

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

ТОШКЕНТ МОЛИЯ ИНСТИТУТИ

МАГИСТРАТУРА БЎЛИМИ

**Қўлёзма ҳуқуқида
УДК:339.13**

САИДОВ ДИЛШОД МАХМУД ЎҒЛИНИНГ

**РИВОЖЛАНАЁТГАН МАМЛАКАТЛАР ФОНД
БОЗОРЛАРИ АКТИВЛАРИНИ БАҲОЛАШНИНГ
ХАЛҚАРО АМАЛИЁТИ**

Мутахассислик: 5A230604-«Халқаро молия»

Магистр академик даражасини олиш учун ёзилган

ДИССЕРТАЦИЯ

Илмий раҳбар:
Э.Алимардонов

ТОШКЕНТ-2013

Диссертация Тошкент молия институти «Молия» кафедрасида
бажарилган.

Илмий раҳбар

Э.Алимардонов

Кафедра мудири

и.ф.н., доц. О.Комолов

Магистратура бўлими бошлиғи

и.ф.н., доцент Х.Ахмедов

МУНДАРИЖА

КИРИШ	4
I-БОБ. ФОНД БОЗОРЛАРИНИНГ МИЛЛИЙ ИҚТИСОДИЁТДАГИ ЎРНИ ОШИРИШНИНГ НАЗАРИЙ-УСЛУБИЙ АСОСЛАРИ	9
1.1. Фонд бозори ва унинг иқтисодиётдаги ўрни ва аҳамияти	9
1.2. Фонд бозорида активларни баҳолаш усуллари.....	15
1.3. Халқаро фонд бозорлариининг ривожланиш хусусиятлари	20
Биринчи боб бўйича хулосалар	26
II-БОБ. ТЕЗ СУРЪАТЛАРДА РИВОЖЛАНАЁТГАН МАМЛАКАТЛАРДА ФОНД БОЗОРИНИНГ РИВОЖЛАНИШНИНГ АМАЛДАГИ ҲОЛАТИ.....	28
2.1. Фонд бозорининг ривожланишининг босқичлари ва тенденциялари ..	28
2.2. Фонд бозорида активларни баҳолаш амалиёти	34
Икки боб бўйича хулосалар	50
III-БОБ. ЎЗБЕКИСТОН ФОНД БОЗОРИНИ ИҚТИСОДИЁТДАГИ РОЛИНИ РИВОЖЛАНТИРИШ ВА АКТИВЛАРНИ БАҲОЛАШНИ ТАКОМИЛЛАШТИРИШ ЙЎЛАРИ.....	52
3.1 Фонд бозорида активларни баҳолашни такомиллаштириш	52
3.2. Ўзбекистонда фонд бозорининг иқтисодиётдаги йўналишлари ролини оширишнинг чора-тадбирлари	62
Учинчи боб бўйича хулосалар.....	79
ХУЛОСА.....	82
ҲОЙДАЛАНИЛГАН АДАБИЁТЛАР РЎЙХАТИ.....	87

КИРИШ

Тадқиқот мавзусининг долзарблиги миллий фонд бозорининг ривожланган мамлакатлардагидек иқтисодиётдаги ролини, иқтисодиёт ҳолатининг “барометри” ва бунда ўзининг бош функциясини жамғармаларни инвестицияларга трансформация қилиш, яъни иқтисодий ва индустриал ўсишни таъминлаш мақсадида узок муддатли хусусий инвестицияларни жалб қилиш етарлича бажармаётганлиги, натижада, уни давлатнинг ҳозирги даврдаги прогрессив макроиқтисодий ва фаол инвестиция сиёсати талабаларига тўлиқ жавоб бермаётганлиги масаласи ушбу сиёсат доирасида мамлакат фонд бозорни ушбу соҳадаги замонавий халқаро тенденцияларнинг тизимли таҳлили асосида янада ривожлантирилишини тақозо этади. Бунда Ўзбекистон учун мақбул шарт-шароитларда дунёнинг ривожланган фонд бозорларига интеграциялашувини тезлаштиришга қаратилган назарий хулоса ва тавсиялар бериш ҳамда амалий таклифлар ишлаб чиқилиши зарурати юзага келади. Ушбу масала айниқса иқтисодий глобаллашув жараёнида Ўзбекистон Республикаси Президенти И.А. Каримов томонидан яратилган ривожланишнинг “Ўзбек модели” ва унинг асосида мамлакатимизда мавжуд ресурслар, яратилган барқарор макроиқтисодий шароит ва қулай инвестиция муҳити ҳамда улар негизида муваффақиятли амалга оширилаётган дастурларнинг¹ юқори салоҳияти доирасида долзарб ҳисобланади.²

