (asosiy vositalar va murakkabroq moliyaviy mahsulotlar) asosida chiqarilishi mumkin bo'lsa-da, shunga qaramay, asosan bank kreditlari ana shunday bazalar sifatida qo'llaniladi, bu esa sekyuritizatsiya va bank kreditlarining juda yaqin aloqasi va hatto bog'liqligiga olib keladi.

Boshqa mamlakatlarda bo'lgani kabi, Rossiyada ham sekyuritizatsiya bozorining sezilarli qismini sekyuritizatsiya qilingan qimmatli qog'ozlar chiqarish uchun asos sifatida uy-joy ipoteka kreditlari tashchikil etadi. Ushbu bozor segmenti qatnashchilari doirasi ham xilma-xil - uy xo'jaliklaridan tortib bank strukturalariga qadar. Uy-joy ipoteka kreditlash agentligi (AIJK) timsolida qayta moliyalashtiradigan muassasalari tashkil etildi.

Normativ-huquqiy asoslar

Rossiya Federatsiyasining jahon sekyuritizatsiya bozoriga integratsiya qilishga Xalqaro moliyaviy korporatsiya xizmat qilgan. U mazkur masala bo'yicha ishchi guruh tashkil qilib, sekyuritizatsiya Rossiya moliya bozoriga keltiradigan bir qator ijobiy jihatlarni ko'rsatib bergan.

Rossiyada qaysi bitimni ilk sekyuritizatsiya bitim deb hisoblash lozimligi haqida turli fikrlar mavjud. Ko'pincha 2000 yil amalga oshirilgan «Rossiyskiy

kredit» bankini qayta strukturalash aytib o'tiladi, bu jarayon davomida xorijiy kreditorlar oldidagi qarzdorlik ta'minlangan tilxatlarga almashtirilgan. Maxsus tashkil qilingan yuridik shaxsga aylangan SNAP Ltd. (Kayman orollari) emitent sifatida ishtirok etdi, ikkinchi tomonni esa ING Barings ifodaladi. Ushbu bitim ko'p ehtimoldan sekyuritizatsiya an'anaviy sxemasiga amal qilgan.

Ta'minlangan obligatsiyalarni birinchi bo'lib «Russkiy standart» yuanki 2002 yil chiqardi. Iste'mol kreditlari bunga asos bo'lib xizmat qildi. Biroq, bitim davomida bankning balansidan hech qanday ta'minot aktivlari chiqarilmadi, bu bitimning sekyuritizatsiyaga mansubligini tasdiqlash uchun muhim shartni bajarmaslik deb hisoblanishi mumkin, chunki aynan shu harakat asosiy aktiv bo'yicha to'lovni amalga oshirmalsik riskini minimallashtirish uchun qo'llaniladi.

Ipotekalar «pul»ini to'g'ridan-to'g'ri institutsional sotish 2003 yil qayd etilgan. «Delta Kredit» banki Moskommertsbank bankiga 10 mln dollarlik qimmatli qog'ozlar sotgan. Biroq bunday to'g'ridan-to'g'ri sotishni qayta moliyalashtirishga kiritish mumkin, sekyuritizatsiyaga emas, vaholanki, uning ob'ekti ipoteka vositalari bo'lgan bo'lsa ham.

2001 yil Rossiyada amalda dastlabki sekyuritizatsiya bitimi amalga oshirildi. «Gazprom» OAJ 125 mln dollar miqdoridagi aktivlarni sekyuritizatsiya qildi, ta'minot bo'lib esa gaz eksportidan olinadigan kelajakda kutilayotgan mablag'lar xizmat qildi. Ushbu operatsiyada Fitch va S&P ishtirok etdi, ular bergan reyting (BBB-) qimmatli qog'ozlarni investitsion qog'ozlar qatoriga kiritdi va shu tariqa ularning jalb etuvchanligini oshirdi.

Shuningdek, 2004 yil Rossiya moliya bozorining eng yangi tarixida «Rosbank» tomonidan VISA va MasterCard oldidagi qarzlari to'lashda kelajakdagi mablag'lar tushumlari bilan ta'minlangan Yevroobligatsiyalar - 225 mln dollarlik emassiya ilk bor amalga oshirildi. Reyting agentliklari sifatida Moody's va Fitch ishtirok etdi, reytinglarning o'zi esa (Ba3 va V+) investitsion reytinglarga yaqin bo'ldi. Operatsiya muvaffaqiyatli o'tdi va bu originatorni 2005 yil fevral oyida amalga oshirilgan qo'shimcha emissiyani amalga oshirishchga rag'batlantirdi.

Shunday qilib, 2005 yil Rossiya sekyuritizatsiya bozori uchun eng muvaffaqiyatli yil bo'ldi, ta'minlangan aktivlar doirasi kengaydi.

Rossiyada sekyuritizatsiya bozorini rivojlantirishning yana bir yo'nalishi 2005 yilda "Soyuz Bank" ning qo'llab-quvvatlagan qimmatli qog'ozlari (Rossiya standart banki ishtirokida) deyarli 50 million dollarga chiqarilgan bo'lib, ko'pchilik bu sekyuritizatsiya joriy qiymatdan himoya qilish bitimi deb hisoblashadi. 2005 yilda u rublning "Xoum-kredit i finans" rubldagi iste'mol kreditlarini sekyuritizatsiya qildi.

2006 yilda Rossiya moliya bozorida sekyuritizatsiya jarayoni davom ettirildi, lizing shartnomalari ilgari foydalanilgan aktivlar ta'minotiga lizing (bitim Rossiya temir yo'llari ishtirokida o'tkazildi) va ipoteka kreditlari (AIJK, VTB24 bank va boshqalar) shartnomalari qo'shildi, operatsiyalarning o'zi esa milliy moliya bozori chegaralaridan o'tib, jahon moliya bozorig kirdi, uzoq vaqt davomida sekyuritizatsiya moliya tizimining rivojlanishiga hissa qo'shadi deb kelindi.

2007 yil Rossiya Federatsiyasida, ayniqsa, ipoteka kreditdai sohasida sekyuritizatsiya bozorining o'sishi qayd etildi. Xuddi shu yili Rossiya ta'minlangan qarz majburiyatlari ilk bora chiqarildi.

Ammo 2007 yilda AQShda boshlangan ipoteka inqirozi bizning mamlakatimizga juda tez keldi. Rossiya qimmatbaho qog'ozlarini birinchi bo'lib xorijiy investorlar tashlab yuborishga kirishdi, yangi joylashtirishlar umuman amalga oshmadi. AIJK va Vneshekonombank dasturlari moliya bozorining ipoteka segmentidagi pasayishni chekladi, ammo umumiy vaziyat juda beqaror edi va uzoq vaqt bunday saqlanib qolmadi - faqatgina 2012 yilda inqirozdan keyingi Avstriya bankining rus «qizi» ishtrokida birinchi sekyuritizatsiya operatsiyasi amalga oshirildi.

Rossiya sekyuritizatsiya bozorining kapitallashuvi pasayishi nafaqat inqirozli 2007-2009 yillar davrida (15.4-rasm), balki keyingi yillarda (sekinroq sur'atlar bilan) ro'y berdi, bu esa uning turg'unligidan dalolat beradi. Biroq shuni

hisobga olish kerakki, ipoteka kreditlari sekyuritizatsiya ijobiy dinamikasi davlat tomonidan qo'llab-quvvatlash bilan birga uning rivojlanishini rag'batlantirishi lozim. Albatta, bunday bitimlarni qat'iy, bosqichma-bosqich va ayniqsa, reytinglash bosqichida nazorat qilish lozim (AQSh dagi kabi holat ro'y bermasligi uchun). Bu xalqaro darajada ham hamkorlikni rivojlantirish va kengaytirishga xizmat qiladi.



15.4-rasm. 2004-2013-yillarda Rossiya sekyuritizatsiya bozori dinamikasi, mlrd doll.

2012 yilda Rossiya sekyuritizatsiya bozori, ayniqsa, uning ipoteka segmenti qayta tiklandi. Sekyuritizatsiya operatsiyalari hajmi oshdi va ularning soni o'sdi. Keyinchalik o'sish tendentsiyasi davom etdi, chunki 2013 yil Rossiyada qonunchilikda sekyuritizatsiyani rag'batlantiradigan o'zgarishlar qabul qilindi. Biroq, moliyaviy inqiroz xavfini potentsial tashuvchisi sifatida sekyuritizatsiyani har qanday rag'batlantirish shaffoflikning oshishi (ayniqsa, buxgalteriya hisobi moliya hisoboti) va qat'iy tartibga solish bilan birga amalga oshirilishi kerak. Moliyaviy axborotni nafaqat moliyaviy institutlar – tartibga solish organlari darajasida, balki milliy (mega) tartibga soluvchilar darajasida almashinish xalqaro amaliyoti maqbul bo'lib ko'rinadi.

Umuman, 2014 yilga kelib Rossiyada 100 ga yaqin ipoteka aktivlari sekyuritizatsiyalash bitimi amalga oshirilib, ularning 83 tasi mahalliy, 17 tasi transchegaraviy sekyuritizatsiya edi. 2014 yilda sekyuritizatsiya jarayoni (asosan, ipoteka kreditlari uchun) keskin ko'tarildi, shu jumladan AIJK ishtirokida o'sish kuzatildi. Rossiya moliya bozorining ushbu segmentidagi bitimlar sonining o'sishining sabablari uy-joy mulklarini kreditlash bozorida yuqori tendentsiya va me'yoriy-huquqiy bazani tartibga solishdan iborat. Shunga qaramay, Rossiya sekyuritizatsiya bozori hali ham juda markazlashgan (etakchi pozitsiyalar ettita investitsiya banklariga tegishli), bu esa, Rossiya moliyaviy bozorining ushbu segmentinin etishmayotgan darajasini ko'rsatadi.

Normativ-huquqiy baza

Rossiyada sekyuritizatsiya bozorining rivojlanishiga «Ipoteka qimmatli qog'ozlari to'g'risida»gi Federal qonun qabul qilinishi (11 noyabr 2003 y.) xizmat qildi. U Rossiya moliya bozorining ushbu sektorga va uning vositalariga o'tishi va qimmatli qog'ozlar bilan ta'minlanganlik institutining faoliyati uchun zarur bo'lgan asosiy qoidalarni belgilashga taYorligini rasman tasdiqladi. Qonunda ipoteka kreditlarini ajratish jarayonida qo'llaniladigan asosiy mexanizmlar ko'rsatilgan, sekyuritizatsiya uchun ruxsat etiladigan qimmatli qog'ozlarning turlari, "valyuta agenti" tushunchasi (chet ellik valyutani tartibga solish amaliyotida qo'llaniladigan "maxsus tashkil qilingan yuridik shaxs" kontseptsiyasiga mos keladi) aktsionerlik jamiyatining yuridik shakli va umumiy ma'suliyati cheklangan jamiyat).

Qonunda ipoteka bilan ta'minlangan qarz majburiyatlariga quyidagi talablarni qo'yilgan - bir ob'ekt uchun keyinchalik almashtirish yoki begonalashtirish imkoniyatisiz 80% dan ko'p bo'lmagan miqdor, sug'urta qilish majburiyati qilinadi va boshqalar (3, 11-moddalar).

Ushbu Qonunning 2-moddasiga muvofiq, ipoteka qimmatli qog'ozlari quyidagilar hisoblanadi: tizimli qoplanadigan obligatsiyalar; ishtirok etish ipoteka sertifikatlari. Bularning birinchisi jahon moliya bozorining ipoteka ta'minotiga

asoslangan qimmatli qog'ozlarga o'xshash, ikkinchisi esa Amerika o'tkazma sertifikatlarga o'xshaydi, chunki ular pul oqimiga va ipoteka ta'minotini qoplash talablariga javob berishadi. Ammo, ipoteka ishtirokidagi sertifikatlar investitsion, xususiy va nodavlat pensiya fondlarini boshqaradigan kredit tashkilotlari (ishonchli shaxslar) tomonidan asoslanishi mumkin, garovga qo'yilgan obligatsiyalarni ipoteka agenti taqlid qiladi.

"Ipoteka qimmatli qog'ozlari to'g'risida" gi federal qonunga binoan, sekyuritizatsiya faqat ta'minlangan ipoteka qimmatli qog'ozlari bilan cheklangan, bu esa sekyuritizatsiya faoliyatini "Rossiya Federatsiyasining ayrim qonun hujjatlariga o'zgartish va qo'shimchalar to'g'risida" gi federal qonunlarga muvofiq boshqa yurisdiksiyaga qayta yo'naltiruvchi ipoteka ta'minotiga yo'naltirilgan qimmatli qog'ozlar bilan cheklangan va vakolatli asosiy aktivlar ro'yxatini kengaytirgan - endi ular barqaror pul oqimi bilan deyarli har qanday asosiy pul talablari bo'lishi mumkin.

Rossiyadagi ipoteka ta'minotining sekyuritizatsiyasini rivojlantirish ipoteka qimmatli qog'ozlari chiqarish va sekyuritizatsiya bitimlariga xizmat ko'rsatish bilan shug'ullanadigan Ipoteka uy-joy kreditlash bo'yicha agentlik tomonidan qo'llab-quvvatlanadi. AIJKning asosiy vazifalaridan biri bu ipoteka qimmatli qog'ozlarining to'g'ridan-to'g'ri chiqarilishidir. 2007 yildan boshlab 2014 yilgacha AIJK maxsus ipoteka agentliklari yordamida qimmatli qog'ozlarni qayta moliyalashtirish asosida qayta tiklanadigan ipoteka kreditlari asosida sakkizta emissiya chiqardi va ular uchun maxsus standartlar ishlab chiqildi.

Bundan tashqari, AIJK zaxira va asosiy servis agenti funktsiyalarini bajarib, infratuzilma xizmatlari taqdim etadi, kafil va sug'urtalovchi vazifasini bajaradi, garov ta'minotini boshqaradi va nazorat qiladi. "To'liq servis" xizmatini taqdim etar ekan, AIJK ipoteka «pul»ini sekyuritizatsiya qilish jarayonini professional qo'llab-quvvatlashni ta'minlaydi va «Master-servic» xizmatini taqdim etganda agentlik vazifasini bajaradi.

Nazorat savollari

1. Sekyuritizatsiya bitimini amalga oshirish uchun maxsus yaratilgan mustaqil yuridik shaxsning qimmatli qog'ozlari nimalar bilan ta'minlangan?
2. Inqirozdan so'ng noipoteka aktivlarini sekyuritizatsiya qilish operatsiyasi qachon bo'lib o'tdi?
3. XXI asrning asrning ikkinchi o'n yilligida Rossiyada sekyuritizatsiya operatsiyalari o'sishining sabablari nimada?
4. Sekyuritizatsiyani rag'batlantiradigan o'zgarishlar Rossiya Federatsiyasi qonunchiligiga qachon kiritildi?
5. Sekyuritizatsiya bitim ishtirokchilarining ro'yxatidan qaysi struktura ipoteka sertifikatlari egalariga pul to'lovlarini amalga oshiradi?
6. Sekyuritizatsiya bitimida ishtirok etadigan ixtisoslashtirilgan jamiyat daromadlari va xarajatlari soliq bazasidan ozod qilinadigan holatlar qanday?
7. Sekyuritizatsiyaning qaysi modeli keng tarqalgan? Rossiya yopiq pay investitsiya fondlarini sekyuritizatsiya vositalari qatoriga kiritishga qaysi asoslar imkon beradi?
8. Sekyuritizatsiya bozorida Ipoteka uy-joy kreditlash bo'yicha agentlikning vazifalari nimadan iborat?
9. Sekyuritizatsiya to'g'risidagi qonunni qabul qilish Rossiya Federatsiyasi sekyuritizatsiya bozori rivojlanishning yangi bosqichiga o'tishiga aylanadimi?
10. Sekyuritizatsiya bozorining istiqbollari qanday?
11. Multioriginator bitimlarini tuzish qaysi hollarda foydali bo'ladi?
12. Rossiya sekyuritizatsiya bozoriga qanday ichki omillar ta'sir qiladi?
13. Sekyuritizatsiya bozoriga qanday tashqi omillar ta'sir qiladi?
14. Boshqa aksiyadorlik jamiyatlari bilan ipoteka agenti o'rtasida qanday farq bor?
15. Originator bankrotligi yuz berganda, uning balansidagi asosiy aktivni ro'yxatdan chiqarish va uni keyinchalik maxsus yuridik shaxsga o'tkazish da'vo qilinishi yoki haqiqiy emas deb hisoblanishi mumkinmi?

XVI BOB. KAPITAL BOZORIDA RISKLARNI BOSHQARISH TIZIMLARI

16.1. Kapital bozorida risklar: mohiyati, asosiy turlari va baholash usullari

Kapital bozorida investor yoki emitent tomonidan qabul qilinayotgan har qanday moliyaviy qaror risk bilan bevosita yoki bilvosita bog‘liq bo‘ladi. Xalqaro moliya bozoridagi operatsiyalar investorlar faoliyatida risk darajasini yanada oshiradi.

Bunga 2008 yildagi jahon moliyaviy-iqtisodiy inqiroz, uning sabablari va oqibatlari misol bo‘lishi mumkin. Bozor nuqtai nazaridan risk – bu aktiv narxini ko‘zda tutilmagan va kutilmagan tarzda o‘zgarishidan kelib chiqadigan yo‘qotishlar riski hisoblanadi.

Moliyaviy instrumentlarni sotib olish bilan bog‘liq risklar moliya bozorida salbiy iqtisodiy hodisalar vujudga kelishi bilan bog‘liq bo‘ladi va quyidagi oqibatlarga olib kelishi mumkin: (1) foyda darajasi kutilayotgan darajadan past bo‘lishi yoki umuman kuzatilmasligi; (2) qimmatli qog‘ozning qiymati tushganda investor kiritgan kapitalining ma‘lum qismini yo‘qotilishi; (3) qimmatli qog‘ozning qadrsizlanishi.

Bunday oqibatlar shubhasiz potensial investor qaroriga ta‘sir o‘tkazadi. Investorlar moliya bozoridagi risklar mohiyatini bilish, to‘g‘ri baholash va ularni samarali boshqarish uchun moliya bozoridagi risklarni ikkiga bo‘lishida, ya‘ni: bozor (yoki tizimli, diversifikatsiya qilinmaydigan) risklari va bozordan tashqari (yoki o‘ziga xos, tizimsiz, diversifikatsiyalanadigan) risklar.

Bozor risklari

Bozor risklari – bu bozor omillari o‘zgarishi oqibatida aktiv qiymatini pasayishi riski hisoblanadi. Shuningdek narxlarni noaniqlik bilan o‘zgarishiga ham bog‘liq hisoblanadi. Bozor riski makroiqtisodiy tabiatga ega bo‘ladi, ya‘ni riskni

vujudga kelish manbasi moliya tizimidagi makroiqtisodiy ko'rsatkichlar bilan bevosita bog'liq hisoblanadi. Ushbu risk butun tizimga bog'liq bo'lgani sababli butunlay bartaraf qilib bo'lmaydi. Bozor riskini quyidagi uchta standart shakli mavjud:

1. Fond (yoki narx) riski – bu aksiyalar narxining tushishi riski.
2. Foiz riski – bu foiz stavkasi o'zgarishi riski.
3. Valyuta riski – bu valyuta kurslari o'zgarishi riski.

Bozor risklarini baholash uchun amaliyotda VaR usulidan keng foydalaniladi.

2008 yildagi inqirozdan keyin bozor risklarini aniqlash va baholash muammosi dolzarb bo'lib qoldi. Ushbu davr talabiga munosib iqtisodchi olimlar tomonidan qator statistik usullar va yangi miqdoriy baholash usullari tadqiq qilindi. Iqtisodchi olimlar Dimitrios Bisias, Mark Flood, Andrew W. Lo, Stavros Valavanis tomonidan tadqiq qilingan “A Survey of Systemic Risk Analytics” nomli asarda tizimli riskni turli tomondan miqdoriy baholashning 31ta uslubiyotining sharhi berilgan.⁷⁸ Ulurdan amaliyotga joriy qilish imkoniyati nuqtai nazaridan eng samarador va eng keng tarqalgan to'rtta usulni quyida ko'rib chiqamiz.

1. Stress-test usuli. Stress-testlar alohida moliyaviy institutni yoki butun tizimni makroiqtisodiy yoki makromoliyaviy o'zgarishlariga nisbatan qanchalik zaifligini baholashga xizmat qiladi. Stress-testlar boshqa usullardan farqli tarzda tizimli riskni vujudga kelishi ehtimolligini emas, balki agar o'zgarish (shok) ro'y bersa, oqibatlar qanaqa bo'lishini aniqlaydi. Stress-test o'tkazilishida odatda bir yoki bir nechta (pozitiv, o'rta, negativ) ssenariylardan foydalaniladi. Ular dastlabki shok kattaligi, prognozlash gorizonti, risk omillarini stress-test obyektining barqarorligiga salbiy ta'sirining darajasi kabi parametrlar bo'yicha farqlanishadi.

Stress-testning quyidagi yo'nalishlari mavjud:

⁷⁸ Nicolas Blancher, Srobona Mitra, Hanan Morsy, Akira Otani, Tiago Severo, and Laura Valderrama. Systemic Risk Monitoring (SysMo) Toolkit – A User Guide. IMF Working paper, July 2013.

- pastdan tepaga usuli. Masalan banklar o'zining yo'qotishlar darajasini har bir ssenariy bo'yicha mustaqil aniqlashadi va umumlashtirish uchun yuqori turuvchi megaregulyator (Markaziy Bank)ga taqdim qilishadi.

- tepadan pastga usuli. Masalan Markaziy Bank tomonidan yagona metodologiya bo'yicha butun tizim (tijorat banklari)ni testdan o'tkazilishi.

Pastdan tepaga usulda har bir bank o'zining riski va yo'qotishlari tizim yoki kontragentlarga ta'siri yoki o'zaro ta'sirini emas, balki o'z faoliyatiga ta'sirini baholaydi.

16.1-jadval

Stress-test kamchiliklari va afzalligi

Kamchiliklar	Afzalliklar
Statistik ma'lumotlarni to'plashda yo'qotishlar kuzatilishi; Stress sharoitida banklar chiziqli harakatlanmasligi (har bir bank o'zgacha reaksiya ko'rsatishi).	Nazorat organiga murakkab tizimli modellarni ishlab chiqishi uchun moliyaviy institularda to'plangan riskning konsentratsiyasi va ko'lami haqida dastlabki ma'lumot berishi.

2. Tizimli riskni erta aniqlash indikatorlari. Ushbu usulning mohiyati tizimdagi risk darajasini taqriban aniqlaydigan iqtisodiy indikatorlar aniqlagan chegaraviy qiymatdan yuqori bo'lgan davrlarni aniqlaydi va bu inqiroz boshlanishiga xabar vazifasini bajaradi. Inqiroz bo'yicha erta xabar berish tizimiga misol tariqasida Xalqaro Valyuta Fondi tomonidan qo'llaniladigan moliyaviy barqarorlik ko'rsatkichlari majmuini keltirsa bo'ladi.⁷⁹ Ushbu tizim ikkita indikatorlar guruhiga bo'linadi:

⁷⁹ Indicators of financial stability. Compilation Guide – Washington, DC, USA: International Monetary Fund, 2007

1. CAMELS⁸⁰ indekatorlari moliyaviy inqirozning mikroiqtisodiy tarkibini xarakterlaydi. U asosiy kapital darajasi, aktivlar sifati, boshqaruvning ishonchliligi, foydalilik, likvidlilik va bozor riskiga ta'sirchanlik kabi ko'rsatkichlardan tarkib topadi.

2. Makroiqtisodiy indikatorlar. Ularga iqtisodiy o'sish sur'ati, to'lov balansi holati, inflyatsiya darajasi, foiz stavkasi va valyuta kursi kabi makroiqtisodiy ko'rsatkichlar kiradi.

Erta xabar berish indekatorlari usuli bo'yicha tanqidlar shundan iboratki, ular inqirozdan keyingi siljishlar ta'sirini, ya'ni inqiroz boshlanganidan keyingi ko'rsatkichlar o'zgarishini inobatga olmaydi.⁸¹ Shuningdek hech bir kafolat yo'qki oldingi yil qayd qilingan qonuniyatlar kelgusi yilda ham o'z kuchida qolishiga.

3. VaR (*Value at Risk*) ga⁸² asoslangan hisoblash uslubiyoti. 1990-yillar yarmidan to hozirgi kunga qadar yirik xalqaro banklar va regulyatorlar boshchiligida deyarli barcha moliyaviy institutlar risk metrikasi⁸³ sifatida VaR (*Value at Risk* – riskning qiymatdagi o'lchovi, risk ostidagi qiymat yoki riskning qiymati)dan foydalanishadi. VaRning bunday umumqabul qilinishi ko'plab munozaralarga sabab bo'ldi. Aksar olimlar metrika subadditiv bo'lmagani, ya'ni divesifikatsiya prinsiplariga va bundan kelib chiqib zamonaviy portfel nazariyasi asoslariga teskari bo'lishi sababli, unga qarshi chiqishdi. (munozara bo'yicha ma'lumotni Szegö (2004) ilmiy ishida ko'rsa bo'ladi)

VaR ko'rsatkichi ma'lum shartlar ostida *t* vaqt oralig'ida investorning maksimal yo'qotishlarini ifodalaydi.⁸⁴ Rasman bu ko'rsatkich *t* davr

⁸⁰ CAMELS indekatorlari guruhining nomi uning tarkibiga kiruvchi indikatorlarning bosh harfidan tuzilgan abbreviatura hisoblanadi, ya'ni Capital adequacy, Asset quality, Management, Earnings, Liquidity, Sensitivity kabi moliyaviy ko'rsatkichlardan iborat.

⁸¹ Solntsev O.G., Pestova A.A., Mamonov M.E., Magomedova Z.M. Experience in Developing Early Warning System for Financial Crisis and the Outlook for the Banking Sector in Russia in 2012. // Journal of the New Economic Association, № 12, 2011], URL: <http://www.forecast.ru/ARCHIVE/Analitics/EcoAs/CMASF12-2011.pdf>

⁸² VaR ko'rsatkichi Bazel qo'mitasi, Xalqaro svop va hosilaviy instrumentlar assotsiatsiyasi, AQSh milliy sug'urtachilar assotsiatsiyasi tomonidan tartibga solish instrumenti sifatida foydalanish uchun tavsiya etilgan.

⁸³ Bozor risk metrikasi – bu portfel kelgusi qiymatining noaniqligini o'lchash mezonini, ya'ni portfel daromadi (foyda yoki zarar)ning noaniqligini hisoblash o'lchov birligi hisoblanadi. Uning bosh maqsadi – kutilayotgan (muljallangan) qiymatdan chetlanishlar ehtimolligini aniqlash hisoblanadi.

⁸⁴ Crouhu M., Galai D., Mark R. Risk management. – N.Y.: McGraw Hill, 2001

uchun va berilgan α aniqlik darajasi bilan ma'lum aktiv yoki aktivlar portfeliga egalik qilishdan kutilayotgan maksimal yo'qotishlar VaR qiymatidan oshmaslik ehtimolligi α -ga teng bo'lgan qiymatni baholaydi. Boshqacha aytganda, α ehtimollik bilan V_t aktiv (portfel) qiymatit vaqtda o'zining V_0 dastlabki qiymatidan $[0; t]$ davr oralig'ida *VaR dan ortmaydigan qiymatga o'g'maydi*:

$$p(V_t - V_0 < VaR) = \alpha$$

Agar, ehtimollik *VaR dan ortiq holda zarar ko'rish ehtimolligi* $1-\alpha$ ga teng bo'ladi:

$$p(V_t - V_0 > VaR) = 1 - \alpha$$

E'tibor qilsak, matematik nuqtai nazardan *VaR* ko'rsatkichi α tartibdagi tasodifiy ifoda taqsimotining kvantili hisoblanadi. Umumiy holatda $F(x)$ uzluksiz taqsimot funksiyasiga ega tasodifiy X ning α tartibdagi kvantili (quantil) deb $X < u_\alpha$ ni qanoatlantiradigan shunday u_α qiymatki, u uchun hodisaning ehtimolligi α ga teng bo'ladi:

$$F(u_\alpha) = p(X < u_\alpha) = \alpha$$

Quyidagi jadvalda o'rta qiymatdan chetlanish ehtimolliklariga mos keluvchi, standart chetlanishlar sonda ifodalangan normal taqsimot kvantillari keltirilgan.

16.2-jadval

Normal taqsimot kvantillari

Ehtimollik α, %	99,99	99,00	97,72	95,00	90,00	84,13	50,00
Kvantil i_α	3,715	2,326	2,000	1,645	1,282	1,000	0,000

Ushbu ko'rsatkichdan α ehtimollikdan ortmaydigan yoki $1-\alpha$ ehtimollikdan ortishi mumkin bo'lgan yo'qotishlar yoki zarar ko'rishning chegaraviy qiymatini aniqlash uchun foydalanish mumkin.

Agar narxlar o'zgarishining ehtimolli taqsimoti normal taqsimot qonuniga bo'ysunsa, VaR miqdorini quyidagi formula bo'yicha hisoblash mumkin:

$$VaR = V_0 * u_{\alpha} * \sigma_t$$

Bu yerda

V_0 – aktiv (portfel)ning dastlabki qiymati;

t – ko'rilayotgan davr (risk gorizonti);

σ_t – t vaqt davomida aktiv (portfel) qiymati yoki daromadining standart chetlanishi;

α – ahamiyatlilikning tanlangan darajasi.

Demak VaR ikkita parametr bilan ifodalanadi:

1) ahamiyatlilik darajasi (significance level) – α yoki ishonchlilik darajasi (confidence level) – $1-\alpha$;

2) savdo kunlari orqali o'lchanadigan risk gorizonti (risk horizon) – h .

Odatda ahamiyatlilik darajasi tashqi subyekt tomonidan belgilanadi. Misol uchun Bazel II kelishuvi doirasida tijorat banklari o'zlarining bozor risklarini VaR yordamida baholayotganlarida ahamiyatlilik darajasini 1% deb olishadi, ya'ni bu 99% ishonchlilik darajasi hisoblanadi. Kredit reytingi agentliklari esa bundan ham jiddiyroq daraja belgilashadi, ya'ni yuqoriroq ishonchlilik darajasi (0,03% ahamiyatlilik yoki 99,97% ishonchlilik darajasi)ni qo'llashadi. Bunday tashqi regulyatorlar bo'lmagan taqdirda VaR ning ahamiyatlilik/ishonchlilik darajasi foydalanuvchining riskka nisbatan yondashuviga bog'liq hisoblanadi. Foydalanuvchi qancha konservativ bo'lsa, shuncha α qiymati past bo'ladi va mos ravishda ishonchlilik darajasi ham shuncha yuqori qo'llaniladi.

Risk gorizonti – bu potensial (istiqboldagi mumkin bo'lgan) yo'qotishlarni qancha davr oralig'i uchun hisoblanishni anglatadigan muddat. Turli risklar tabiiy ravishda ularning likvidliligiga qarab turli vaqt oralig'i bo'yicha baholanadi. Misol

uchun Bazel kelishuviga muvofiq VaRning risk gorizonti 10 kunni tashkil etadi. Ichki yoki tashqi tartibga solish mexanizmlari mavjud bo‘lmagan holatlarda VaRning risk gorizonti sifatida riskka uchrashning kutilayotgan davr oralig‘i olinadi. Likvid aktivning riskka uchrashi likvid bo‘lmagan aktivga nisbatan ancha tez kutiladi va muvofiq tarzda tez to‘liq xedjerlanadi. Shuningdek riskdan holi bo‘lish muddati uning sodir bo‘lishining ko‘lami (razmeri) va bozor likvidligiga bog‘liq hisoblanadi.

4. Spesifik (o‘ziga xos) risklar.

Maxalanobis tafovuti. 1927 yilda hind statistigi Chandra Maxalanobis tomonidan bosh chanog‘ining o‘xshashligini tekshirish uchun ishlab chiqilgan modeldan Kritsman va Li moliya bozoridagi nobarqarorlikni aniqlash uchun foydalanilgan. Ushbu d_t – “nobarqarorlik indeksi” quyidagicha aniqlanadi:

$$d_t = (y_t - \mu) \sum^{-1} (y_t - \mu)^T$$

Bu yerda:

y_t – tdavr uchun aktivlar daromadlilikining vektori;

μ – oldingi davrlarning o‘rtacha daromadlilik vektori;

\sum – oldingi davrlar daromadliliklarining kovariatsion matritsasi.

Ushbu indeks aktivlar daromadlilikining tarixiy o‘rtacha daromadlilikdan chetlanishga moyilligini o‘zida aks ettiradi. Olib borilgan tadqiqotlar natijasida d_t o‘zgarishi moliya bozorining muvozanatsizligiga olib keladigan hodisalar bilan mos kelishi aniqlandi.

Qoplash koeffitsiyenti. 2010 yilda Kritsman va Li tomonidan tizimli riskni o‘lchash bo‘yicha yana bir statistik instrument taqdim (taklif) qilindi. Ushbu yondashuv asosida asosiy komponentlar usuli (Principal Components Analysis, PSA) yotadi. Bunda maksimal ma’lumot sonini saqlagan holda ma’lumotlar hajmini qisqartirish qo‘llaniladi. RSA dastlabki ko‘rsatkichlar (asosiy

komponentlar)ning kovariatsion matritsasini umumiy variatsiyaning ulushi bo'lgan o'z qiymatlari bo'yicha yoyishga asoslanadi.

Mualliflar qoplash koeffitsiyentini vaqt oraliqlarining o'zaro bog'liqligi ko'rsatadigan o'lchov birligi sifatida ishlatishni taklif qilishadi. koeffitsiyent quyidagi ko'rinishga ega:

$$AR = \frac{\sum_{i=1}^N \sigma_i^2}{\sum_{j=1}^N \sigma_j^2}$$

Bu yerda:

AR – o'z vektorlari guruhi bilan ifodalanadigan (qoplanadigan) umumiy variatsiya ulushi;

$\sigma_1^2, \sigma_2^2, \sigma_3^2 \dots \sigma_N^2$ – kamayib borish tartibi bo'yicha kovariatsion matritsaning o'z vektorlari;

N – matritsa rangi.

AR qiymatining ortishi ko'chmas mulk bozorida pufak hosil bo'layotgani va xavf yaqinlashayotgani haqida ogohlantiradi. Keyingi qadamda koeffitsiyentning standart o'zgarishini hisoblash ko'riladi:

$$\Delta AR = \frac{AR_{15days} - AR_{1year}}{\sigma}$$

Bu yerda:

$AR(15days)$ va $AR(1year)$ – mos ravishda AR ning 15 kunlik va 1 yillik o'rtacha qiymatlari;

σ – AR ning olding hisobot davridagi standart chetlanishi.

AQSH fond bozorining qulashini bir oy oldin bashorati doim AR ko'rsatkichini bir birlik sigma og'ishiga olib kelgan.

Bozordan tashqari risklar

Bozordan tashqari risklar bozor holati bilan emas, balki alohida aktivning o'ziga xos jihatlari bilan bog'liq risk hisoblanadi. Misol uchun ushbu risk turiga asosan korxonaning noiqtisodiy omillari (rahbariyatni nokompetentligi) tufayli

uning aksiyasiga ta'sir riski sifatida ko'rish mumkin. Ushbu riskni portfelni diversifikatsiya qilish orqali umuman bartaraf qilinishi mumkin. Diversifikatsiya samarasini korrelyatsiya koeffitsiyenti orqali tushuntirish mumkin.

Ikkita o'zgaruvchanning birga harakatlanish tendensiyasi korrelyatsiya deyiladi va korrelyatsiya koeffitsiyenti ushbu tendensiyani o'lchab beradigan ko'rsatkich hisoblanadi. Korrelyatsiya koeffitsiyenti +1 dan -1 gacha ifodalanadi va ρ grek harfi bilan belgilanadi. $\rho = +1$ ga teng bo'lgan holatda ikkita o'zgaruvchan mutlaq bir xil harakatlanadi, $\rho = -1$ bo'lsa ikkita o'zgaruvchan mutlaq teskari harakatlanadi va $\rho = 0$ vaziyatda ikkita o'zgaruvchan umuman bir biriga bog'liq bo'lmaydi, ya'ni bir o'zgaruvchan ikkinchisidan mustaqil hisoblanadi.

Oldingi davrlardagi ma'lumotlardan kelib chiqib korrelyatsiyani hisoblansa, R harfi bilan ifodalanadi. Quyida ikkita (i va j) aksiya o'rtasidagi korrelyatsiya koeffitsiyentining hisoblash formulasi keltirilgan.

$$\rho = R = \frac{\sum_{t=1}^T (\bar{r}_{i,t} - \bar{r}_{i,Avg})(\bar{r}_{j,t} - \bar{r}_{j,Avg})}{\sqrt{[\sum_{t=1}^T (\bar{r}_{i,t} - \bar{r}_{i,Avg})^2][\sum_{t=1}^T (\bar{r}_{j,t} - \bar{r}_{j,Avg})^2]}}$$

Bu yerda:

R – oldingi davrlardagi ma'lumotlardan kelib chiqib aniqlangan korrelyatsiya;

$\bar{r}_{i,t}$ – i aksiyasining t davr uchun haqqoniy daromadliligi;

$\bar{r}_{i,Avg}$ – T davrlar mobaynidagi i aksiyasining o'rtacha daromadliligi.

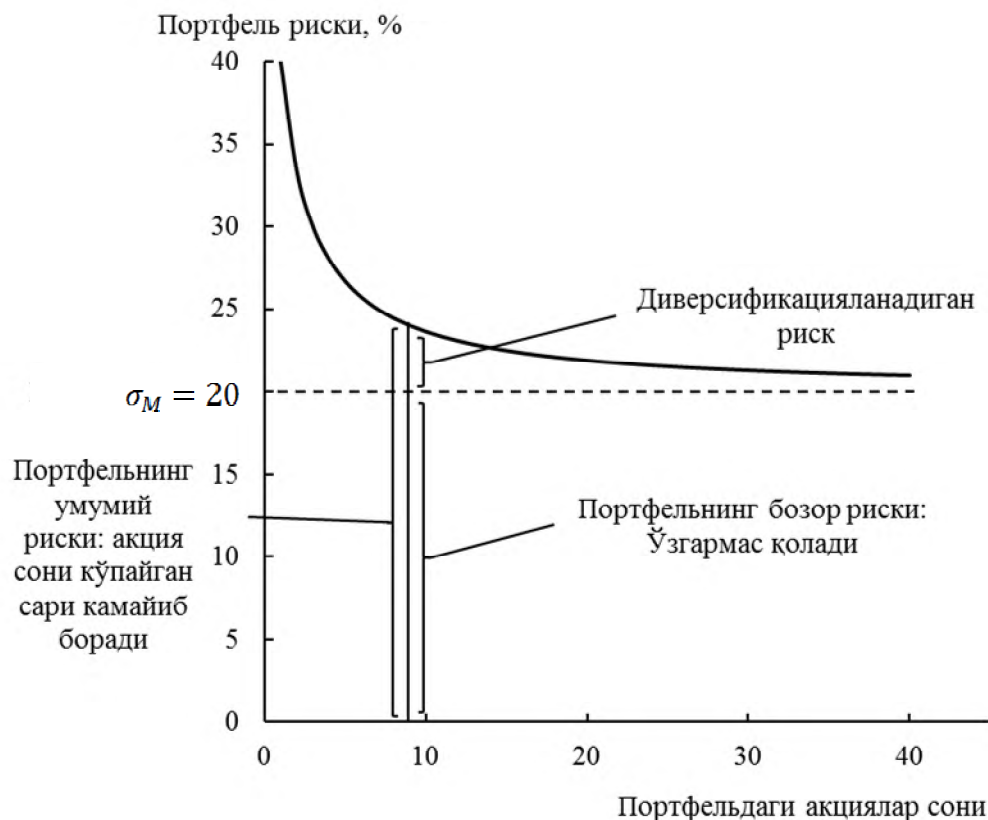
Agar ikkita aksiyaning korrelyatsiya koeffitsiyenti -1 ga teng bo'lsa, har biri uchun shunday ulush tanlasa bo'ladiki, natijada ularni birining o'z o'rta (kutilayotgan) qiymatidan chetlanishi boshqasining o'z o'rta qiymatidan chetlanishini neytrallashtiradi (bartaraf qiladi). Bunda ular yordamida shakllantirilgan portfelning standart chetlanishi nolga teng bo'ladi, lekin shu bilan bir qatordauning kutilayotgan daromadliligi aksiya kutilayotgan daromadliligining o'rtacha tortilganiga teng bo'ladi. Demak korrelyatsiya -1 ga teng bo'lganda portfelning tarkibidagi aksiyalar ulushi to'g'ri proporsiyada tanlansa, uning

standart chetlanishi nolga teng bo‘ladi va risk bartaraf qilinadi. Ya’ni portfel shakllantirib diversifikatsiya qilish orqali riskni bartaraf qilinadi.

Agar korrelyatsiya +1ga teng bo‘lsa, portfelning standart chetlanishi aksiyaning standart chetlanishlarining o‘rtacha tortilganiga teng bo‘ladi. Bunday holatda diverifikatsiya naf keltirmaydi va risk ro‘y bersa undan ko‘riladigan ehtimolli yo‘qotishlari muqarrar hisoblanadi.

Shunday qilib -1 va +1 oralig‘ida korrelyatsiya kuzatilsa, portfelning standart chetlanishi aksiyalarning o‘rtacha tortilgan standart chetlanishlaridan past bo‘ladi va risk darajasini diversifikatsiya qilish orqali pasaytira bo‘ladi. Amaliyotda diversifikatsiya maqsadida portfel shakllantirish uning tarkibidagi aksiyalarni korrelyatsiyasi ko‘pincha aynan shu oraliqda bo‘ladi. Bunda diversifikatsiya riskni to‘laqon bartaraf qila olmaydi.