¹ Ўзбекистон Республикаси Президентининг “Иқтисодиётнинг реал сектори корхоналарини қўллаб-қувватлаш, уларнинг барқарор ишлашини таъминлаш ва экспорт салоҳиятини ошириш чора-тадбирлари дастури тўғрисида” 2008 йил 28 ноябр №ПФ-4058-сонли фармони; “2011-2015 йилларда республика молия-банк тизимини янада ислоҳ қилиш ва барқарорлигини ошириш ҳамда юқори халқаро рейтинг кўрсаткичларига эришишнинг устувор йўналишлари тўғрисида” 2010 йил 26 ноябр №ПҚ-1438-сонли қарори; “2011-2015 йилларда Ўзбекистон Республикаси саноатини ривожлантиришнинг устувор йўналишлари тўғрисида” 2010 йил 15 декабр №ПҚ-1442-сонли қарори.

² И.А.Каримов “Бош мақсадимиз – кенг қўламли ислохотлар ва модернизация йўлини катъият билан давом эттириш”. – Т.: “Ўзбекистон” 18.01.2013 йил. Азимов Р.С. “Узбекская модель” реформирования и модернизации экономики, её эффективность в преодолении последствий мирового финансово-экономического кризиса.//Материалы Международной научно-практической конференции “Мировой финансово-экономический кризис, пути и меры по его преодолению в условиях Узбекистана” (на основе книги Президента Республики Узбекистан И.А.Каримова), Ташкент, 22 мая 2009 г., Часть 1.-Т.: Узбекистан, 2009.-с.6-18; Шохазамий Ш.Ш. Новая фаза развития рынка ценных бумаг.//Рынок деньги и кредит, Т., 2010 г., №3- сс. 37-38.

Бунда, агар, молиявий глобаллашувнинг, айниқса унга ҳос бўлган жаҳон молиявий-иқтисодий инқирозининг жаҳон иқтисодиётига таъсири оқибатида халқаро миқёсда интеграллашган фонд бозорларнинг мавжуд назарий асослари ва амалиётини ҳозирда такомиллашуви даврини бошидан кечираётганини инобатга олсак, у ҳолда Ўзбекистон Республикаси Президенти И.А. Каримовнинг фундаментал асарлари³ асосида муваффақиятли амалга оширилаётган макроиқтисодий сиёсат доирасида миллий фонд бозоримизнинг иқтисодиётдаги ролини кескин ошириш билан боғлиқ бир қатор назарий ва амалий масалаларнинг ечими зарурлигини идрок этиш мумкин.

Юқоридаги фикрлар тадқиқот мавзуининг долзарблигини ва илмий-амалий аҳамиятга эга эканлигини белгилайди.

Мавзунинг ўрганилганлик даражаси. фонд бозорнинг назарий асослари ва ривожланиши тенденцияларини ўрганишга бағишланган адабиётлар таҳлилидан ҳориж олимлари Дж.Тобин, И.Фишер, Г.Марковиц, У.Шарп, Дж.Герли, Дж.Сорос, А.Гитман, Б.Тэйлор, Л.Крушвиц, Дж.Хикс, Р.Эллиот, Ч.Доу, Б.Грэм, Д.Додд, Дж.Ри, Ф.Блек, М.Шоулс, К.Луинтел, М.Хан, Ф.Арестис, Р.Мертон, Р.Левайн ва бошқаларнинг илмий-амалий ишларига юксак баҳо бериш ва уларни классик ишлар қаторига қўшиш мумкин. Бу ишлар ҳанузгача ўз кучини сақламоқда. Аммо буларнинг барчаси ривожланган мамлакатлар шароитида фаолият юритувчи фонд бозор жиҳатлари ва хусусиятларига бағишланган бўлиб, ривожланаётган, айниқса ўтиш иқтисодиётига мансуб давлатлар, фонд бозор хусусиятларини тўла ифодалай олмайди, зеро ушбу ишлардаги назарий