Diversifikatsiya va portfel. Quyidagi rasm-3da Nyu-York Fond Birjasidan ixtiyoriy tanlanma asosida shakllantirilgan portfelning aksiyalar soni gorizonttal o‘q bo‘ylab oshib borishi sari ushbu portfel riski vertikal o‘q bo‘ylab kamayib borish tendensiyasini grafik yordamida ko‘rsatib berilgan. Oxirgi ma’lumotlarga ko‘ra birjaning bitta aksiyadan iborat portfelining standart chetlanishi taqriban 40%ga teng. Biroq bozor portfelining (birjadagi barcha aksiyalar yig‘indisidan iborat portfel) standart chetlanishi σ_M taxminan 20%ga teng va grafikda bu to‘g‘ri shtrixli gorizonttal chiziq bilan ifodalangan. Ushbu chiziqgacha bo‘lgan riskni portfel shakllantirib diversifikatsiyalab bo‘lmaydi va aksiyaning ushbu diversifikatsiyalanmaydigan (yoki tizimli) riski – bozor riski deb nomlanadi. Chunki bozor riskini vujudga keltiradigan omillar sifatida siyosiy nobarqarorlik, inflyatsiya, retsessiya va yuqori foiz stavkalar kabi tashqi omillar qatnashadi.



16.1-rasm. Portfelning hajmi uning riskiga ta'siri⁸⁵

Aksiya diversifikatsiyalanadigan riski – kompaniyaga xos yoki tizimsiz risk deyiladi. Ushbu riskni paydo bo'lishiga sababchi omillar sifatida quyidagilarni keltirish mumkin: sudlashuv jarayoni, ish tashlashlar, muvaffaqiyatli va muvaffaqiyatsiz marketing dasturlari, yirik shartnomani qo'lg'a kiritish yoki boy berish va boshqa shu kabi alohida firma uchun xos bo'lgan hodisalar. Bir firmaning bunday yomon hodisalari boshqa bir firmaning yaxshi hodisalari bilan diversifikatsiya yordamida bartaraf etish mumkin.

16.2. Portfel nazariyasi: Markovisgacha va undan keyingi baholash usullari

Investorlar yuqori darajadagi riskka mos keladigan ehtimolli daromadlilikni ta'minlashlari uchun riskning holisona baholashlari kerak bo'ladi.

⁸⁵Brigham & Ehrhardt. Financial management/Theory and practice /15th edition

Riskni baholash trillion dollarlarga teng qiymatga ega bo'lgan derivativlarning uzluksiz savdosini ta'minlash, narxini saqlab qolish va ular bozorini barqaror bo'lishi uchun juda ham muhim hisoblanadi.⁸⁶

Riskni noto'g'ri baholash riskdan keladigan yo'qotishlarni yetarlicha baho bermaslikka olib keladi va natijada bankrotlikka va hatto butunlay moliya sektori qulashiga (inqirozga duch kelishiga) sabab bo'ladi.⁸⁷

Riskni miqdoriy baholash evolyutsiyasi quyidagi uch bosqichga bo'linadi:

1. Markovisgacha bo'lgan riskni baholash uslubiyotlari;
2. Markovisning "Portfel nazariyasi"ga asoslangan riskni baholash uslubiyotlari;
3. Riskdagi qiymat (Value at Risk) hamda unga bog'liq riskni baholash uslubiyotlari.

Ushbu evalyutsion bosqichlarni tarixiy ketma-ketlikda yoritib riskni baholashning kelajakdagi istiqbolli yo'nalishlarini quyida muhokama qilib o'tamiz.

Olimlar risk va noaniqlikni iqtisodiy kategoriyalar sifatida farqlashadi va bunga birinchi bor o'z izlanishlarida amiraka iqtisodchi olimi Frenk Nayt e'tibor qaratgan va bu kategoriyalarni batafsil yoritib, chegaralab bergan.

Nayt fikricha risk – bu ma'lum ehtimollik bilan ifodalangan tasodifiylik, noaniqlikda esa tasodifiylik noma'lum ehtimollik bilan ifodalanadi degan fikrni ilgari surgan.⁸⁸ Biroq moliyaviy risklar bo'yicha adabiyotlarda bunday farqlash deyarli uchramaydi.

Risk va riskni baholashning muhim jihati – bu portfel diversifikatsiyasi hisoblanadi. Diverifikatsiya deganda bir nechta aktivlarga investitsiya kiritish orqali hamda ehtimolli daromadlilikni o'zgarmas saqlab qolish bilan umumiy risklarni kamaytirishni tushiniladi. Chunki barcha risklar barcha aktivlarga ham

⁸⁶ L.A. Stout. Why the Law Hates Speculators: Regulation and Private Ordering in the Market for OTC Derivatives. Duke Law Journal, 48(4):701–786, 1999.

⁸⁷ M.H. Kabir and M.K. Hassan. The Near-Collapse of LTCM, US Financial Stock Returns, and the Fed. Journal of Banking and Finance, 29(2):441–460, 2005.

⁸⁸ F.H. Knight. Risk, uncertainty and profit. Houghton Mifflin Company, 1921.

teng ta'sir ko'rsatmaydi. Shu bilan birga albatta diversifikatsiya orqali kamaytirib bo'lmaydigan risklar ham iqtisodiyotda mavjud (masalan foiz stavkasi riski).

Ko'pchilikni fikridan farqli o'laroq riskni baholash va diversifikatsiyalash Markovisning portfel nazariyasidan oldin tadqiqi qilingan. Rubinshteynning ta'kidlashicha rossiya iqtisodchi olimi Bernulli 1938 yilda⁸⁹ riskli qarorlarni kutilayotgan naflilikka asosan baholash mumkinligini isbotlaganida diversifikatsiya orqali daromadlilikni pasaytirmasdan riskni kamaytirish haqida to'xtalgan.⁹⁰

Markovisdan oldin 1906 yilda Irving Fisher iqtisodiy riskni dispersiya yordamida baholagan.⁹¹ Tobin esa investitsion portfel risklarini daromadlilikning dispersiyasiga bog'lagan.⁹²

Zamonaviy qimmatli qog'ozlar tahlilining otasi sanalgan Benjemin Grem riskni baholashga o'zining xavfsizlik marjasi g'oyasini hamda riskni kamaytirish uchun diversifikatsiya amaliyotini taklif qilgan.⁹³ Ushbu qiymatga asoslangan investitsiyalash metodologiyasi tarafdorlaridan taniqli Djeremi Grentem va Uorren Baffetlar gavdalansa-da, moliyaviy matematiklar jamiyati tomonidan bu ilmiy qarashlar keyinchalik tadqiq etilmagan.⁹⁴

Iqtisodchi olimlar risk haqida ko'plab qarashlarni shakllantirganiga qaramasdan riskni baholash standart moliyaviy hisobot tahlili sifatida qaralgan. Markovis birinchi bor portfel riski, diversifikatsiya va aktivlarni tanlashga matematik yondashuv bilan tavsiflab bergan.⁹⁵ Bu matematik apparat aktivning kutilayotgan (o'rta) qiymati, dispersiyasi va kovariatsiyasidan tashkil topgan edi. Markovisning portfel nazariyasi riskni baholashda o'ta muhim innovatsiya edi va bu uchun muallif Nobel mukofoti bilan taqdirlandi.

⁸⁹ D. Bernoulli. Exposition of a new theory on the measurement of risk. *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, pages 23–36, 1954.

⁹⁰ M. Rubinstein. Markowitz's "Portfolio Selection": A Fifty-Year Retrospective. *The Journal of Finance*, 57(3):1041–1045, 2002.

⁹¹ Irving Fisher. *The Nature of Capital and Income*. Macmillan, 1906.

⁹² J. Tobin. Liquidity preference as behavior towards risk. *The Review of Economic Studies*, pages 65–86, 1958.

⁹³ B. Graham. *The intelligent investor*. Harper Collins, 2003.

⁹⁴ R.G. Hagstrom. *The Warren Buffett Way*. Wiley, 2005.

⁹⁵ H. Markowitz. Portfolio Selection. *The Journal of Finance*, 7(1):77–91, 1952.

Demak Markovis portfel riskini uning daromadliligining dispersiyasiga teng deb hisobladi.⁹⁶ Agar portfelning kutilayotgan (oʻrta) daromadliligi quyidagicha aniqlansa,

$$\mu_p = \sum_{i=1}^N \omega_i \mu_i$$

unda portfelning dispersiyasi quyidagi formula bilan ifoda:

$$\sigma_p^2 = \sum_{i=1}^N \sum_{j=1}^N \sigma_{ij} \omega_i \omega_j$$

Bu yerda:

N – portfel tarkibidagi aktivlar soni;

i, j – portfel tarkibidagi aktivlar va $i, j \in \{1, \dots, N\}$;

ω_i – i -nchi aktivning portfeldagi ulushi, quyidagi cheklovchi shartni hisobga olgan holda:

$$0 \leq \omega_i \leq 1,$$

$$\sum_{i=1}^N \omega_i = 1;$$

σ_{ij} – i va j aktivlarining kovariatsiyasi;

μ_i – i -nchi aktivning kutilayotgan daromadliligi.

Markovisning portfel nazariyasi birinchi boʻlib portfel diversifikatsiyasi samarasini portfelning tarkibidagi aktivlarni oʻrtasidagi korrelyatsiya (yoki kovariatsiya) orqali batafsil tushintirib hisoblab bergan. Yuqoridagi (2) formuladan portfelning kutilayotgan daromadliligini kamaytirmasdan kovariatsiya orqali ham dispersiya darajasini pasaytirish mumkinligini koʻrishimiz mumkin.

Shuningdek ushbu nazariya “samarali chegara”da⁹⁷ joylashgan aktivlarni tanlash orqali optimal portfelni shakllantirish gʻoyasiga asos soldi. Bunga muvofiq

⁹⁶ H.M. Markowitz. Portfolio selection: efficient diversification of investments. Blackwell Publishing, 1991.

⁹⁷ Samarali chegara – bu risk va daromadlilikni ifodalaydigan grafikdagi chiziq boʻlib, aniqlangan risk darajasi uchun eng yuqori daromadlilikni yoki berilgan daromadlilik darajasi uchun eng past darajadagi riskni beradigan va ushbu chiziqda joylashgan optimal portfel hisoblanadi. Chiziqdan pastda boʻlsa, etarli daromadlilikni taʼminlamaydi yoki yuqorida boʻlsa, risk darajasi yuqori boʻladi va har ikkala holatda ham portfel samarasiz hisoblanadi.
<https://www.investopedia.com/>

samarali chegara portfelning kutilayotgan daromadliligi konstanta degan shartni hisobga olgan holda aktivlarni ulushini riskni minimallashtirish orqali belgilash bilan topiladi. Natijada bunday portfel minimal risk darajasida eng yaxshi daromadlilikni ta'minlaydi.⁹⁸ Samarali chegara portfel daromadliligi va dispersiyasi o'rtasidagi bog'liqlik, ya'ni botiq chiziq bilan ham ifodalanadi. Bunda risk oshishiga qarab kutilayotgan nafllilik botiq chizig'i ham oshib borish qonuniyati kuzatiladi.

Markovisning portfel nazariyasiga asoslangan portfel riskini bahosi boshqa bir amerikalik iqtisodchi olim Uilyam Sharp tomonidan tadqiq qilindi va u Sharp koefitsiyenti nomi bilan tanildi. Ushbu koefitsiyent quyidagi tenglama bilan ifodalanadi.⁹⁹

$$S = \frac{\mu_p - R_f}{\sigma_p}$$

Bu yerda R_f – risksiz foiz stavka hisoblanadi.

Sharp koefitsiyentini Markovis portfel nazariyasi yordamida aniqlangan har bir risk uchun risksiz foiz stavkasiga qo'shimcha daromadlilik sifatida talqin qilish mumkin. Sharp koefitsiyenti berilgan risk darajasiga mos keladigan portfel daromadliligining sifatini aniqlash nuqtai nazaridan kelib chiqib portfel riskini hisoblaydi. Sharp koefitsiyenti t-statistikasiga¹⁰⁰ o'xshashligi borligini ko'rish mumkin.¹⁰¹

Sharp koefitsiyentining boshqa bir varianti Sortino koefitsiyenti bo'lib, farqli jihati maxrajdagi portfelning standart chetlanishi portfelning kutilayotgan daromadliligi(μ_p)dan past bo'lgan qiymati qo'yiladi. Bu koefitsiyent Sharp bilan bir xil ko'rsatkichga ega bo'ladi, faqat μ_p dan yuqori bo'lgan holat uchun portfel

⁹⁸ H.M. Markowitz. Foundations of portfolio theory. Journal of Finance, pages 469–477, 1991.

⁹⁹ W.F. Sharpe. Mutual Fund Performance. The Journal of Business, 39(1):119–138, 1966.

¹⁰⁰ T-statistikasi yoki Student statistikasi – bu bog'liq o'zgaruvchanni o'zgarishini ifodalashda regressiya tenglamasi koefitsientining statistik ahamiyatini ko'rsatkichi hisoblanadi (koefitsient qiymatini standart xatolik koefitsientiga bo'lish orqali topiladi).

¹⁰¹ Uilyam Sharpning ramiy veb sahifasi: www.stanford.edu/~wfsarpe/

daromadliligidagi o'zgarishni hisobga olmaydi, ya'ni bunday holatda portfel daromadliligi kamaytirilishi kerak bo'ladi.¹⁰²

Markovis bilan bir vaqtda uning portfel nazariyasini boshqa bir amerikalik iqtisodchi olim ham tadqiq qilgan.¹⁰³ Markovis ta'kidlashicha: "Markovisning (1952) tadqiqotiga asosan Men zamonaviy portfel nazariyasi (ZPN) otasi deb tez-tez tilga olinaman, lekin Roy (1952) bunday e'tirofga da'vo qilishga teng huquqli hisoblanadi".¹⁰⁴

Kapital aktivning baholash modeli (SARM)

Markovisning portfel nazariyasini 1960-nchi yillarda kalkulyatsiya qilish imkoniyati mavjud masligi sababli (chunki 100 ortiq aktivlarning kovariatsiyasini kalkulyatsiya qilish talab qilinadi), boshqa bir riskni hisoblash texnikasiga zarurat paydo bo'ldi va MPNga asoslangan kapital aktivning baholash modeli Uilyam Sharp tomonidan taklif qilindi. Model quyidagi formula orqali ifodalanadi:

$$\mu_i = R_f + \beta_i(\mu_m - R_f)$$

$$\beta_i = \frac{\sigma_{im}}{\sigma_m}$$

Bu yerda:

R_f – risksiz foiz stavka;

μ_m – bozor portfelining kutilayotgan daromadliligi;

β_i – i-nchi aktivning beta koeffitsiyenti;

σ_{im} – i-nchi aktiv va bozor portfelining kovariatsiyasi;

σ_m – bozor portfelining standart chetlanishi.

Beta koeffitsiyenti aktiv daromadliligining bozornikiga nisbatan ta'sirchanligini aniqlaydi. SARM modelidagi bozor riski uchun mukofot ($\mu_m - R_f$) ifodasi riskli aktivga investitsiya kiritish uchun risksiz foiz stavkasiga qo'shimcha daromad hisoblanadi.

¹⁰² F.A. Sortino and L.N. Price. Performance measurement in a downside risk framework. Journal of investing, (FALL 1994), 1994.

¹⁰³ A.D. Roy. Safety First and the Holding of Assets. Econometrica, 20(3):431–449, 1952.

¹⁰⁴ M. Rubinstein. Markowitz's "Portfolio Selection": A Fifty-Year Retrospective. The Journal of Finance, 57(3):1041–1045, 2002.

SARM nazariyasiga ko‘ra barcha investorlar riskka bo‘lgan yondashuvlaridan qati nazar bir xil portfelga egalik qilishadi va bunday portfel ham risksiz va ham riskli aktivlardan tarkib topadi. Shuningdek investorlar indeks fondlariga¹⁰⁵ egalik qilishadi deb qabul qilinadi. Bunda SARM nazariyasi indeks samaradorligiga nisbatan hisoblanganda portfel samaradorlik mezonini beradi. Portfel mezoniga quyidagi jadvalni misol tariqasida keltirsak bo‘ladi.

16.3-jadval

Indeksga bog‘langan portfel samaradorlik mezon¹⁰⁶

Indekslar	Portfel samaradorlik mezon
S&P 500	Yirik xususiy kapital bozori fondlari
S&P 400	O‘rta xususiy kapital bozori fondlari
Russell 2000	Kichik xususiy kapital bozori fondlari
NASDAQ Composite	Texnologik sektor xususiy kapital fondlari

SARM modelining turlaridan biri Yensen riskni baholash modeli bo‘lib, unga ko‘ra SARM bilan baholangan portfel daromadliligidan ortiqcha daromadlilik aniqlanadi va bu α bilan quyidagicha ifodalanadi:

$$\alpha = \mu_p - [R_f + \beta_p(\mu_m - R_f)]$$

Bu yerda:

α – portfel menejerining investitsion qobiliyati yoki “bozordan o‘zib ketish”ining o‘lchov birligi sifatida ifodalanadi;

μ_p – portfelning kutilayotgan daromadliligi;

β_p – portfel beta koeffitsiyenti.

Va nihoyat boshqa bir deyarli tanilmagan portfel koeffitsiyenti amerikalik iqtisodchi olim Treynor tomonidan portfel nazariyasiga Treynor koeffitsiyenti nomi bilan kiritilgan.¹⁰⁷ U quyidagi formula bilan ifodalanadi:

¹⁰⁵ Indeks fondi – investitsion pay fondning bir turi bo‘lib, ma’lum qoidalar bo‘yicha bazaviy instrumentlarga investitsiya kiritishni oldiga maqsad qiladi. Ushbu qoidalarga ko‘ra indeks fondi fond birjasi indekslarini (masalan S&P 500 indeks fondi) kuzatib boradi va ularga investitsiya kiritishni ko‘zlaydi. Birinchi indeks fondi AQShda 1972 yil 31 iyulda Dou-Djons 30 indeksga asoslangan fond sifatida ro‘yxatdan o‘tgan.

¹⁰⁶ W. Jiang. A nonparametric test of market timing. *Journal of Empirical Finance*, 10(4):399–425, 2003.

¹⁰⁷ G. Hübner. The generalized Treynor ratio. *Review of Finance*, 9(3):415–435, 2005.

$$T = \frac{\mu_p - R_f}{\beta_p}$$

Treynor koeffitsiyenti Sharpniki singari har bir birlik risk uchun R_f ustiga qo‘shiladigan portfel daromadliligining “sifati” deb talqin qilinadi. Koeffitsiyentda Sharpdan farqli ravishda Treynor riskni SARM asosida aniqlaydi.

Riskdagi qiymat(VaR – Value at Risk)

Markovis portfel nazariyasidan keyingi davrni VaR usulini boshlanishi va rivojlanishi hisoblanadi. Bu riskni baholash yo‘nalishida quyidagi sabablarga asosan keskin ijobiy o‘zgarishga olib keldi:

Birinchidan, VaR riskni baholash ahamiyatini riskni boshqarish uchun foydalanish darajasiga olib chiqdi. 1994 yilda JP Morgan kompaniya (yoki institut) miqyosida riskni hisoblash uchun riskni baholashning yaxlit tizimi, ya’ni VaR usulini ishlab chiqdi.¹⁰⁸ Ushbu usuldan oldin hech bir riskni hisoblash yondashuvi risklarni baholash va boshqarish bo‘yicha yaxlit tizimni yechim sifatida taklif qilishmagan.

Ikkinchidan, xalqaro banklar faoliyatini tartibga solish va nazorat qilishga oid norma va qoidalarni o‘rnatadigan Bazil Qo‘mitasi 1995 yilda bozor riski bo‘yicha kapitalga bo‘lgan talabni VaRga asosan aniqlash talabini joriy etdi. Ushbu omil pirovardida VaR va VaR bilan bog‘liq baholash usullariga qiziqishni ortirdi hamda uni amaliyotda keng tarqalishiga sabab bo‘ldi.¹⁰⁹

Uchinchidan, oldingi hisoblash usullari asosan risk va daromadlilik o‘rtasidagi bog‘liqlikning ba’zi nazariy modellariga asoslanib, aktivning daromadliligini tushuntirib berishga qaratilgan edi, misol uchun SARM modeli. VaR esa kutilayotgan daromadlilikdan mas, balki yo‘qotishlar nuqtai nazaridan riskni o‘zini miqdoriy baholashga etiborni qaratgan.

¹⁰⁸ K. Dowd. An Introduction to Market Risk Measurement. J. Wiley Hoboken, NJ, 2002.

¹⁰⁹ J. Danielsson, H.S. Shin, and J.P. Zigrand. The impact of risk regulation on price dynamics. Journal of Banking and Finance, 2004.

VaRning maqsadi: “Berilgan T muddat oralig‘i uchun va kumulyativ ehtimollik bilan qancha yo‘qotish kutilishi mumkin?” degan savol javobiga qaratilgan. Shundan kelib chiqib VaR quyidagicha ifodalanadi:¹¹⁰

$$F(Z(T) \leq VaR) = \zeta$$

Bu yerda:

$F(_)$ – kumulyativ ehtimollikning taqsimot funksiyasi;

$Z(T)$ – yo‘qotish qiymati. Yo‘qotish quyidagicha aniqlanadi:

$$Z(t) = S(0) - S(t)$$

Bu yerda:

$S(0)$ – bazisdavr uchun aksiyaning narxi;

$S(t)$ – tdavr uchun aksiyaning narxi.

$\zeta - Z(t)$ yo‘qotish taqsimotidagi VaR chegaraviy qiymati bilan bog‘liq kumulyativ ehtimollik.

Misol uchun portfelning VaR qiymati 90% lik kumulyativ ehtimollik bilan bir kunlik 10 000 000 p.b.ni tashkil qilishi portfelning maksimal kunlik yo‘qotishi 90%lik kumulyativ ehtimollik bilan 10 000 000 p.b.ga tengligini anglatadi. Boshqacha qilib aytadigan bo‘lsak, 10%lik kumulyativ ehtimollik bilan portfelning kunlik yo‘qotishi 10 000 000 p.b.dan ortiqcha bo‘lishi mumkin. Odatda ζ qiymati 0,90, 0,95 va 0,99 deb olinadi.

VaRning tadbiiq qilinishi

Portfel VaRining hisoblanishi qiyinchilik tug‘diradi chunki tarkibida yuzlab va undan ham ortiq aktivlar mujassamlangan portfelning ma‘lum davr oralig‘ida evolyutsiyasi (shakllanishi/o‘zgarib borishi)ni modellashtirish mushkil hisoblanadi.¹¹¹¹¹² VaRning amaliyotga joriy qilish nafaqat industriyaga, balki akademik tadqiqotchilar uchun ham ahamiyatlik darajasi yuqori hisoblanadi va hozirgi kunda uni to‘rtta asosiy usuli mavjud, ya’ni:

¹¹⁰ G. Szego. Measures of risk. European Journal of Operational Research, 163(1):5–19, 2005.

¹¹¹ M. Musiela and M. Rutkowski. Martingale Methods In Financial Modelling. Springer, 2005.

¹¹² J. Hull. Options, futures and other derivatives. Prentice Hall, 2000.

Retrospektiv¹¹³ simulyatsiya (Historical Simulation) usuli. Bunda uzoq davrni ichiga olgan statistik ma'lumotlarga tayanib portfel yo'qotishlarining empirik¹¹⁴ ehtimolli taqsimotini aniqlanadi. Keyin mos keladigan kvantildan keltirib chiqish orqali VaR qiymatini aniqlanadi. Bu yondashuvni tadbiq qilish qulay hisoblanib, statistik usullar yordamida takomillashtirish mumkin.

Parametrik yondashuv. Ushbu usul istalgan kumulyativ ehtimollik uchun VaRni aniqlash bo'yicha analitik yechimni talab etadi. Afsuski taqsimotning barchasi ham yechimga ega emas, biroq VaRni hisoblash uchun chekli qiymat nazariyasi (chegaradan ortadigan cho'qqi va umumiy chekli qiymat taqsimoti)dan foydalanish mumkin.¹¹⁵

Monte Karlo Simulyatsiyasi usuli. Monte Karlo simulyatsiyasi aktivlar yoki portfelni o'zida aks ettiradigan biror bir tasodifiy jarayonni (misol uchun stoxastik differensial tenglama) simulyatsiya qilish uchun umumiy usul hisoblanadi. Yetarli simulyatsiyalar sonidan keyin yo'qotishlar taqsimotini va buni natijasida retrospektiv simulyatsiya singari turli ehtimolliklar uchun VaRni keltirib chiqish mumkin. Ushbu yondashuvni ahamiyatligiga bo'yicha tanlanma, stratalashgan¹¹⁶ tanlanma va anitetik¹¹⁷ tanlanmalarni amalga oshirish kabi turli hisoblash texnikalari bilan takomillashtirish mumkin.¹¹⁸

Variatsion-kovariatsion (delta-normal, korrelyatsion, parametrik, analitik) usul. Ushbu usulga muvofiq portfel yo'qotishlarining taqsimotini quyidagi ikkita shartga asosan modellashtiriladi:

Portfel to'g'ri chiziqli hisoblanadi, ya'ni portfel narxi ($V(t)$)ning o'zgarishi uning tarkibidagi aktivlar narxlari ($S_i(t)$)ga to'g'ri chiziqli bog'liqlikda hisoblanadi. Buni quyidagi funksiya bilan ifodalanadi:

¹¹³ Retrospektiv – oldingi davr statistik ma'lumotlarini hisobga olgan holda.

¹¹⁴ Empirik – real kuzatuvlarga asoslanib yoki tajriba yo'li bilan.

¹¹⁵ Qo'shimcha ma'lumot uchun: R. Cont and P. Tankov. Financial Modelling with Jump Processes. CRC Press, 2004.

¹¹⁶ Qatlamlashgan, ya'ni umumiy tanlanmani ma'lum bir sifati bo'yicha bir xil qatlamlarga – stratalarga ajratishni tushuniladi.

¹¹⁷ O'zida, tarkibida antiteza bo'lgan.

¹¹⁸ P. Glasserman. Monte Carlo Methods in Financial Engineering. Springer, 2004.

$$\Delta V(t) = \sum_{i=1}^N \Delta S_t(t)$$

E'tibor qilish kerak tarkibida derivativlar bo'lmagana portfel chiziqli bo'ladi. Amaliyotda ba'zi model ishlab chiquvchilar chiziqli bo'lmagan portfellarni ham tahlil qilish uchun qulay bo'lishi uchun chiziqli deb faraz qilib olishadi.¹¹⁹

Tarkibidagi aktivlarning daromadliligi umumiy (qo'shma) normal taqsimotga ega bo'lishi, portfelning daromadi ham normal taqsimotga ega bo'ladi. Shu o'rinda aytish joizki, normal taqsimot funksiyalarining yig'indisi doim ham aniq normal dek bo'lmaydi, lekin umumlashtirilgan normal taqsimotning o'ziga xosa xususiyati shundaki, u portfel daromadliligining normal bo'lishini ta'minlaydi. Shunday qilib portfelning chiziqli bo'lish shartini o'zi portfel daromadliligining normal bo'lishiga yetarli bo'lmaydi.

Yuqoridagi uchta shartdan ikkitasi bajarilsa ham Normal taqsimot orqali portfelning yo'qotishlarini ifodalash mumkin. Buning uchun qator tahliliy ko'rsatkichlar (formulalar) hamda taqsimotga mos keluvchi usullar mavjud. Shu sababdan VaRni hisoblash va joriy qilish sezilarli osonlashadi.

Nazorat savollari

1. Moliya bozoridagi risklar investor nuqtai nazaridan nechtaga bo'linadi?
2. Bozor risklari bozordan tashqari risklardan qanday farqli jihatlari bor?
3. Bozor risklarining nechta va qanday turlari mavjud?
4. Bozor risklarini aniqlash va baholashning qaysi usullaridan amaliyotda keng foydalaniladi?
5. Stress-testning qanday yo'nalishlari mavjud?
6. Tizimli riskni erta aniqlash indikatorlari qanday indekatorlar oilasi bilan ifodalanadi?

¹¹⁹ R.T. Rockafellar and S. Uryasev. Optimization of conditional value-at-risk. Journal of Risk, 2(3):21–41, 2000.

7. Spetsifik (o'ziga xos) risklar, Maxalanobis tafovuti, Qoplash koeffitsiyenti o'rtasida qanday bog'liqlik bor?
8. Bozordan tashqari risklarni diversifikatsiya samarasi orqali qanday bartaraf qilish mumkin?
9. Riskni miqdoriy baholash evolyutsiyasi nechta bosqichga bo'linadi?
10. Sharp koeffitsiyentini Markovis portfel nazariyasi yordamida qanday aniqlanadi?

XVII BOB. KAPITAL BOZORIDA TO'LOV INFRATUZILMASI

To'lov tizimlari butun dunyo miqyosida pul ko'rinishidagi o'tkazmalarni o'tkazish uchun ishlatiladigan moliyaviy vositalardir. Bu ularni kompaniya moliyaviy operatsiyalarining asosiy qismiga aylantiradi va dunyo bo'ylab qo'llaniladigan to'lov tizimlari va valyutalar operatsiyalarining murakkab qismi hisoblanadi. Mavjud muammolar bugungi kunda davomli ravishda kirib kelayotgan PayPal, Bitkoin va shu kabi kirib kelayotgan yangi to'lov tizimlaridan kelib chiqadi. Natijada hozirda 750 dan ortiq to'lov tizimlari mavud.¹²⁰ Butun dunyo bo'ylab doimiy ravishda to'lov tizimlaridagi yangi texnologiyalar yoki hukumatning qoidalari tufayli o'zgarib turadi.

To'lov tizimi pul qiymatini bir kompaniyadan yoki shaxsdan boshqasiga o'tkazib beruvchi jarayonlar va texnologiyalar to'plamidir. Odatda, to'lovlar tovarlar, xizmatlar ko'rsatishni pulga ayirboshlash yoki qonuniy majburiyatni bajarish evaziga amalga oshiriladi. Ularturli xil valyutalardan naqd, cheklar, elektron to'lovlar va kartochkalar kabi bir necha usullardan foydalanib amalga oshiriladi. To'lovning mohiyatidagi, tizimda transfer qiymatini hisoblab chiqarish va to'lash uchun cheklar yoki elektron xabarlar kabi naqd almashtirish vositalaridan foydalaniladi.

O'tkazmalar qiymati, odatda, banklar va boshqa turdagi moliyaviy muassasalardagi depozitariy hisoblarida saqlanadi. O'z navbatida, banklar ularning mijozlari yoki omonatchilari nomidan to'lovlarni amalga oshirish uchun foydalanadigan bir-biri bilan bog'liq to'lov tizimlari bilan bog'langan bo'ladi. Aksariyat AQSh banklari Fedwire (AQSh Federal Rezerv Banki tarmog'i), Point of Sale (POS) kabi turli xil to'lov tizimlariva NYCE (New York Cash Exchange), CHIPS (Clearing House Interbank Payment Systems) kabi kartalar tarmoqlariga a'zo hisoblanadi. Boshqamamlakatlarda ham shunga o'xshash CNAPS (Xitoy),

¹²⁰ Fundamentals of Global Payment Systems and Practices/www.treasuryalliance.com/2018

BOJNET (Yaponiya) va SPEI (Meksika) kabi tizimlar mavjud. Ko'p mamlakatlarda faoliyat yuritayotgan banklar to'g'ridan-to'g'ri yoki korrespondent bank sifatida ishlayotgan har bir mamlakatda mavjud to'lov tizimlariga ulanishadi. Ko'p mamlakatlarda banklarmamlakatning markaziy bankida hisob-kitoblarni amalga oshiradi va markaziy bankning to'lov tizimida ishtirok etadi. Yevro hududda hukumatlar Yevropa Markaziy Banki (ECB)ning vakolati ostida SEPA (the Single European Payment Areas) ni tashkil etish orqali jarayonni soddalashtirishgan. SEPA Yevro hududning barcha mamlakatlarida standartlashtirilgan to'lovlar vato'lov jarayonlarini ta'minlash uchun yaratilgan.

An'anaviy bank tizimlarida to'lovlar quyidagi 4 ishtirokchi qamrab oladi:

- To'lovchi: to'lovni amalga oshiradi va pul o'tkazmasi yechilishi uchun bank hisobraqamiga ega bo'ladi.

- To'lovchi vakolat bergan moliyaviy institut: to'lovchining vakili sifatida pul o'tkazmasini amalga oshiradi.

- Qabul qiluvchi: O'z hisobiga pul qabul qilib oladi.

- Qabul qiluvchi vakolat bergan moliyaviy institut: qabul qiluvchining vakili sifatida pul o'tkazmasini amalga oshiradi va hisobraqamga pulni qabul qilib oladi.

Dunyo bo'yicha eng yirik naqdsiz pul o'tkazmalari bozorlari orasida eng yirigi AQSh bo'lib kelmoqda va boshqa mamlakatlardan bir necha baravar ustunlikka ega (17.1-jadval). Shuningdek, Yevropa mamlakatlari va Braziliya, Janubiy Koreya, Xitoy kabi tez rivojlanib borayotgan davlatlar ham ushbu operatsiyalarda dunyo bo'yicha salmoqli o'ringa ega ekanligini ko'rishimiz mumkin.

17.1-jadval

Naqdsiz pul o'tkazmalari bo'yicha eng yirik Top 10 bozorlar¹²¹

№	Mamlakatlar	2015 (mlrd.AQSh	2016 (mlrd.AQSh

¹²¹World Payment Report 2018, p 7.

		dollari)	dollari)
1.	AQSh	140.5	148.5
2.	Yevro hudud	69.7	74.5
3.	Xitoy	38.1	48.0
4.	Braziliya	28.7	29.1
5.	Birlashgan Qirollik (Buyuk Britaniya va Shimoliy Irlandiya)	22.7	24.8
6.	Janubiy Koreya	21.1	23.2
7.	Rossiya	12.7	17.3
8.	Yaponiya	13.9	15.3
9.	Kanada	12.0	12.6
10.	Avstraliya	9.6	10.6

Bugungi kunda ko'plab xalqaro to'lov tizimlari mavjud bo'lib, quyida top 10 xalqaro to'lov tizimlarining o'ziga xos jihatlari haqida so'z yuritiladi:¹²²

1. Stripe

Maxsus taYorlangan tajriba. UI vositasi to'lov shakllarini yaratish va sozlash uchun foydalanish mumkin bo'lgan dizayn va tahlil uchun Stripe o'z jamoaviy tajribasidan elementlar beradi.

Ko'p to'lov imkoniyatlari. Har bir mamlakatda barcha yirik kredit va debit kartalari uchun to'lovlarni tashkil etish orqali global imkoniyatdan foydalanish mumkin. Alipay, Amex Express Checkout va Apple Pay kabi raqamli hamyonlar karta ma'lumotlarini almashtirmasdan qulay tarzda to'lovni xohlovchi iste'molchilar uchun mavjud.

To'lovlar xavfsizligi. Daromadni optimallashtirishda, Stripe Visa, MasterCard va American Express kabi karta tarmoqlari bilan to'g'ridan-to'g'ri

¹²²<https://financesonline.com/top-20-payment-gateway-providers/>

integratsiya qilish orqali marshrut usullarini optimallashtiradi. Ushbu oldindan ishlov berish qatlami tranzaksiyani kechiktirmaydi va muvaffaqiyat darajasini oshiradi. Bundan tashqari, firibgarlik xatarlarini bartaraf etish uchun qo'shimcha autentifikatsiya qobig'i qo'shiladi. Nizolarni hal qilish, shuningdek, nizolar yuzaga kelganda dalillarni samarali taqdim etish uchun ham avtomatlashtirilgan.

Optimallashtirilgan hisobotlar va tushuntirishlar. Moliyaviy hisobotlar, konsolidasiya qilingan hisobotlar va avtomatlashtirilgan hisob-kitoblarni qo'llab-quvvatlash bitimlarning kelishuvini tezlashtiradi va tartibga soladi. Bu Stripe API va Dashboard orqali real vaqt davomida to'lovlar, pul o'tkazish va qaytarish ma'lumotlarini beradi. Agar tranzaksiya amalga oshirilsa, ular birlashtirilgan to'lovlardan to'lashni tezlashtiradi va soddalashtiradi.

2. PayPal Payments Pro

PayPal hisobraqamiga ega bo'lish talab qilinmaydi. PayPal to'lovlari Pro e-tijorat foydalanuvchisini qo'llab-quvvatlash uchun ishlab chiqilgan va ular PayPal hisobisiz foydalanuvchilardan kredit karta va debet karta to'lovlari va mukofotlar olishlariga ruxsat berishadi.

Tez mobil to'lovlar. PayPal Payments Pro yordamida pulni qabul qilish ofislari va kompyuterlar bilan chegaralanmaydi. Mobil qurilmalarni pul ishlash mashinalariga osongina kiritish, murakkab ro'yxatga olish tartib-qoidalariga amal qilmasdan takroriy to'lovlarni yuborish mumkin.

3. Amazon Payments

Xarid qilish jarayonini tezlashtirish. Amazon Payments foydalanuvchilarga sotuvchining saytidan osonlik bilan kirish imkonini beradi, shu bilan xarid qilish jarayoni tartibga solinadi, chunki ular o'zlarining ma'lumotlarini ism, transport manzili va kredit karta ma'lumotlari kabi boshqa ma'lumotlarni boshqalarga kiritishmaydi.

A-Z kafolati va himoya rejasi. Amazon axborot xavfsizligiga nisbatan juda qattiq protokollarni amalga oshirish bilan tanilgan. Uning tizimida firibgarlikni

aniqlash va savdogarlarni himoya qilishni o'z ichiga oluvchi xavfsizlik tizimini o'rnatish mumkin.

Jurnal-asosidagi to'lovlar. Amazon Paymentsda oylik obuna va litsenziyalar mavjud emas. Barcha to'lovlar tranzaksiyalarga asoslangan va qayta ishlash va avtorizatsiya komponentiga ega. Tranzaksiya to'lovi ichki to'lovni 2,9% va avtorizatsiya badali \$ 0,30 tashkil etadi, shuningdek, xaridni muvaffaqiyatli avtorizatsiya qilingan va qayta ishlanganida soliq to'lanadi.

4. Braintree

Global bozorga kirish. Braintreening integratsiyalashuvi bilan foydalanuvchilar jahon miqyosida 40 dan ortiq mamlakatlar bilan qamrab olingan va 130 dan ortiq valyutada qo'llab-quvvatlanishmoqda. Eng muhimi, hech qanday valyuta va mamlakatlararo to'lovlari bo'lmaydi.

5. Authorize.Net

Sog'lom onlayn to'lov tizimi. Authorize.Netning onlayn to'lov tizimi veb-saytlardan kredit kartalari va elektron tekshiruvlarni qabul qiladi va omonat mablag'larini savdo bank hisob raqamiga avtomatik tarzda qabul qiladi, kichik va o'rta biznes uchun vaqt va pulni tejaydi.

Xaridorlarni integratsiya qilish menejeri (CIM). Tizimning xaridorlar uchun ma'lumot menejeri (CIM) mijozlarga mijozlarining sezgir to'lov ma'lumotlarini Authorize.Netning xavfsiz serverlarida saqlash va joylashtirish, shuningdek, PCI DSS muvofiqligini soddalashtirish, shuningdek, mijozlarni qaytarib olish va takroriy bitimlar uchun to'lovlarni amalga oshirish imkonini beradi.

6. WePay

Tez va oddiy integratsion to'lovlar. WePay bilan API-texnologiyasidan foydalangan holda integratsiyalashgan to'lovni taklif qilish mumkin. Ham onlayn, ham shaxsiy amaliyotlar uchun barcha to'lovlar, shuningdek qaytarilgan to'lovlar jarayonlar jarayonini to'liq nazorat qilishingizni ta'minlaydigan sozlashni amalga oshiradigan maxsus oqim yordamida amalga oshiriladi.

To'liq to'lov riskini qoplash. WePay firibgarlik oqibatida zaryadlashlar va yo'qotishlar kabi risklarga 100% kafolat beradi. Mijoz ma'lumotlarini va kerakli to'lovlarni himoya qilish orqali OFAC, KYC va PCI muvofiqligiga erishishda yordam beradi.

7. BlueSnap

Muvaffaqiyatli to'lov boshqaruvi. BlueSnap to'lov protsessori, shluzi va savdogar hisobi, birlashgan platformaga ega. Ushbu maxsus sozlash korxonalariga onlayn shlyuz orqali kredit karta to'lovlarini olish, xaridorlarga mobil moslamalarni taqdim etish va kam vaqt ichida to'liq hisobotlarni taqdim etishga yordam beradi.

Ko'p to'lov imkoniyatlari. Tizim PayPal, ApplePay, VISA, MasterCard, Discover va shukabilar bilan birlashadi, xaridorlar uchun to'lovlarni tanlash imkoniyatini beradi va korxonalar ichki va xalqaro mijozlardan qo'shimcha to'lovlarni qabul qilish imkonini beradi, bu esa daromadlarini sezilarli darajada oshiradi.

Xalqaro elektron tijorat tizimi. Ushbu platforma transchegaraviy e-tijoratga, ya'ni butun dunyoda banklarni integratsiyalashga mo'ljallangan. Buning ma'nosi foydalanuvchilarning bankiga avtomatlashtirilgan tranzaksiyalarni yo'llash imkoniyatini beradi, shuningdek, maksimal muvaffaqiyat darajasini ta'minlash uchun xatoliklar va obunani qayta tiklashni talab qiladi.

Kuchli analitik komponentlar. Analitika har qanday biznes uchun muhim komponent hisoblanadi va BlueSnap shaffoflik va tushunish uchun bir qator to'lov analitik vositalarini taqdim etadi. BlueSnap bilan foydalanuvchilar real vaqtda sotish, sheriklik va daromad hisobotlarini ishlab chiqa oladi, ishning barcha qirralarini o'rganadilar, buyurtma sahifalarini taqqoslaydilar va optimallashtiradi.