³ Каримов И.А. Жаҳон молиявий-иқтисодий инқирози, Ўзбекистон шароитида уни бартараф этишнинг йўллари ва чоралари.-Т.: Ўзбекистон, 2009.-56 б.; Каримов И.А. Ўзбекистоннинг ижтимоий-сиёсий ва иқтисодий ривожланишининг асосий тамойиллари. - Ташкент: Ўзбекистон, 1996. -376.; Ўзбекистон XXI аср бўсағасида: хавфсизликка таҳдид, барқарорлик шартлари ва тараққиёт кафолатлари,-Т.:Ўзбекистон. 1997.-326 б.; Бизнинг бош мақсадимиз – жамиятни демократлаштириш ва янгилаш, мамлакатни модернизация ва ислох этишдир.// Халқ сўзи, 2005 йил 19 январь; Эришилган ютуқларни мустаҳкамлаб, янги марралар сари изчил ҳаракат қилишимиз лозим.// Халқ сўзи, 2006 йил 11 февраль; Янгиланиш ва барқарор тараққиёт йўлидан янада изчил ҳаракат қилиш, халқимиз учун фаровон турмуш шароити яратиш – асосий вазифамиздир.// Халқ сўзи, 2007 йил 13 февраль; Асосий вазифамиз-ватанимиз тараққиёти ва халқимиз фаровонлигини янада юксалтиришдир.- Т.: Ўзбекистон, 2010.-77 б.

карашлар ва тавсиялар бундай давлатлар фонд бозорни ривожлантириш масалалари ечимида фойдалидир.

Фонд бозор соҳасида россиялик олимлардан тадқиқот олиб борганлар Я.Миркин, М.Алексеев, Б.Рубцов, А.Буренин, О.Хмыз, И.Хоминич, В.Галанов, В.Колесников, В.Торкановский, Б.Алехин, А.Навой, А.Килячков, Н.Берзон, А.Захаров ва бошқалар бўлиб, уларнинг ишлари жаҳон фонд бозори тенденциялари таҳлили ва унинг доирасида Россия фонд бозор ривожланишига бағишланган. Лекин улардаги назарий карашлар ва натижалар Россия шароитига мослашганлиги билан бирга, ўтиш иқтисодиётига мансуб бошқа давлатлар, жумладан Ўзбекистон, фонд бозор шароитларига ҳам тўғри келиши мумкин.

Республикамиз иқтисодчи олимларидан фонд бозор соҳасига тегишли тадқиқотлар А.Вахабов, Ш.Шоҳаъзамий, И.Бутиков, М.Хамидулин, В.Котов, Ф.Мирзаев, С.Абдуллаев, М.Алиев, У.Алиев, И.Алимов, А.Ли, Э.Носиров, Т.Ядгаров, Ф.Хамидова, С.Арифжанова, Х.Акромов, Р.Зайниддинов, Х.Қодирова, Ш.Ж.Тешаев, А.Мирисаев, С.Муминов, Л.Султанов ва бошқаларнинг илмий ишларида ўз аксини топган. Аммо уларда миллий фонд бозори активларни баҳолаш билан боғлиқ назарий ва амалий масалалар алоҳида, кенг ва чуқур кўрилмаган.⁴

Тадқиқот мақсади. Ривожланаётган мамлакатлар фонд бозорлари активларини баҳолашнинг халқаро амалиёти ўрганиш асосида миллий фонд бозорининг иқтисодиётдаги ролини янада оширишга қаратилган илмий хулосалар ва назарий таклифлар бериш, амалий тавсиялар ишлаб чиқиш.

Тақиқот вазифалари. Қўйилган мақсадга эришиш учун қуйидаги вазифалар белгилаб олинди:

- фонд бозорларининг миллий иқтисодиётдаги ўрнини оширишнинг назарий-улубий асосларинини тадқиқ этиш;

⁴ Бунда Ш.Шоҳаъзамий ва И.Бутиковнинг ишлари истисно.

- замонавий шароитда фонд бозорида активларни баҳолаш усуллари ва халқаро фонд бозорларининг ривожланиш хусусиятларини аниқлаш;

- тез суръатларда ривожланаётган мамлакатларда фонд бозорининг ривожланишнинг амалдаги ҳолатини таҳлил қилиш;

- фонд бозорининг ривожланишининг босқичлари ва тенденциялари аниқлаш;

- фонд бозорида активларни баҳолашнинг жорий ҳолатини ўрганиш;

- Ўзбекистон фонд бозорини иқтисодиётдаги ролини ривожлантириш ва активларни баҳолашни такомиллаштириш йўллари бўйича таклиф ва тавсиялар ишлаб чиқиш

Тадқиқот объекти бўлиб Ўзбекистон ва тез суръатларда ривожланаётган мамлакатларнинг фонд бозорлари ҳисобланади.