8. SecurionPay

Xavfsiz to'lovlar. Foydalanuvchilarni xakerlardan va boshqa onlayn ekspluatatsiyadan himoya qilish uchun turli xil xavfsizlik xususiyatlari bilan jihozlangan.

9. Skrill

Bir nechta operatsiya usullari. Skrill kredit kartalari, naqd pul va elektron pochta operatsiyalari kabi bir nechta to'lov operatsiyalariga imkon beradi.

Butun dunyodagi xaridorlarni qidirib topish. Hozir Skrill 30 dan ortiq turli valyutalarni qo'llab-quvvatlaydi va butun dunyo bo'ylab mahsulot va xizmatlarga xaridorlarni maqsad qilib qo'yishga imkon beradi.

Mobil hisoblar va ATM xizmati. Hisobraqam mobil qurilmalarda ham ishlaydi, bu esa deyarli istalgan joydan tranzaksiyalar va to'lovlarni amalga oshirish imkonini beradi. Ushbu xizmatning katta imkoniyati MasterCard olish va butun dunyo bo'ylab ATM dan naqd pul olishdir.

10. PayU

Barcha mahalliy to'lovlar uchun yagona integratsion yechim. "PayU" foydalanuvchilarning o'zlari faoliyat ko'rsatadigan barcha joylarda mahalliy to'lovlarni olish imkonini beruvchi yagona integratsiya yechimini taklif etadi. Xalqaro savdogarlar bu to'lovni xizmat ko'rsatuvchi sifatida ishlatishlari va barcha 16 bozorda to'lovlarni qabul qilishlari mumkin, bu esa 2,2 milliarddan ortiq iste'molchilar salohiyatiga ega.

Ko'p sonli to'lov usullari. PayU 250dan ortiq mahalliy to'lov usullari va bir nechta valyuta operatsiyalarini taklif qiladi, bu esa foydalanuvchilarning barcha mijozlarga, hatto kredit kartalari bo'lmagan mijozlarga erishish imkonini beradi va ulardan foydalanishda mahalliy bozorlar murakkabligini boshqarish imkonini beradi.

Mahalliy xaridorlarga bevosita ulanish. PayU mahalliy xaridorlarga bevosita aloqani ta'minlaydi, shuning uchun mijozlarning tasdiqlash stavkalari qolganlarga nisbatan yuqoriligicha qoladi, ichki firibgarlikka qarshi kurashish tizimi esa yillar davomida samarali firibgarliklarni boshqarish dasturini ta'minlaydi.

Nazorat savollari

1. Xalqaro to'lov tizimi nima?
2. Bugungi kunda qaysi yangi to'lov tizimlari kirib kelmoqda?
3. An'anaviy bank tizimlarida to'lovlar qaysi ishtirokchilarni qamrab oladi?
4. Dunyo bo'yicha eng yirik naqdsiz pul o'tkazmalari bozorlari orasida eng yirigi qaysi?
5. Eng mashhur to'lov tizimlari qaysilar?
6. Yevro hududda hukumatlar kelishgan holda qanday to'lov tizimi amal qiladi?

XVIII BOB. KAPITAL BOZORINI TARTIBGA SOLINISHI

18.1. Kapital bozorini tartibga solishning zarurligi va nazariy jihatlari

Moliya va uning alohida segmentlari hisoblangan qimmatli qog'ozlar bozori, valyuta bozori, hosilaviy qimmatli qog'ozlar bozori bo'yicha yangiliklar, mish-mishlar, dunyo miyosida yoki alohida mamlakatdagi siyosiy yoki iqtisodiy holatlarning o'zgarishi, fors-major holatlari (katastrofalar, avariya, ob-havo bilan bog'liq holatlar) moliyaviy instrumentlar bahosida ham o'z aksini ko'rsatadi. O'z navbatida bu jihatlar bozor ishtirokchilari, investorlar, emitentlar moliyaviy holatiga bevosita ta'sir qiladi. Baholardagi bunday keskin reaksiya yuqoridagilardan tashqari qonunchilikka zid xatti-harakatlar, turli ko'rinishdagi moliyaviy firibgarliklar uchun asos hisoblanadi.

Moliya bozoridagi holat nafaqat alohida kompaniya va investorlar, balki yaxlit iqtisodiyot, davlatlar, mintaqalar, butun jahondagi holatga bog'liq. Moliya bozorlarini qonunchilikka zid xatti-harakatlar va firibgarliklardan himoya qilish masalasi jahon hamjamiyati uchun nihotyada muhim hisoblanadi. Aynan shuning uchun moliya bozori rivojlangan barcha davlatlarda birinchi navbatda davlat tomonidan tartibga solishni ham o'z ichiga olgan tartibga solish tizimi shakllangan. Moliya bozorini tartibga solishning eng qat'iy tizimlaridan biri AQSHda qo'llaniladi. Mamlakatda moliya bozorida faoliyatning barcha jihatlari barcha detallari bilan qonunchilik asosida tartibga solingan va unga amal qilish bo'yicha qat'iy nazorat o'rnatilgan.

Moliya bozorini tartibga solish – moliya bozori barcha ishtirokchilari (banklar, moliyaviy vositachilar, emitentlar, investorlar, qimmatli qog'ozlar bozori professional ishtirokchilari va boshqalar) faoliyatini tartibga solishdir. Unda moliya institutlari faoliyati turli davlat organlari tomonidan tartibga solinishi mavjudligi holatlarida o'zaro muvofiqlashtirilgan holda tartibga solish amaliyoti

qo'llaniladi. Moliya bozorini tartibga solishda ichki va tashqi mexanizmlardan keng foydalaniladi.

Ichki tartibga solish ichki me'yoriy hujjatlar (ustav, faoliyatni amalga oshirish qoidalari, faoliyatga doir standartlar, etika qoidalari va boshqalar) asosida moliya bozori ishtirokchilari faoliyati tashkil etilishini nazarda tutadi.

Moliya bozorini tartibga solishning tashqi mexanizmlari sifatida megaregulyator va makroregulyator keng qo'llaniladi. Moliya bozorini megaregulyator orqali tartibga solish xalqaro tashkilotlar tomonidan belgilangan talablar, prinsiplar asosida amalga oshiriladi. Makroregulyator esa bevosita davlat tomonidan tartibga solishni nazarda tutadi va odatda qimmatli qog'ozlar bozorini tartibga solish bo'yicha vakolatli davlat organi belgilanadi. Jamoatchilik tashkilotlari orqali moliya bozorini tartibga solish amaliyoti ham jahon amaliyotida tashqi mexanizm sifatida keng qo'llaniladi.

Moliya bozorlarini tartibga solishning bosh maqsadi bozorning shaffofligi va samaradorligini ta'minlash uchun ishtirokchilar huquqlarini himoya qilishdir. Bunda maqsaddan kelib chiqqan holda belgilanadigan vazifalar quyidagilardan iborat:

- moliya bozori va uning barcha ishtirokchilari samarali ishlashi uchun sharoit yaratish;
- moliya bozoridagi tartibni saqlab turish;
- moliya bozorining barcha ishtirokchilarini alohida shaxslarning firibgarliklaridan, jinoyatlaridan, umumiy holda noqonuniy xatti-harakatlaridan himoya qilish;
- moliya bozorining barcha segmentlarida moliyaviy instrumentlar bo'yicha baholar shakllanishini erkin talab va taklif asosida tashkil etish;
- pul mablag'larini qayta taqsimlash mexanizmi sifatida moliya bozori va uning yangi segmentlari rivojlanishini rag'batlantirish;

- moliya bozori ishtirokchilari zimmasidagi majburiyatlar (masalan, axborotlarni oshkor qilish bo'yicha)ning bajarilishi bo'yicha nazoratni amalga oshirish qilish va boshqalar.

Moliya bozorining regulyativ infratuzilmasi moliya bozorining normal ishlashini ta'minlovchi tizimlardan biridir. Unga quyidagilarni kiritish mumkin:

- tartibga soluvchi organlar (davlat tartibga soluvchi organlari va o'zini o'zi tartibga soladigan tashkilotlar);

- tartibga soluvchi funksiyalar va jarayonlar (registratsiya, litsensiya, attestatsiya, nazorat);

- huquqiy infratuzilma (moliya bozori ishlashi uchun me'yoriy-huquqiy baza);

- moliya bozoridagi kasbiy etika;

- amaliy odatlar va an'analar.

Moliya bozorini tartibga solish davlat va o'zini o'zi tartibga solishga bo'linadi. O'z navbatida qimmatli qog'ozlar bozorini davlat tomonidan tartibga solish to'g'ridan-to'g'ri (ma'muriy) va bilvosita (iqtisodiy) tartibga solishga ajratiladi.

Davlat tomonidan to'g'ridan-to'g'ri (ma'muriy) tartibga solish moliya bozori ishtirokchilariga nisbatan majburiy talablarni belgilash, faoliyat turlarini litsenziyalash (bank faoliyati, qimmatli qog'ozlar bozorida professional faoliyat, sug'urta faoliyati, investitsiya fondlari faoliyati va boshqalar), qimmatli qog'ozlarni davlat ro'yxatidan o'tkazish, oshkoralik va bozor ishtirokchilarining o'zaro teng holatda xabardorligini ta'minlash va hokozolar orqali amalga oshiriladi.

Moliya bozorini bilvosita (iqtisodiy) tartibga solish esa byudjet-soliq siyosati, pul-kredit siyosati, xususiylashtirish (davlat mulkini boshqarish) siyosati kabilar vositasida amalga oshiriladi.

Umumiy holda moliya bozorini tartibga solishda davlat quyidagi funksiyalarni bajaradi (18.1-jadval).

Moliya bozorini tartibga solishda davlatning funksiyalari

№	Funksiyalar	Funksiyalar tavsifi
1.	Strategiyani belgilash	Moliya bozorini rivojlantirish konsepsiyasi uni amalga oshirish dasturlari ishlab chiqiladi
2.	Huquqiy tartibga solish	Moliya bozori faoliyati bo'yicha me'yoriy-huquqiy hujjatlar ishlab chiqiladi
3.	Ma'muriy funksiya	Moliya bozori ishtirokchilari faoliyati bevosita ma'muriy tartibga solinadi
4.	Rag'batlantirish	Moliya bozorini rivojlantirish, iqtisodiyot tarmoqlariga bo'sh pul mablag'larini jalb qilish maqsadida barcha moliyaviy instrumentlardan foydalanish iqtisodiy dastaklar orqali rag'batlantiriladi
5.	Nazorat	Moliya bozori ishtirokchilari tomonidan yo'l qo'yilishi mumkin bo'lgan huquqbuzarliklarning oldini olinadi
6.	Arbitraj	Moliya bozori ishtirokchilari o'rtasida nizoli vaziyatlar hal qilinadi

Yana shuni ham ta'kidlash kerakki, davlat moliya bozorini tartibga soluvchi institut ekanligidan tashqari moliya bozorining muhim ishtirokchisi hamdir. Bunda davlat qimmatli qog'ozlar emitenti hamda yirik investor sifatida moliya bozori ishtirokchisiga aylanishi mumkin. Shu nuqtai nazardan davlatning o'zi ham moliya bozorida ma'lum bir majburiyatlarga va huquqlarga ega bo'ladi.

Moliya bozorida davlat tomonidan tartibga solishdan tashqari o'zini o'zi tartibga solish amaliyoti ham muhim ahamiyatga ega hisoblanadi. Bunda tartibga solish o'zini o'zi tartibga soluvchi tashkilotlar tomonidan amalga oshiriladi. O'zini o'zi tartibga soluvchi tashkilotlar sifatida faoliyat turlari bo'yicha moliya bozori

ishtirokchilarining ixtiyoriy professional birlashmalari faoliyat ko'rsatadi. Bunday birlashmalar o'z a'zolari tomonidan professional faoliyatni amalga oshirishda bajarilishi shart bo'lgan majburiyatlarni, qimmatli qog'ozlar bilan operatsiyalar o'tkazish bo'yicha standartlarni belgilaydi va ularga amal qilinishini nazorat qilib boradi.

O'zini o'zi tartibga soluvchi tashkilotlar moliya bozori ishtirokchilarining professional faoliyatni amalga oshirishlari uchun sharoitlarni ta'minlash, faoliyatni amalga oshirish qoidalariga amal qilinishi ustidan nazorat qilish, professional ishtirokchilar mijozlari manfaatlarini himoya qilish kabi masalalarni hal qiladi. Buning uchun esa o'zini o'zi tartibga soluvchi tashkilotlar davlat tomonidan qabul qilingan me'yoriy-huquqiy hujjatlarga zid bo'lmagan moliya bozorida professional faoliyatni amalga oshirish bo'yicha standartlar va qoidalarni tasdiqlash huquqiga ega hisoblanadi. Ular tomonidan tasdiqlangan standartlar va qoidalar a'zolar tomonidan bajarilishi majburiy hisoblanadi.

Jahon amaliyotida o'zini o'zi tartibga soluvchi tashkilotlar faoliyatining asosi moliya bozorini tartibga solish bo'yicha davlat vakolatlarining bir qismini ularga o'tkazish hisoblanadi. Shundan kelib chiqqan holda o'zini o'zi tartibga soluvchi tashkilotlar o'z a'zolarining faoliyatini nazorat qilishda, mutaxassislarni o'qitishda va malakasini oshirishda muhim ahamiyat kasb etadi. Bu o'z navbatida moliya bozorini tartibga solish bo'yicha davlat organlari xarajatlarini kamaytirish imkonini beradi, moliya bozorini rivojlantirishda professional ishtirokchilar manfaatdorligini kuchaytiradi, professional faoliyat standartlari va qoidalariga rioya qilish ta'minlanadi.

19.2. Kapital bozorini tartibga solish amaliyoti

Xalqaro moliya bozorining muhim tarkibiy qismi hisoblangan qimmatli qog'ozlar bozorini tartibga solishda Qimmatli qog'ozlar komissiyalari xalqaro tashkiloti faoliyati muhim ahamiyat kasb etadi.

“Qimmatli qog’ozlar komissiyalari xalqaro tashkiloti (IOSCO) 1983 yildan buyon faoliyat ko’rsatayotgan bo’lib, turli mamlakatlardagi qimmatli qog’ozlar bozorini muvofiqlashtiruvchi tashkilotlar uyushmasidir. Soha mutaxassislari orasida u qimmatli qog’ozlar bo’yicha komissiyalar deb yuritiladi. Mazkur tashkilotning asosiy vazifalari quyidagilar:

- qimmatli qog’ozlar komissiyalari o’rtasida qimmatli qog’ozlar milliy bozorini samarali boshqarishni ta’minlashga qaratilgan hamkorlikni muvofiqlashtirish;

- qimmatli qog’ozlar bozorini huquqiy jihatdan tartibga solishning takomillashgan usullari bo’yicha tajriba almashinuvini yo’lga qo’yish;

- qimmatli qog’ozlar bozorida yagona standartlarni ishlab chiqish, qimmatli qog’ozlar muomalasi sohasida xalqaro bitimlarga rioya qilinishi ustidan davlat nazoratini amalga oshirish;

- qimmatli qog’ozlar bozoridagi qonunbuzilish holatlariga qarshi kurashishda birgalikda harakat qilish va boshqalar.

2002 yilda tashkilotning Maslahatlar, hamkorlik va ma’lumot almashish bo’yicha ko’p tomonlama o’zaro anglashuv memorandumi tasdiqlangan bo’lib, bu hujjat global bozorni zaiflashtiradigan va sarmoyadorlar ishonchiga putur etkazadigan transchegaraviy qallobliklar va jinoyatlarga qarshi kurashishda maslahatlar o’tkazish, hamkorlik qilish, ma’lumot va tajriba almashish tartiblarini belgilaydi”¹²³.

O’zbekiston Respublikasidan vakolatli vakil etib Vazirlar Mahkamasining 1998 yil 12 yanvardagi “O’zbekiston Respublikasi Davlat mulki qo’mitasi huzuridagi Qimmatli qog’ozlar bozori faoliyatini muvofiqlashtirish va nazorat qilish markazining qimmatli qog’ozlar komissiyalari xalqaro tashkiloti (IOSCO)ga kirishi to’g’risida”gi qarori asosida Qimmatli qog’ozlar bozorini muvofiqlashtirish

¹²³ O.Latipova. Xalqaro munosabatlar yangi bosqich sari. // “Birja” gazetasi. №114-115. <http://www.biznes-daily.uz/ru/gazeta-birja/60634-xalqaro-munosabatlar-yangi-bosqich-sari>

va rivojlantirish markazi mazkur xalqaro tashkilotda belgilangan. Ayni vaqtga kelib esa Kapital bozorini rivojlantirish agentligi vakolatli organ hisoblanadi.

“IOSCO Skringing guruhining 2017 yil noyabr oyida bo’lib o’tgan uchrashuvida Qimmatli qog’ozlar bozorini muvofiqlashtirish va rivojlantirish markazining mazkur memorandumga qo’shilish bo’yicha arizasi ko’rib chiqilgan va O’zbekistonga bu boradagi qonunchilikni yanada takomillashtirish yuzasidan qo’shimcha tadbirlar o’tkazish maqsadga muvofiqligi bildirilgan”.

Tashkilot delegatsiyasining mazkur tashrifidan ko’zlangan maqsad ushbu memorandum doirasida Qimmatli qog’ozlar bozorini muvofiqlashtirish va rivojlantirish markazining IOSCOga a’zo boshqa mamlakatlarning ushbu sohani tartibga soluvchi davlat organlari bilan o’zaro hamkorligini tashkillashtirish uchun zarur bo’lgan markaz vakolatlarini o’rganib chiqish va bu bo’yicha takliflar ishlab chiqishdan iborat bo’ldi. O’tkazilgan muzokaralarda shu masala hamda O’zbekistondagi qimmatli qog’ozlar bozorini tartibga solish bo’yicha vakolatli davlat organining o’rnini yanada kuchaytirish yuzasidan fikr almashildi. Shuningdek, IOSCO vakillari bilan tegishli vazirlik va idoralarda ham uchrashuvlar bo’lib o’tdi.

Bozori iqtisodiyoti sharoitida davlat tomonidan tartibga solishi moliya bozori amaliyotida ham muhim ahamiyatga ega. Mamlakatlar kesimida moliya bozorini tartibga solishda xilma-xillik kuzatilsada, davlat tomonidan tartibga solish amaliyoti ma’lum darajada umumiylik kasb etadi. Shundan kelib chiqqan holda quyida xalqaro va milliy amaliyotda moliya bozorini tartibga solish amaliyotini ko’rib chiqamiz.

Moliya bozorini tartibga solishda davlat barcha mamlakatlarda hattoki bozor iqtisodiyoti yuqori darajada rivojlangan davlatlarda ham hal qiluvchi ahamiyatga ega. Bunda moliya bozorini tartibga solishda davlatning ishtiroki qonun ijodkorligi faoliyati, me’yoriy-huquqiy tartibga solish, bevosita tartibga solish mexanizmlari hisoblangan faoliyatni litsenziyalash, attestatsiyadan o’tkazish kabi amaliyotlardan

foydalanish, qonunchilikka rioya qilinishi bo'yicha nazorat kabilar vositasida amalga oshiriladi.

Moliya bozorining tarkibiy qismi sifatida qimmatli qog'ozlar bozorini davlat tomonidan tartibga solish bo'yicha turli tashkilotlar faoliyat yuritishi asosida mamlakatlarni beshta yirik guruhga ajratish mumkin. Har bir guruh haqida quyida to'xtalib o'tamiz¹²⁴.

Birinchi guruh mamlakatlarida fond bozorini davlat tomonidan tartibga solish organlari bevosita qonunchilik hokimiyatiga yoki davlat yuqori mansabdor shaxslariga bo'ysunuvchi nisbatan mustaqil institutlardir. Bunga bevosita mamlakat prezidentiga bo'ysunuvchi AQSH Qimmatli qog'ozlar va fond birjalari bo'yicha komissiyasi misol bo'ladi. Avstraliyada fond bozori faoliyatini tartibga solish Avstraliya Qimmatli qog'ozlar va investitsiyalar komissiyasi hamda Avstraliya prudensial nazorat kengashi, Polshada Qimmatli qog'ozlar va birjalar komissiyasi tomonidan amalga oshiriladi. Vengriya moliyaviy nazorat boshqarmasi Vengriyada moliya bozori regulyatori hisoblanadi.

Ikkinchi guruh mamlakatlarda davlat tartibga solish funksiyalarini moliya vazirliklari bajaradi. Bunda moliya vazirligi tarkibida milliy fond bozorini boshqarishga javobgar maxsus bo'linmalar belgilanadi. Angliyada moliyaviy xizmatlar va moliya bozori ishtirokchilari tizimi moliya bozori yagona regulyatori – Buyuk Britaniya moliya vazirligi tarkibiga kiruvchi Moliyaviy xizmatlar idorasi nazorat zonasiga kiradi. Bunday holat Shvetsiyada ham mavjud bo'lib, Shvetsiya moliya vazirligi huzuridagi mustaqil agentlik sifatida faoliyat ko'rsatuvchi Davlat moliya inspeksiyasi moliya bozorini tartibga solishni amalga oshiradi. Niderlandiyada fond bozorini tartibga solish funksiyalari Moliya bozori boshqarmasiga yuklatilgan.

Uchinchi guruh mamlakatlarda fond bozorini tartibga solish bilan markaziy banklar shug'ullanadi. Niderlandiyada Moliya bozori boshqarmasi fond bozorida professional faoliyat ustidan bevosita nazoratni amalga oshiradi. Umumiy holda

¹²⁴Zakirov E. Zarubejniy opit regulirovaniya rinka tsennix bumag. //Biznes-ekspert. – Toshkent, 2015№8.

mamlakat moliya bozorining barcha sektorlarini nazorat qilish Niderlandiya Markaziy banki vakolatlariga kiradi. Rossiya Federatsiyasida yaqin vaqtlargacha fond bozorini federal tartibga solish Moliya bozori federal xizmati va boshqa davlat organlari tomonidan amalga oshirilardi, lekin 2013 yil 1 sentyabrdan bunday tuzilma bartaraf etilib, ularning funksiyalari moliya bozorining yagona megaregulyatoriga o'tkazilgan. Rossiyada megaregulyator rolini bajarish Rossiya bankiga yuklatildi.

To'rtinchi guruh mamlakatlarda fond bozorini tartibga solish bo'yicha nazorat va boshqa funksiyalar tartibga soluvchi yagona organdan tashqari mahalliy hokimiyat organlari maxsus bo'linmalariga ham yuklatilgan. Bunday amaliyot Germaniyada qo'llaniladi.

Va beshinchi guruh mamlakatlarda fond bozorini tartibga solish bilan bir vaqtning o'zida bozorning alohida segmentlariga ixtisoslashgan bir necha organlar shug'ullanadi. Bunday amaliyot asosan fond bozorida tijorat banklari faol ishlaydigan mamlakatlarda, masalan Fransiyada rivojlangan.

Fond bozorini tartibga solishning shakllari va metodlari xilma-xilligidan kelib chiqqan holda uzoq va yaqin xorijiy mamlakatlar misolida ko'rib chiqish maqsadga muvofiq. Qimmatli qog'ozlar bozorini boshqarishga nisbatan umumiy yondashuvlarning ko'pligiga qaramasdan har bir mamlakatda fond bozorini davlat tomonidan tartibga solish institutlarining shakllanishi va rivojlanishi o'z xususiyatlariga ega.

18.2-jadval

Xorijiy mamlakatlarda qimmatli qog'ozlar bozorini tartibga solish organlari¹²⁵

Davlat nomi, vakolatli davlat organi / megaregulyator mavjudligi	Asosiy funksiyalari
AQSH, Qimmatli	- brokerlik firmalarini ro'yxatdan o'tkazish va ular faoliyati ustidan

¹²⁵Zakirov E. Zarubejniy opit regulirovaniya rinka tsennix bumag. //Biznes-ekspert. – Toshkent, 2015№8.

qog'ozlar va fond birjalari bo'yicha komissiya/ megaregulyator mavjud emas	nazorat qilish; - fond bozorida huquqbuzarliklarni aniqlash va sanksiyalar qo'llash; - qo'shib olishlar ustidan nazorat qilish; -qimmatli qog'ozlar chiqarilishi va savdosini tartibga solish; -investorlar manfaatlarini himoyalash; -birjalar, brokerlar va dilerlar, investitsiya maslahatchilari, investitsiya fondlari va boshqalar faoliyatini tartibga solish; -axborotlar oshkor qilinishi ta'minlanishi nazorati.
Buyuk Britaniya, Moliyaviy xizmatlar bo'yicha idora/ megaregulyator amal qiladi	-moliya bozori ishtirokchilarini litsenziyalash; -iqtisodiy xavfsizlikni ta'minlovchi normativlar kiritish va qo'llash; -moliya bozori ishtirokchilari faoliyati nazorati va doimiy monitoringi; -litsenziyalangan muassasalar haqida ma'lumotlar bazasini yuritish; -investitsiyalashning qulay mexanizmlari xususida investorlarni xabardor qilish; -investorlar uchun kompensatsiya mexanizmlarini yaratish.
Germaniya, Moliya bozorini tartibga solish bo'yicha Federal xizmat / megaregulyator amal qiladi	-moliyaviy xizmatlar bozorida faoliyatni litsenziyalash; -litsenziyalarni to'xtatib turish yoki chaqirib olish; -moliyaviy tashkilotlar faoliyati ustidan nazorat; -moliyaviy tashkilotlar to'lovga layoqatliligini tekshirish; - moliyaviy tashkilotlar moliyaviy holatini tahlil qilish; -korporativ boshqaruv professionalizmini baholash; -insayderlik bitimi va manipulyatsiyasiga yo'l qo'ymaslik.
Janubiy Koreya, Moliyaviy xizmatlar bo'yicha komissiya / megaregulyator amal qiladi	- qonunchilik hujjatlarini ishlab chiqish va takomillashtirish; -fond bozorida axborotlar ochiqligini ta'minlash; - QQB ishtirokchilari mutaxassislari attestatsiyasi; -QQB professional ishtirokchilarini litsenziyalash; - brokerlik firmalarini ro'yxatdan o'tkazish va ular faoliyati ustidan nazorat qilish; - fond bozorida huquqbuzarliklarni aniqlash va sanksiyalar qo'llash.
Rossiya Federatsiyasi, Rossiya Banki / megaregulyator amal qiladi	-qimmatli qog'ozlar emissiya risolasi registratsiyasi; -QQB emitentlari, professional ishtirokchilari nazorati; -qonunchilik hujjatlarini ishlab chiqish va takomillashtirish; -fond bozorida axborotlar oshkor qilinishini ta'minlash; -QQB ishtirokchilari mutaxassislari attestatsiyasi; - QQB professional ishtirokchilarini litsenziyalash; -O'zini o'zi tartibga soluvchi tashkilotlarni litsenziyalash.
Qozog'iston, Moliya bozori va moliyaviy tashkilotlarni nazorat qilish qo'mitasi / megaregulyator amal qiladi	-davlat tomonidan tartibga solish masalalari bo'yicha me'yoriy-huquqiy hujjatlarni ishlab chiqish; -nodavlat qimmatli qog'ozlar chiqarish, muomalasi va qoplash tartibi va shartlarini belgilash va ularni davlat ro'yxatidan o'tkazish; -faoliyat turlari bo'yicha litsenziyalar berish, litsenziyani to'xtatib turish, qayta yangilash va mahrum qilish; -markaziy depozitariy, yagona registrator va litsenziat rahbar xodimlariga nomzodlar belgilash.

O'zbekistonda moliya bozorini tartibga solish faoliyat sohalaridan kelib chiqqan holda turli tashkilotlar tomonidan tartibga solinadi. Xususan, qimmatli

qog'ozlar bozori ishtirokchilari faoliyatini tartibga solish Kapital bozorini rivojlantirish agentligi, shuningdek Moliya vazirligi tizimidagi Moliya bozori va davlat aktivlari bo'yicha daromadlar tushumini nazorat qilish boshqarmasi tomonidan amalga oshiriladi. Sug'urta kompaniyalari faoliyati esa Moliya vazirligi tizimidagi Sug'urta nazorati davlat inspeksiyasi tomonidan, tijorat banklari, mikrokredit tashkilotlari va lombardlar esa Markaziy bank tomonidan nazorat qilinadi va tartibga solinadi. Umumiy holda yagona muvofiqlashtiruvchi organ mavjud emasligi sababli mamlakatimizda ham ayni paytda markazlashgan tartibda megaregulyator orqali tartibga solish amaliyotini joriy etish masalasi ko'rib chiqilmoqda. Chunki oxirgi 20-25 yil davomida xorijiy mamlakatlarda yagona muvofiqlashtiruvchi organ orqali moliya bozorini tartibga solish masalasiga alohida e'tibor qaratilmoqda. Bunday amaliyot qimmatli qog'ozlar, moliya, sug'urta va mikromoliyalash xizmatlari bozorida raqobat muhitini yaratish, monopoliyalarni cheklash, ehtimoliy spekulyatsiyalarning oldini olishda muhim ahamiyat kasb etadi.

Nazorat savollari

- 1.Moliya bozorini tartibga solishga obyektiv zaruratni qanday izohlaysiz?
- 2.Moliya bozorini tartibga solish usullari.
- 3.Moliya bozorida o'zini o'zi tartibga solish.
- 4.Moliya bozorini davlat tomonidan tartibga solish.
- 5.Moliya bozorini tartibga solishda davlatning funksiyalari.
- 6.Mamlakatimizda moliya bozorini tartibga solish bo'yicha vakolatli davlat organlari.
- 7.Moliya bozorini tartibga solishda megaregulyator qo'llanilishi.
- 8.Moliya bozorini tartibga solish bo'yicha AQSH, Buyuk Britaniya va Germaniya tajribalari.

XIX BOB. MINTAQAVIY MOLIYA BOZORLARI

19.1. Osiyo taraqqiyot banki

Osiyo taraqqiyot banki – Osiyo va Tinch okeani mintaqasi mamlakatlaridagi rivojlanish loyihalarini uzoq muddatli kreditlash bo‘yicha yirik mamlakatlararo moliya institutlaridan biridir. Bank 1965-yilda tashkil etilgan, shtab-kvartirasi Manilada (Filippin) joylashgan.

Osiyo taraqqiyot bankining asosiy maqsadi – Osiyo va Tinch okeani mintaqasidagi rivojlanayotgan mamlakatlarning iqtisodiy va ijtimoiy taraqqiyotiga ko‘maklashishdir.

Osiyo taraqqiyot bankining faoliyati Osiyo va Tinch okean ko‘rfazida yashayotgan, ayniqsa kunlik \$2 dan kam tushumga ega bo‘lgan 1.9 milliardlik aholining turmush tarzini yaxshilashga qaratilgan. Ko‘p sonlik muvaffaqiyatli hikoyalarga qaramay, ushbu hudud butun dunyoning 2/3 nochor aholisi yashaydigan hudud bo‘lib qolmoqda.

Dastlab Bank Jahon bankining asosan AQSh, Yaponiya va Yevropa davlatlari (ayniqsa Shimoliy va Germaniya) hukumatlari ta’siriga ega bo‘lgan, hududiy nusxasi sifatida tashkil etilgan. Bank o‘z qarz berish xarakatlarini, millatlararo tan olingan bond(taniqli nom)larni Yevropa bozoriga qo‘yish orqali moliyalashtirgan. Garchi a’zo davlatlarning iqtisodiy rivojlanishi OTBning faoliyatini ham birmuncha o‘zgartirgan bo‘lsada, bank o‘z tarixida asosan proektlar asosida, xususan infrastruktura investitsiyalari, qishloq xo‘jaligi rivoji va a’zo davlatlardagi oddiy sanoatini rivojlantirish uchun qarz berish, orqali faoliyat yuritgan. Berilgan ta’rif bo‘yicha bank davlat va davlat tashkilotlariga qarz beruvchi bo‘lsada, u hududiy a’zo davlatlarining xususiy sektorni rivojlantirish va likvidatsiyani yaxshilash borasida ham faollik ko‘rsatgan. Bankning asosiy inson kapitali bu uning qishloq xo‘jaligi, fuqaroviy muhandislik, iqtisod, ommaviy siyosat va moliya sohasidagi nazariy va amaliyotchi ekspertlaridir. Bu ekspertlar

butun dunyodan bo‘lib, Manilada joylashishgan va har xil imtiyozlar, shu jumladan diplomatik status hamda soliqlardan xoli maosh, berilgan. Tasavvur qilinadiki, agar qachondir Osiyo aniq bir yashash standartiga erishsa, bank yo‘qoladi yoki tijorat tashkilotiga aylantiriladi.

Osiyo taraqqiyot banki faoliyatining asosiy yo‘nalishlari quyidagilardan iborat:

- Investisiya loyihalarini moliyalashda uzoq muddatli va imtiyozli shartlar bilan 40 yilgacha bo‘lgan kreditlarni yiliga 1 % dan berish; tijorat kreditlarini 3 yillik imtiyozli davr bilan 15 yilgacha berish;

- Rivojlanayotgan mamlakatlar - a‘zolariga ularning iqtisodiy rivojlanish rejalarini koordinasiyalash, shuningdek, moliyalashga taYorlash va loyihalarni hamda rivojlanish dasturini amalga oshirishga yordam berish;

- Xalqaro moliyaviy institutlar, milliy davlat va xususiy tashkilotlar bilan investisiyalarni birgalikda amalga oshirishga taalluqli masalalarda hamkorlik qilish;

- Mintaqada iqtisodiy o‘shish va hamkorlikni rag‘batlantirish uchun zarur ekspert xizmati va maslahatlarining turli shakllarini uyushtirish.

Osiyo taraqqiyot banki faoliyatining ustuvor sohalari mintaqaning butunicha uyg‘unlashgan holda eng samarali yordam beradigan mintaqaviy va milliy dasturlardir. Bu sohalarga quyidagilar kiradi.

- Qishloq xo‘jaligi va qishloq xo‘jalik mahsulotlarini qayta ishlash
- Avtomobil va temir yo‘llarni ta‘mirlash va qayta qurish
- Tog‘-kon sanoati;
- Sog‘liqni saqlash va ekologiya;
- Turizm infratuzilmasini rivojlantirish;
- Iste‘mol tovarlarini ishlab chiqarishni rivojlantirish;
- Bank tizimini rivojlantirish.

Osiyo Taraqqiyot Bankiga a‘zolik BMT ning iqtisodiy va ijtimoiy masalalar bo‘yicha Osiyo-Tinch Okean Komissiyasi a‘zolariga, shuningdek boshqa

mintaqalar rivojlangan mamlakatlari va BMT ga va uning biron bir boshqa maxsus agentliklariga a'zo mamlakatlar uchun ochiq. 17 rivojlangan mamlakat, boshqa mintaqadan AQSh, Kanada, Buyuk Britaniya va 17 g'arbiy Yevropa mamlakatini a'zolikka olgan.

Bank operatsiyalari ikki asosiy manbadan: oddiy kapital mablag'lari va maxsus mablag'lardan moliyalashtiriladi.

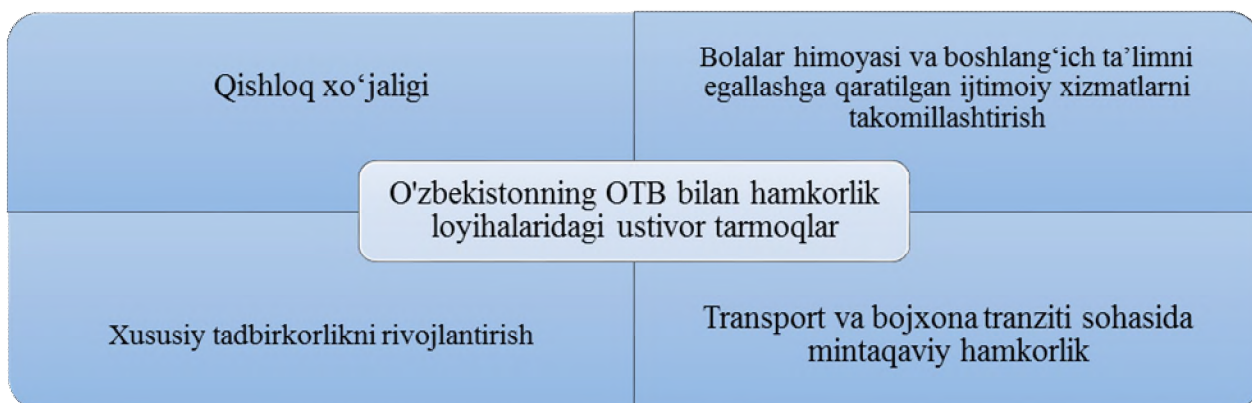
Oddiy kapital mablag'lari Osiyo Taraqqiyot Bankiga a'zo mamlakatlarning kapital ulushlarini to'lashlaridan va investitsiyalardan keladigan daromad hisobiga shakllanadi.

Maxsus mablaglar a'zo rivojlangan mamlakatlar badallari, maxsus fondlar, ssudalar va investitsiyalardan daromadlar, shunindek, Osiyo Taraqqoyot Banki kengashi maxsus qaroriga binoan oddiy kapital mablag'larini o'tkazish summalari ko'rinishida shakllanadi.

Osiyo Taraqqiyot Banki Maxsus mablag'lari katta bo'lmagan va kambag'al a'zo mamlakatlarning ehtiyojlarini qondirish maqsadida imtiyozli ssudalar shahobchalarini tashkil etgan. 1973-yilda bank maxsus mablag'lar ni doimiyligini ta'minlash maqsadida Osiyo Taraqqiyot Fondi tashkil etildi.

O'zbekiston Respublikasi 1995-yilda OTBning a'zosi bo'ldi va 1997-yilda Toshkentda OTB vakolatxonasi ochildi. O'zbekiston Respublikasining Osiyo Taraqqiyot banki bilan o'zaro hamkorlik O'zbekiston Respublikasi Vazirlar Mahkamasining 1998-yil 30-apreldagi "Osiyo rivojlanish banki bilan hamkorlikni rivojlantirish chora-tadbirlari to'g'risida"gi 186-sonli qaroriga muvofiq amalga oshiriladi. 1997-yildan buyon faoliyat ko'rsatib kelayotgan Osiyo Taraqqiyot bankining vakolatxonasiga ayni paytda janob Takeo Konishi rahbarlik qiladi.

O'zbekistonning OTB bilan hamkorligi barcha tarmoqlarni rivojlantirishni qamrab olgan bo'lsada, amalga oshirilayotgan dastur va loyihalarda asosiy o'rinni 4 ta ustivor tarmoqlar tashkil etadi.



19.1-rasm. O'zbekiston va OTB hamkorlik loyihalaridagi ustivor tarmoqlar¹²⁶

O'zbekiston OTBga a'zo bo'lgandan beri jalb qilingan mablag'lar boshqa O'rta Osiyo davlatlariga nisbatan ko'proqdir. 2018-yil 1-yanvar holatiga ko'ra O'zbekiston va Osiyo taraqqiyot bankining hamkorlik portfeli umumiy qiymati 14 milliard dollardan ziyodni tashkil etuvchi 59 loyihani o'z ichiga olgan bo'lib, ularni moliyalashtirish uchun bankning 6 milliard dollardan ko'proq mablag'i jalb qilingan. Shundan 225.0 mln dollar bo'lgan ikkita kredit xususiy sektorga yo'naltirilgan va 64.9 mln dollar qiymatidagi mablag' texnik yordam grantini tashkil etadi.

Talimarjon va Taxiatosh issiqlik elektr stansiyalarida zamonaviy bug'-gaz qurilmalarini barpo etish, yuqori voltli elektr uzatish liniyalarini modernizatsiya qilish, qishloq joylarda namunaviy uy-joy qurish, O'zbekistonning turli hududlarida suv ta'minoti tizimi va sanitariya obyektlarini rekonstruksiya qilish, Amu-Buxoro mashina kanali tizimini qayta tiklash, Maroqand-Qarshi temir yo'lini elektrlashtirish, kichik biznesni, tadbirkorlikni qo'llab-quvvatlash va boshqa loyihalar Osiyo taraqqiyot banki ishtirokida amalga oshirilgan va amalga oshirilayotgan yirik loyihalar sirasiga kiradi.

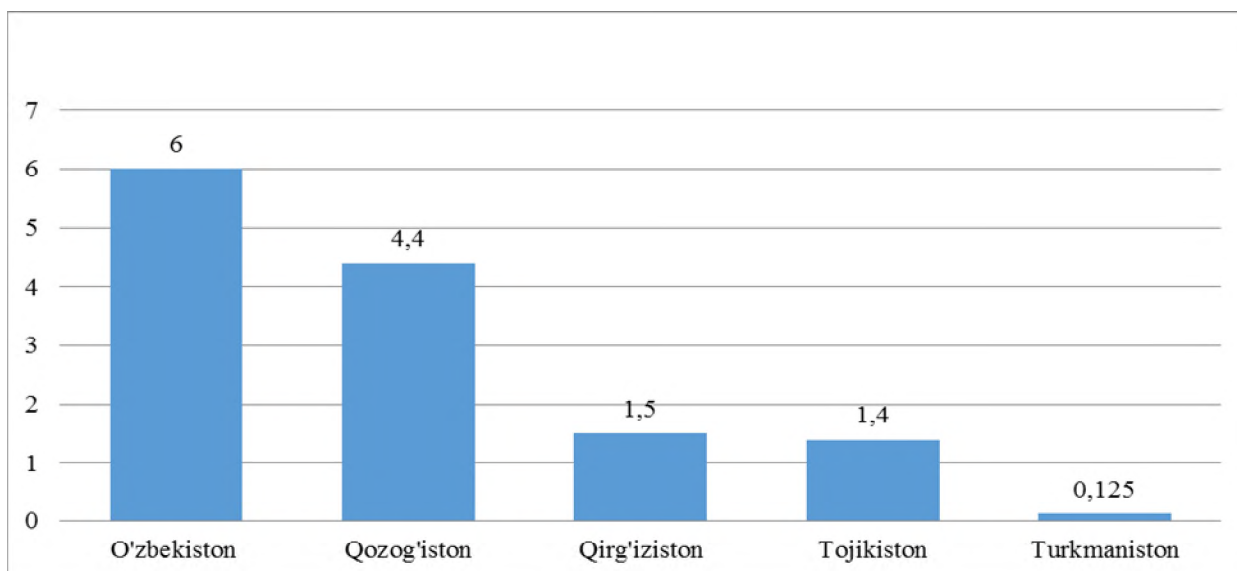
Quyidagi jadval orqali OTB tomonidan O'rta Osiyo davlatlariga jalb qilingan mablag'lar miqdorini ko'rishimiz mumkin.

¹²⁶Ya.U.Arifjanova "O'zbekistonning Osiyo taraqqiyot banki bilan hamkorligini rivojlantirish masalalari"// "Xalqaro moliya va hisob" ilmiy-elektron jurnali №3. 2016. - 3b.

OTB tomonidan O'rta Osiyo davlatlariga jalb qilingan mablag'lar¹²⁷ (mlrd. AQSH dollarida)

№	Mamlakatlar	A'zo bo'lgan yili	Amalga oshirilgan barcha loyihalar qiymati(mlrd dollar)
1	O'zbekiston	1995	6.0
2	Qozog'iston	1994	4.4
3	Qirg'iziston	1994	1.5
4	Tojikiston	1998	1.4
5	Turkmaniston	2000	0.125

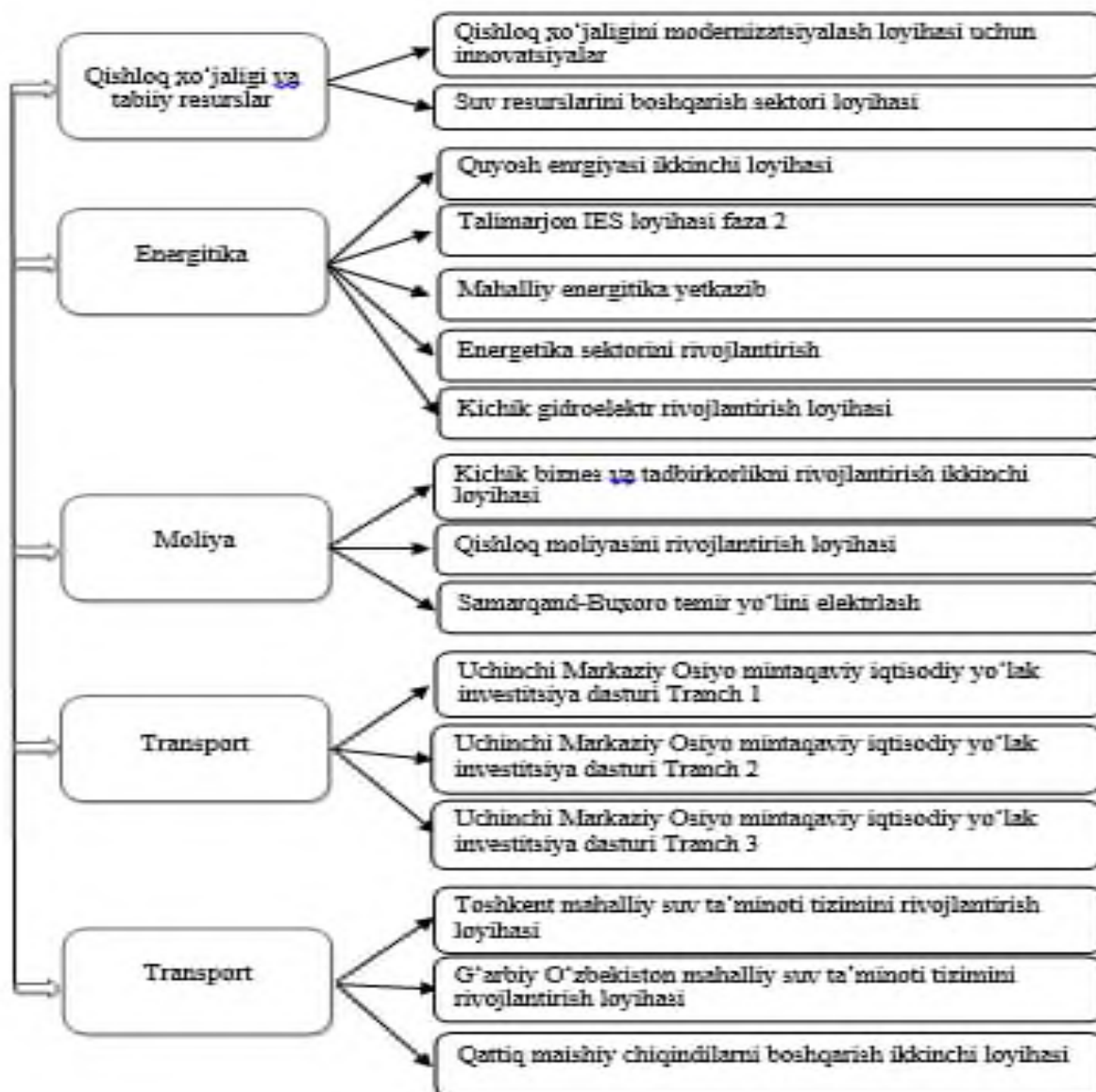
Jadval ma'lumotlariga ko'ra, a'zo bo'lgan vaqtdan boshlab Markaziy Osiyo davlatlariga jalb qilingan mablag'larni tahlil qiladigan bo'lsak, bu davr mobaynida O'zbekistonga 6,0 mlrd dollardan ko'proq, Qozog'istonga 4,4 mlrd dollar, Qirg'izistonga 1,5 mlrd dollar, Tojikistonga 1,4 mlrd dollar va Turkmanistonga 0,125 mlrd dollar qiymatidagi mablag'lar jalb qilingan. Buni quyidagi diagramma orqali yaqqol ko'rish mumkin.



19.2-rasm. Osiyo taraqqiyot banki tomonidan Markaziy Osiyoda amalga oshirilgan loyihalar qiymati, mlrd. doll.

¹²⁷Arifjanova Ya.U. "O'zbekistonning Osiyo taraqqiyot banki bilan hamkorligini rivojlantirish masalalari" // "Xalqaro moliya va hisob" ilmiy-elektron jurnali №3. 2016. - 3b.

Bugungi kunda mamlakatimizda OTB bilan hamkorlikda bir qancha yirik dastur va loyihalar tadbiiq qilinmoqda. Jumladan, “Ta’lim sohasini rivojlantirish” dasturi, “Onalar va bolalar salomatligini mustahkamlash” dasturi, “Qishloq joylarda uy-joylarni qurishni rivojlantirish investitsiya” dasturi, “Kichik biznes va tadbirkorlikni rivojlantirish” loyihalari amalga oshirilmoqda.



19.3-rasm. OTB va O‘zbekiston 2016-2018 yillarga mo‘ljallangan mamlakat operatsion biznes rejasi doirasida amalga oshiriladigan loyihalar¹²⁸

¹²⁸ www.adb.org sayti ma’lumotlari asosida muallif tomonidan tuzildi

Osiyo taraqqiyot banki va O‘zbekiston 2016-2018 yillarga mo‘ljallangan mamlakat operatsion biznes rejasiga ko‘ra, jalb qilingan kreditlar sohalari bo‘yicha quyidagicha taqsimlangan:

19.2 -jadval

Osiyo taraqqiyot banki va O‘zbekiston 2016-2018 yillarga mo‘ljallangan mamlakat operatsion biznes rejasi doirasida amalga oshiriladigan loyihalar, (mln.dollar)¹²⁹

№	Sohalar	Ajratilgan mablag‘, mln. dollar
1.	Qishloq xo‘jaligi va tabiiy gaz	250
2.	Energetika	490
3.	Moliya	205
4.	Transport	605
5.	Suv ta‘minoti va sanitariya	340
	Jami	1890

Jadval ma‘lumotlariga ko‘ra, OTB va O‘zbekiston 2016-2018 yillarga mo‘ljallangan mamlakat operatsion biznes rejasi doirasida amalga oshirilgan loyihalarida katta ulushni transport sohasi egallagan bo‘lib, loyiha doirasida 605 mln dollar mablag‘ ajratilgan. Bu jami rejalashtirilgan mablag‘ning 32 foizi tashkil etadi. Keyingi o‘rinda energitika sohasi bo‘lib, energitika 490 mln dollar qiymatidagi mablag‘ ya‘ni loyiha qiymatining 26 foizi doirasida ishlar amalga oshiriladi. Qishloq xo‘jaligi va tabiiy gaz resurslarga 250 mln dollar, moliya sohasiga 205 mln dollar, suv ta‘minoti va sanitariya yo‘nalishiga esa 340 mln dollar ajratilgan. Jami loyiha qiymatiga nisbatan tahlil qiladigan bo‘lsak, qishloq xo‘jaligi 13 foizni, moliya sohasi 11 foizni, suv ta‘minoti esa 18 foizni tashkil etadi.

Bugungi kunda respublikamizda kichik biznes va xususiy tadbirkorlikni rivojlantirishga katta e‘tibor berilmoqda. Bu sohaga ayniqsa xorijiy kredit liniyalarini jalb qilish amaliyoti yaxshi samara beryapti. Bu esa o‘z navbatida ishlab chiqarishni kengaytirish, import o‘rnini bosuvchi va eksportbop mahsulotlar

¹²⁹ www.adb.org sayti ma‘lumotlari asosida muallif tomonidan tuzildi

turini ko‘paytirish, bozorni sifatli va raqobatbardosh tovarlar bilan to‘ldirish hamda yangidan -yangi ish o‘rinlarini tashkil etishga imkon yaratmoqda.

19.2. Jahon Banki

Jahon banki guruhi BMT ning maxsus muassasasi bo‘lib, dunyoning yetakchi moliyaviy institutlari orasida qashshoqlikka qarshi kurashish va rivojlanayotgan dunyoda aholi turmush tarzini yuksaltirish kabi faoliyatlari bilan ajralib turadi. U ssudalar berish, maslahat va texnik yordam berish kabi xizmatlarni ko‘rsatadi. JB xalqaro pul bozorlariga chiqish imkoniyati cheklangan yoki bu imkoniyatdan umuman mahrum mamlakatlarga o‘zining past foizli, foizsiz yoki grant shaklida resurslarni ajratadi. JB rivojlanayotgan davlatlarga fondlar taqsimotini amalga oshiruvchilardan biri bo‘lib hisoblanadi. Uning moliyalashtirish hajmi dunyo bo‘yicha umumiy kapital oqimining 7% ni tashkil qiladi. JB kambag‘allik darajasini kamaytirish va yangi ming yillik maqsadlarini qo‘llab-quvvatlovchi o‘zining turli xil loyihalarini moliyalashtirish faoliyatlarini olib boradi. Moliyalashtirish shakllari har bir mamlakatning xususiyatidan kelib chiqib tanlanadi. Misol uchun, AAA shaklda tabaqalangan kreditlar JB ning obligatsiyalarini sotish hisobiga moliyalashtiriladi. JB foydani maksimallashtirishga intilmasada, u o‘zining imtiyozli kreditlari bilan bog‘liq va boshqa xarajatlarini qoplash uchun, kreditlarni yuqori foizlarda ham beradi.

Jahon banki guruhiga bugungi kunda 5 ta o‘zaro aloqadorlikda faoliyat yurituvchi tashkilotlar kiradi:

1. Jahon (Xalqaro) Tiklanish va Taraqqiyot banki (JTTB);
2. Xalqaro Rivojlanish Assotsiatsiyasi (XRA);
3. Xalqaro Moliya Korporatsiyasi (XMK);
4. Ko‘p tomonlama Investitsiyalarni Kafolatlash Agentligi (MIGA);(KIKA)
5. Investitsion Kelishmovchiliklarni yechish bo‘yicha Xalqaro Markaz.(IKEXM)

JTTB 1994-yil Bretton Vudsa XVF bilan birgalikda ta'sis qilingan bo'lsada, jahon yillik hisobotida 1945-yil tashkil etilgan yil sifatida e'tirof etiladi. O'z faoliyatini esa 1946-yil iyuldan boshlagan. hozirgi kunga kelib uning ajratgan qarzlari jami 394 mlrd \$ ga yetdi. Uning a'zolari soni 184 tani tashkil etadi. JTTB asosan o'rtacha daromadli mamlakatlarga kredit ajratadi. U, kapital bozorlaridan farqli ularoq, kapitaldan katta hajmlarda, qulay shartlar asosida, uzoqroq muddatlarga va barqaror ravishda foydalanishga imkoniyat yaratib beradi. Bank asosan ikki turdagi ssudalar ajratadi: biri bu iqtisoiy-ijtimoiy rivojlanishni raqbatlantirish maqsadida Investitsion ssudalar; ikkinchisi siyosat va institusional islohotlarni moliyalashtirish maqsadida Rivojlanish siyosati qarzlardir. Ma'lumot o'rnida shuni aytib o'tishimiz mumkinki, kunlik 1 \$ dan kam daromad oladigan eng kambag'al aholining 75% i JTTB qarz mablag'lari ajratadigan mamlakatlarda yashaydi. JTTB tomonidan ajratilgan mablag'lar aniq maqsadlar bo'yicha ishlatilishi ta'minlanishi lozim. JTTB tomonidan kreditlar, 3-5 yil imtiyozli muddat bilan, 15-20 yilga beriladi.

XRA 1960-yil tashkil topgan bo'lib, unga 165 ta mamlakat a'zodir. Jami majburiyatlari 151 mlrd \$ ni tashkil etadi. XRA kreditlarni foizsiz asosda 35-40 yil muddatga beradi. XRA odatda foizsiz kreditlar ajratsada, oxirgi paytlarda eng kambag'al mamlakatlarga grantlarni ham ko'p miqdorda ajratmoqda. XRA ning bunday ko'magidan faqatgina kishi boshiga YAMD 865 \$ dan kam bo'lgan mamlakatlar foydalanishi mumkin. XRA jahonning 2.5 mlrd aholisi istiqomat qiladigan 81 ta kambag'al davlatlarni moliyalashtirish bilan shug'ullanadi. XRA ning foizsiz kreditlari va grantlari bu mamlakatlar uchun suv va havodek zarur, chunki ushbu mamlakatlarning bozor sharoitida qarz olish imkoniyati juda kam yoki deyarli yo'q. Bu mamlakatlarning ko'pchiligida aholining aksariyati bir kunda 2 \$ dan ham kam daromad topadi.

XRA ning resurslari xususiyy investitsiyalar muhitini yaxshilash, ta'lim va qashshoq aholi sog'lig'ini saqlashni takomillashtirishni qamrab oluvchi

qashshoqlikni qisqartirish strategiyalarini qo'llashni raqbatlantirishga yordam beradi.

XRA ning faoliyati donorlar hamkorligida moliyalashtiriladi. Donor mamlakatlar har uch yilda kelajakdagi qarz berish dasturlarini tuzish; talab qilinadigan resurslar miqdorini aniqlash; siyosat va uning asosiy yo'nalishlarini belgilab olish va boshqa maqsadlarda uchrashadilar. Odatda XRA resurslarining 18-20 % i grant sifatida beriladi. XRA kredit va grantlari JB moliyaviy ko'magining qariyb chorak qismini tashkil etadi. XRA ning resurslari rivojlangan donor mamlakatlarning ajratmalari hamda XTTB ning foydasi transfertlaridan shakllanadi. XTTB ning barcha a'zo mamlakatlari XRA da ishtirok etishi mumkin.

XMK 1956-yilda tashkil topgan. Hozirgi kunda unga 176 ta davlat a'zo bo'lgan. Uning majburiyatlar portfeli 23.5 mlrd\$ ni tashkil etib, bundan 5.5 mlrd\$ sindikatlashgan kreditlardir.

XMK ning bosh maqsadlariga quyidagilar kiradi:

Rivojlanayotgan davlatlar iqtisodiyotiga xususiy investitsiyalarni yo'naltirishni rag'batlantirish;

Xususiy sektorni mustahkamlash.

XMK XTTB dan farqli ravishda nafaqat kredit beradi, balki kompaniyalarning aksiyalarini sotib oladi.

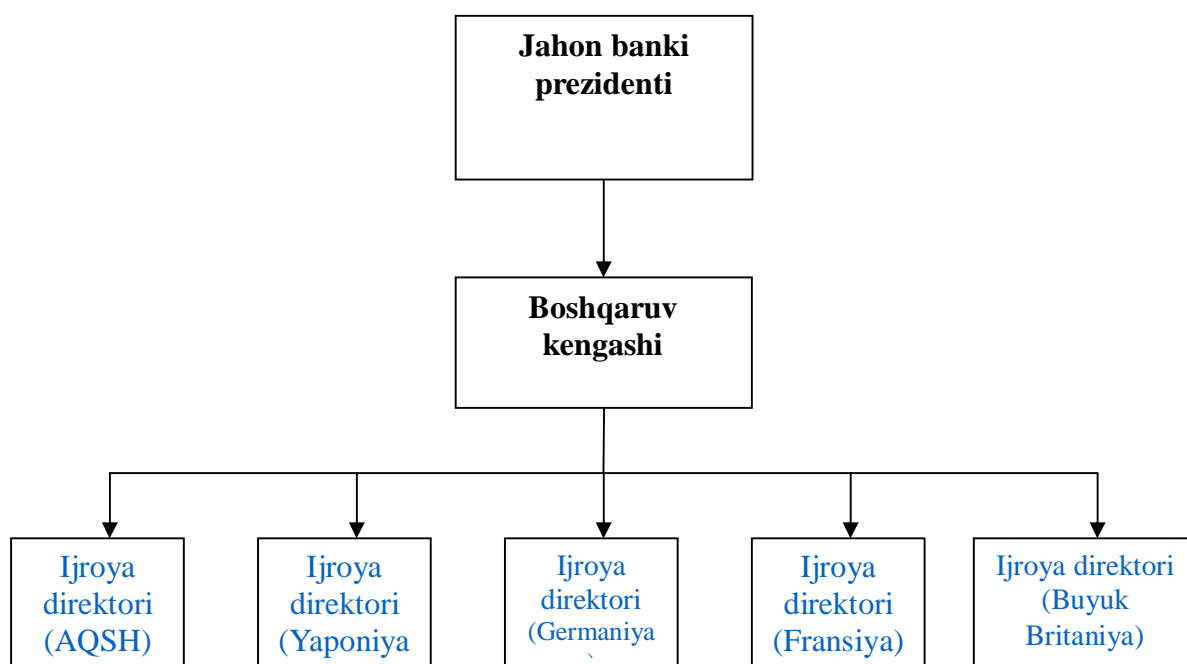
XMK beradigan kreditlar odatda loyiha qiymatining 25 % dan oshmaydi, chunki u barcha riskni bo'yniga oladi. Cheklangan moliyaviy resurslari bilan XMK investitsion jarayonlarning katalizatori sifatidagi funksiyasini bajaradi.

MIGA 1988-yilda tashkil topgan bo'lib, 164 ta davlat a'zolikka egadir. Jami kafolatlari 13.5 mlrd \$ ni tashkil etadi.

MIGA texnik yordamlari va maslahat xizmatlari bilan mamlakatlarga xorijiy investitsiyalarni jalb qilinishi va saqlanishiga hamda xalqaro biznes hamjamiyatiga investitsiya imkoniyatlari haqidagi ma'lumotlarni tarqatishga yordam beradi.

IKEXM 1966-yilda tashkil etilgan bo'lib, 140 a'zo mamlakatga ega. Ro'yxatga olingan umumiy holatlar 159 ta bo'lib, shulardan 30 ta holat 2004 yilda ro'yxatga olingan. U investitsiya muammolarini bartaraf etish orqali davlatlar o'rtasidagi o'zaro ishonchni kuchaytiradi va xorijiy investitsiyalar oqib kelishini qo'llab quvvatlaydi. U o'z faoliyati yuzasidan nashriyotlarini ham chiqaradi.

JB moliyalashtiruvchi tashkilot sifatida tanilgan bo'lsada, u o'zining tahliliy va maslahat xizmatlarini ham ko'rsatadi. Bankning iqtisodchilar guruhi atrof muhit, kambag'allik, savdo va globalizatsiya kabi mavzularda izlanishlar olib borib, bankni muhim axborotlar bilan ta'minlab turadilar. Bu izlanishlar har bir mamlakatlar bo'yicha olib boriladi va siyosatni ishlab chiqishda qo'l keladi.



19.4-rasm. Jahon bankning boshqaruv strukturasi

JB quyidagi sohalar bo'yicha o'z faoliyat strategiyalarini ishlab chiqqan: O'rmon, suv resurslari; Atrof muhit; Axborot va kommunikatsiya texnologiyalari; Xususiy sektor rivoji; Agrar soha rivoji; Anti- korrupsiya; Ta'lim; Boshqaruv va ijtimoiy sektor islohotlari; Sog'liq, iste'mol (pitaniye) va Aholi; qazilma ishlari; Shahar va mahalliy boshqaruv; Suv resurslarini boshqarish kabilar.

Hozirda O'zbekiston ham JB, ham XRA dan moliyaviy ko'mak olish imkoniyat (huquqi)ga ega. Ayrim mamlakatlar esa faqatgina u yoki bu tashkilotdan ko'mak olish imkoniyatiga ega bo'lishadi, xolos

Jahon bankining an'anaviy moliyalashtirish obyektlari quyidagilar:

- Yo'l va yo'l qurilishi;
- Aloqa;
- Transport vositalari;
- Elektr-energiya tarmoqlari;
- O'quv tizimini rivojlantirish;
- Atrof- muhit himoyasi;
- Ayollarga iqtisodiy imkoniyatlarni oshirish;
- Tug'ilishni rejalashtirish tizimini mustahkamlash;
- Sog'liqni saqlash va ijtimoiy himoya;
- Xususiy sektorni rivojlantirish.

O'zbekiston Respublikasi 1992-yil sentabr oyidan boshlab Jahon bankining teng huquqli a'zosi hisoblanadi.

O'zbekiston Respublikasining Jahon banki bilan o'zaro hamkorligi 1992-yil 2-iyulda qabul qilingan «Xalqaro valyuta fondi, Xalqaro tiklanish va taraqqiyot banki, Xalqaro taraqqiyot assotsiatsiyasi, Xalqaro moliya korporatsiyasi, Investitsiyalarni kafolatlash bo'yicha ko'p tomonlama agentlikda O'zbekiston Respublikasining a'zoli to'g'risida"gi qonuniga muvofiq amalga oshiriladi.

O'zbekiston Respublikasi Jahon bankiga a'zo mamlakatlarning Shveysariya guruhiga kiradi.

1992-yil sentyabr oyida Toshkent shahrida Jahon bankning vakolatxonasi o'z faoliyatini boshlagan.

2014-yilning dekabr oyidan boshlab vakolatxona rahbarligini janob Djungxun Cho boshqarmoqda. Ma'lumki, bundan oldingi to'rt yil davomida vakolatxona rahbari bo'lib janob Takuya Kamata ishlagan edi.

Jahon banki bilan O‘zbekistonda amalga oshirilayotgan dasturlar va loyihalar yo‘nalishi, asosan energetika tizimini rekonstruksiya va modernizatsiya qilish, irrigatsiya-drenaj tarmoqlarini qayta qurish va rekonstruksiya qilish, kommunal xo‘jaligi infratuzilmalarini takomillashtirish, tibbiyot sohasini rivojlantirish hamda tibbiyot muassasalarini jihozlashga qaratilganligi bilan izohlanadi.

19.3. Osiyo infratuzilmaviy investitsiya banki

Osiyo infratuzilmaviy investitsiya banki (AIIB) Osiyodagi ijtimoiy va iqtisodiy natijalarni yaxshilash bo‘yicha missiyani amalga oshiradigan ko‘p tomonlama rivojlanish bankidir. Bosh qarorgohi Pekinda joylashgan bo‘lib, 2016-yil yanvar oyida o‘z faoliyatini boshlagan. Osiyo infratuzilmaviy investitsiya bankining asosiy maqsadi Osiyodagi barqaror infratuzilmaga va boshqa samarali tarmoqlarga sarmoya kiritib, vaqt o‘tishi bilan milliardlab odamlar hayotiga ta’sir ko‘rsatish va yanada yaxshi kelajakni yaratashdan iborat.

19.3-jadval

Osiyo infratuzilmaviy investitsiya bankiga a‘zo bo‘lgan davlatlar haqida ma’lumot¹³⁰

A`ZO DAVLATLAR	A`ZO BO`LGAN SANASI	JAMI OBUNALARI	OVOZLAR SONI
Afg‘oniston	Oct 13, 2017	Miqdor (million USD):86.6 Hammasi bo‘lib foizda: 0.0898%	Ovozlar soni: 2,807 Jami foiz: 0.2479%
Xitoy	Dec 25, 2015	Miqdor (million USD): 29,780.4 Hammasi bo‘lib foizda : 30.8913%	Ovozlar soni: 300,345 Jami foiz: 26.5250%
Qozog‘iston	Apr 18, 2016	Miqdor (million USD): 729.3 Hammasi bo‘lib foizda : 0.7565%	Ovozlar soni: 9,834 Jami foiz: 0.8685%
Tojikiston	Jan 16, 2016	Miqdor (million USD): 30.9 Miqdor (million USD): 0.0321%	Ovozlar soni: 2,850 Jami foiz: 0.2517%
O‘zbekiston	Nov 30, 2016	Miqdor (million USD): 219.8 Miqdor (million USD): 0.2280%	Ovozlar soni: 4,739 Jami foiz: 0.4185%

¹³⁰ www.aiib.org sayti ma’lumotlari asosida muallif tomonidan tuzildi

Bankning boshlang'ich sarmoyasi 100 milliard dollarni tashkil etdi, Osiyo taraqqiyot bankining kapitalining 2/3 qismi va Jahon bankining deyarli yarmi. Bank boshqaruvi tuzilmasi Boshqaruv kengashidan yuqori darajali va yuqori qaror qabul qiluvchi organ bo'lib xizmat qiladi. Bankning har bir a'zosi 1 gubernator tarkibiga kiradi va asosan yiliga bir marta yig'iladi. Bir yoki bir nechta a'zoni vakili bo'lgan 12 nafar hokimdan iborat boshqaruv kengashi kundalik amaliyotlar va hokimlar kengashi tomonidan unga topshirilgan vazifalar uchun mas'uldir. Ushbu a'zolarning to'qqiz a'zosi Osiyo-Tinch okeani mintaqasi vakillaridir.

19.4-jadval

Osiyo infratuzilmaviy investitsiya bankiga a'zo bo'lgan davlatlardagi boshqaruvchilar haqida ma'lumot¹³¹

A`zolar	Boshqaruvchilar	Boshqaruvchi o`rinbosari
Afg'oniston	Dr. Mohammad Humayon Qayoumi, Moliya vaziri vazifasini bajaruvchi va Prezident bosh maslahatchisi	Mr. Zahid Hamdard, Moliya vazirligi Moliya vazirining o`rinbosari
Xitoy	Mr. Liu Kun, Moliya Vaziri	Ms. Zou Jiayi, Moliya vaziri o`rinbosari
Qozog'iston	Mr. Timur Muratovich Suleimenov, Qozog'iston Respublikasi Xalq xo'jaligi vaziri	Mr. Yerlan Kartayevich Khairov, Qozog'iston Respublikasi investitsiyalar va rivojlanish vazirining o`rinbosari
Tojikiston	Mr. SOLEHZODA Ashurboy, Prezident yordamchisi	Mr. MUMINZOD Abdulmajid, Investitsiyalar va davlat mulkini boshqarish davlat qo'mitasi raisining birinchi o`rinbosari
O'zbekiston	Mr. Sukhrob R. Kholmuradov, Bosh vazir o`rinbosari	Mr. Shukhrat Vafae, Investitsiyalar bo'yicha davlat qo'mitasi raisining o`rinbosari

Bankning ustav kapitali 100 milliard AQSh dollarini tashkil etadi va har biri 100 000 dollarlik 1 million aksiyasiga bo'lingan. Yigirma foizi to'langan aksiyalar (va shu sababli bankka o'tkazilishi kerak), 80% esa da'vo qilinadigan aksiyalardir. Ajratilgan aksiyalar har bir a'zo davlatning iqtisodiy hajmiga (YaIMning nominal

¹³¹ www.aiib.org sayti ma'lumotlari asosida muallif tomonidan tuzildi

qiymati (60%) va Yalpi ichki mahsulotning (40%) PPP (40%) hajmida hisoblangan.

Nazorat savollari

1. Osiyo Taraqqiyot Banki faoliyatining o'ziga xos jihatlari.
2. Osiyo taraqqiyot banki faoliyatining asosiy yo'nalishlari.
3. Osiyo taraqqiyot banki faoliyatining ustuvor sohalari.
4. O'zbekiston va Osiyo Taraqqiyot Banki hamkorlik loyihalaridagi ustuvor tarmoqlar.
5. Jahon Banki faoliyatining o'ziga xos xususiyatlari.
6. Jahon banki guruhi tarkibiga kiruvchi tashkilotlar faoliyati.
7. Jahon bankining an'anaviy moliyalashtirish obyektlari.

Foydalanilgan adabiyotlar ro'yxati

1. O'zbekiston Respublikasi Prezidentining 2017 yil 2 sentyabrdagi PF-5177-sonli "Valyuta siyosatini liberallashtirish bo'yicha birinchi navbatdagi chora-tadbirlar to'g'risida"gi farmoni//O'zbekiston Respublikasi qonun hujjatlari to'plami. – Toshkent, 2017. – №36. – 945-modda.

2. O'zbekiston Respublikasining "Valyutani tartibga solish to'g'risida"gi qonuni. O'zbekiston Respublikasining valyutani tartibga solishga oid normativ-huquqiy hujjatlari to'plami.- Toshkent: O'zbekiston, 2011. - B. 13-14.

3. O'zbekiston Respublikasi Prezidentining 2013 yil 30 yanvardagi PQ-1914-sonli "Jismoniy shaxslarga xorijiy valyutani sotish tartibini yanada liberallashtirish chora-tadbirlari to'g'risida"gi qarori. O'zbekiston Respublikasi qonun hujjatlari to'plami. – Toshkent, 2013. - № 6 (558).

4. "Qimmatli qog'ozlar bozori to'g'risida"gi "O'zbekiston Respublikasi Qonuni.

5. Karimov I.A. 2012 yil Vatanimiz taraqqiyotini yangi bosqichga ko'taradigan yil bo'ladi. – Toshkent: O'zbekiston, 2012. - B. 4.

6. Kennen P.B. International Liquidity and the Balance of Payments of a Reserve – Currency Country//The Quarterly Journal of Economics. Vol.74. No. 4 (1960).

7. Board of Governors of the Federal Reserve System. Annual Report. 2011. – Washington, 2012. - P. 16-17.

8. Tsentrobank Yaponii napechataet eshche 10 trillionov ien.

9. Moiseev S.R. Mejdunarodnie valyutno-kreditnie otnosheniya. – M.: Delo i Servis, 2007. - S. 625-626.

10. Lideri stran-uchastnits ES utverdili programmu pomoshchi Gretsii. <http://lenta.ru/news/2010>.

11. Kipr obratilsya k ES za finansovoy pomoshchyu. <http://lenta.ru/news/2012>.
12. Global Insurance Industry Insights An in-depth perspective, McKinsey Global Insurance Pools—seventh edition, 2017.
13. Frederic S.Mishkin, Stanley G.Eakins. Financial markets and Institutions – USA: Prentice Hall, Pearson Education, 2012. – p. 590
14. Frederic S.Mishkin, Stanley G.Eakins. Financial markets and Institutions – USA: Prentice Hall, Pearson Education, 2012. – p. 590
15. Burenin A. N. Rynok tsennix bumag i proizvodnix finansovix instrumentov:Uchebnoe posobie. – M.: 1 Federativnaya Knigotorgovaya Kompaniya, 1998.
16. Weber E.J. A Short History of Derivative Markets.University of Western Australia, 2008. r.6
17. Derivativi. (Seriya «Reuters dlya finansistov»)/Per.s angl. – M.: Alpina Pabliher, 2002. – 17 s.
18. Derivativi. (Seriya «Reuters dlya finansistov»)/Per.s angl. – M.: Alpina Pabliher, 2002. – 19 s.
19. Frederic S.Mishkin, Stanley G.Eakins. Financial markets and Institutions – USA: Prentice Hall, Pearson Education, 2012. – p. 593
20. Derivativi. (Seriya «Reuters dlya finansistov»)/Per.s angl. – M.: Alpina Pabliher, 2002. – 52 s.
21. De Kovni Sh., Takki K. Strategii xedjirovaniya. – Per. s angl. – M.: INFRA–M, 1996. –101,102c.
22. Nicolas Blancher, Srobona Mitra, Hanan Morsy, Akira Otani, Tiago Severo, and Laura Valderrama. Systemic Risk Monitoring (SysMo) Toolkit – A User Guide. IMF Working paper, July 2013.
23. Indicators of financial stability. Compilation Guide – Washington, DC, USA: International Monetary Fund, 2007

24. Solntsev O.G., Pestova A.A., Mamonov M.E., Magomedova Z.M. Experience in Developing Early Warning System for Financial Crisis and the Outlook for the Banking Sector in Russia in 2012. // Journal of the New Economic Association, № 12, 2011.
25. Crouhu M., Galai D., Mark R. Risk management. – N.Y.: McGraw Hill, 2001
26. Brigham& Ehrhardt. Financial management/Theory and practice /15th edition
27. L.A. Stout. Why the Law Hates Speculators: Regulation and Private Ordering in the Market for OTC Derivatives. Duke Law Journal, 48(4):701–786, 1999.
28. M.H. Kabir and M.K. Hassan. The Near-Collapse of LTCM, US Financial Stock Returns, and the Fed. Journal of Banking and Finance, 29(2):441–460, 2005.
29. F.H. Knight. Risk, uncertainty and profit. Houghton Mifflin Company, 1921.
30. D. Bernoulli. Exposition of a new theory on the measurement of risk. Econometrica: Journal of the Econometric Society, pages 23–36, 1954.
31. M. Rubinstein. Markowitz’s “Portfolio Selection”: A Fifty-Year Retrospective. The Journal of Finance, 57(3):1041–1045, 2002.
32. Irving Fisher. The Nature of Capital and Income. Macmillan, 1906.
33. J. Tobin. Liquidity preference as behavior towards risk. The Review of Economic Studies, pages 65–86, 1958.
34. B. Graham. The intelligent investor. Harper Collins, 2003.
35. R.G. Hagstrom. The Warren Buffett Way. Wiley, 2005.
36. H. Markowitz. Portfolio Selection. The Journal of Finance, 7(1):77–91, 1952.
37. W.F. Sharpe. Mutual Fund Performance. The Journal of Business, 39(1):119–138, 1966.

38. H.M. Markowitz. Foundations of portfolio theory. *Journal of Finance*, pages 469–477, 1991.
39. F.A. Sortino and L.N. Price. Performance measurement in a downside risk framework. *Journal of investing*, (FALL 1994), 1994.
40. A.D. Roy. Safety First and the Holding of Assets. *Econometrica*, 20(3):431–449, 1952.
41. M. Rubinstein. Markowitz’s “Portfolio Selection”: A Fifty-Year Retrospective. *The Journal of Finance*, 57(3):1041–1045, 2002.
42. W. Jiang. A nonparametric test of market timing. *Journal of Empirical Finance*, 10(4):399–425, 2003.
43. G. Hübner. The generalized Treynor ratio. *Review of Finance*, 9(3):415–435, 2005.
44. K. Dowd. *An Introduction to Market Risk Measurement*. J. Wiley Hoboken, NJ, 2002.
45. J. Danielsson, H.S. Shin, and J.P. Zigrand. The impact of risk regulation on price dynamics. *Journal of Banking and Finance*, 2004.
46. G. Szego. Measures of risk. *European Journal of Operational Research*, 163(1):5–19, 2005.
47. M. Musiela and M. Rutkowski. *Martingale Methods In Financial Modelling*. Springer, 2005.
48. J. Hull. *Options, futures and other derivatives*. Prentice Hall, 2000.
49. P. Glasserman. *Monte Carlo Methods in Financial Engineering*. Springer, 2004.
50. R.T. Rockafellar and S. Uryasev. Optimization of conditional value-at-risk. *Journal of Risk*, 2(3):21–41, 2000.
51. O.Latipova. Xalqaro munosabatlar yangi bosqich sari. // “Birja” gazetasi. №114-115.
52. Zakirov E. Zarubejniy opit regulirovaniya rinka tsennix bumag. // *Biznes-ekspert*. – Toshkent, 2015 №8.

53. Levur@ mail.ru.
54. <http://lenta.ru/news/2012>.
55. <http://www.mof.go.jp.english/budget/htm>.
56. <https://euroasia-science.ru/ekonomicheskije-nauki/the-role-of-insurance-in-the-world-economy-and-its-effect-to-macroeconomic-indicators/>
57. <https://stats.oecd.org/Index.aspx?DatasetCode=INSIND>
58. <https://www.mbaskool.com/fun-corner/top-brand-lists/17623-top-10-insurance-companies-in-the-world-2018.html>
59. <https://www.instaforex.com/oz/gold>
60. URL:http://www.uwa.edu.au/__data/assets/pdf_file/0003/94260/08_10_Weber.pdf.
61. http://www.forecast.ru/_ARCHIVE/Analitics/EcoAs/CMASF12-2011.pdf
62. <http://www.biznes-daily.uz/ru/gazeta-birja/60634-xalqaro-munosabatlar-yangi-bosqich-sari>
63. www.imf.org. - Internatioal Financial Stattistics, 2017 (P. 71; 74).
64. <https://euroasia-science.ru/ekonomicheskije-nauki/the-role-of-insurance-in-the-world-economy-and-its-effect-to-macroeconomic-indicators/>
65. <https://stats.oecd.org/Index.aspx?DatasetCode=INSIND>
66. Global Insurance Industry Insights An in-depth perspective, McKinsey Global Insurance Pools—seventh edition, 2017.
67. <https://www.mbaskool.com/fun-corner/top-brand-lists/17623-top-10-insurance-companies-in-the-world-2018.html>
68. <https://www.instaforex.com/oz/gold>

MUNDARIJA

I BOB	Global iqtisodiyotda xalqaro moliya bozori.....	5
II BOB	Moliya bozorining segmenti sifatida kapital bozori	13
III BOB	Kapital bozori tashkiliy xususiyatlari va institutsional tarkibi.....	21
IV BOB	Pul-kredit bozori kapital bozorining tarkibiy qismi sifatida.....	32
V BOB	Kapital bozorida ulushli qimmatli qog‘ozlar.....	41
VI BOB	Kapital bozorida qarz munosabatli qimmatli qog‘ozlar.....	64
VII BOB	Kapital bozorida islom qimmatli qog‘ozlari qo‘llanilishi.....	78
VIII BOB	Xalqaro kredit bozori.....	90
IX BOB	Kapital bozorida suveren qarzlar.....	95
X BOB	Xalqaro fond bozori.....	107
XI BOB	Xalqaro investitsiyalar bozori.....	126
XII BOB	Xalqaro sug‘urta bozori.....	136
XIII BOB	Zamonaviy xalqaro oltin bozori.....	157
XIV BOB	Xalqaro hosilaviy moliyaviy instrumentlar bozori.....	170
XV BOB	Kapital bozorida sekyuritizatsiya.....	200
XVI BOB	Kapital bozorida risklarni boshqarish tizimlari.....	223
XVII BOB	Kapital bozorining to‘lov infrastrukturasi.....	245
XVIII BOB	Kapital bozorining tartibga solinishi.....	253
XIX BOB	Mintaqaviy moliya bozorlari.....	264

СОДЕРЖАНИЕ

ГЛАВА I	Международные финансовые рынки в мировой экономике	5
ГЛАВА II	Рынок капитала как сегмент финансового рынка.....	13
ГЛАВА III	Организационные особенности и институциональная структура рынка капитала.....	21
ГЛАВА IV	Денежный рынок как неотъемлемая часть рынка капитала	32
ГЛАВА V	Акции на рынке капитала.....	41
ГЛАВА VI	Долговые ценные бумаги на рынке капитала.....	64
ГЛАВА VII	Использование исламских ценных бумаг на рынке капитала.....	78
ГЛАВА VIII	Международный кредитный рынок.....	90
ГЛАВА IX	Суверенные долги на рынке капитала.....	95
ГЛАВА X	Международный фондовый рынок.....	107
ГЛАВА XI	Международный инвестиционный рынок.....	126
ГЛАВА XII	Международный страховой рынок.....	136
ГЛАВА XIII	Современный международный рынок золота.....	157
ГЛАВА XIV	Международный рынок производных финансовых инструментов.....	170
ГЛАВА XV	Защита на рынке капитала.....	200
ГЛАВА XVI	Системы управления рисками на рынке капитала.....	223
ГЛАВА XVII	Платежная инфраструктура рынка капитала.....	245
ГЛАВА XVIII	Регулирование рынка капитала.....	253
ГЛАВА XIX	Региональные финансовые рынки.....	264

CONTENTS

CHAPTER I	International financial markets in the global economy.....	5
CHAPTER II	Capital market as a segment of financial market.....	13
CHAPTER III	Organizational features and institutional structure of the capital market.....	21
CHAPTER IV	The monetary market as an integral part of the capital market.....	32
CHAPTER V	Stocks in the capital market.....	41
CHAPTER VI	Debt securities in the capital market.....	64
CHAPTER VII	Use of islamic securities in the capital market.....	78
CHAPTER VIII	International credit market.....	90
CHAPTER IX	Sovereign debts in the capital market.....	95
CHAPTER X	International stock market.....	107
CHAPTER XI	International investment market.....	126
CHAPTER XII	International insurance market.....	136
CHAPTER XIII	Modern international gold market.....	157
CHAPTER XIV	International derivative financial instruments market.....	170
CHAPTER XV	Securization in the capital market.....	200
CHAPTER XVI	Risk management systems in the capital market.....	223
CHAPTER XVII	Payment infrastructure of the capital market.....	245
CHAPTER XVIII	Regulation of the capital market.....	253
CHAPTER XIX	Regional financial markets.....	264