Тадқиқот предмети бўлиб фонд бозорининг иқтисодиётдаги ролини ўзига хос хусусиятлари, унга таъсир этувчи омиллар ва уларда содир бўладиган муносабатлар тизими ҳисобланади.

Тадқиқот гипотезаси. Ривожланаётган мамлакатлар фонд бозорлари активларини баҳолашнинг халқаро амалиётини ўрганган ҳолда уларнинг илғор тажрибаларини мамлакатимиз фонд бозорига жорий этиш ундаги инвесторларнинг даромадларини ва ушбу бозордаги инвестицион фаолликни оширади.

Тадқиқот методи. Тадқиқот жараёнида кузатиш, корреляцион-регрессион ва солиштирма таҳлил усуллари, маълумотларни гуруҳлаш ва статистик ишлов бериш усуллари, тенденцияларни таҳлил қилиш ва прогнозлаш усулларидан фойдаланилди.

Илмий янгилиги:

- жаҳонда фонд бозорлари активларини баҳолашнинг усуллари тизимлаштирилди ва уни мамлакатиз фонд бозорида қўллаш имкониятлари кўриб чиқилди;

- молиявий глобаллашув шароитида халқаро фонд бозорларининг ўзаро боғлиқлигининг корреляцион-регрессион тадқиқот услуби ва натижалари;

- мамлакатимиз фонд бозорининг миллий иқтисодиётдаги ҳамда ҳудудлар ва тармоқлар иқтисодиётдаги ролига ҳамда Ўзбекистондаги компаниялар акциядорлик капитали тузилмасининг фонд бозорининг ривожланишига кўрсатаётган таъсири баҳоланди;

- давлатнинг ҳозирги даврдаги макроиқтисодий сиёсати талабларига мос равишда миллий фонд бозорининг иқтисодиётдаги ролини янада оширилишини таъминловчи йўналишлари ва чора-тадбирлари.

Тадқиқот натижаларининг илмий ва амалий аҳамияти.

Тадқиқот ишининг илмий аҳамияти – тадқиқот жараёнида олинган илмий хулосалардан фонд бозорининг иқтисодиётдаги ролини янада оширишга қаратилган келгусидаги махсус илмий-тадқиқот ишлари ва унинг асосида алоҳида давлат стратегиясини ишлаб чиқишда фойдаланиш мумкинлиги билан белгиланади.

Тадқиқот ишининг амалий аҳамияти – Ўзбекистон фонд бозорининг иқтисодиётдаги ролини оширилишини таъминлаш бўйича ундаги активларни баҳолаш модели ва истиқболда унинг иқтисодиётдаги ролини ошириш бўйича хулосалар, назарий тавсия ва амалий таклифлардан давлатнинг махсус чора-тадбирлар дастурини ишлаб чиқишда, молия-кредит институтлари амалиётида ҳамда олий ва ўрта-махсус таълим муассасаларининг ўқув жараёнида фойдаланиш мумкин.

Натижаларнинг жорий қилиниши. Тадқиқот жараёнида ишлаб чиқилган илмий таклиф ва амалий тавсиялар “Silk Road” суғурта компанияси томонидан қўллаш учун қабул қилинган.

Диссертациянинг тузилиши ва ҳажми. Диссертация иши таркибан кириш, учта боб, хулоса ва таклифлар, фойдаланилган адабиётлар рўйхатидан иборат. Тадқиқот ишининг матни 95 бетдан иборат бўлиб, 5 та расм ва 11 та жадвални ўз ичига олган.

I-БОБ. ФОНД БОЗОРЛАРИНИНГ МИЛЛИЙ ИҚТИСОДИЁТДАГИ ЎРНИ ОШИРИШНИНГ НАЗАРИЙ-УСЛУБИЙ АСОСЛАРИ

1.1. Фонд бозори ва унинг иқтисодиётдаги ўрни ва аҳамияти

Жаҳон глобаллашуви шароитида деярли барча давлатлар учун ўз фонд бозорининг иқтисодиётдаги ролини ошириш муаммоси долзарб ҳисобланади. Мазкур муаммонинг ечими фонд бозори ва реал иқтисодиётни ўзаро узвий боғлиқликда қарашни тақозо этувчи замонавий инструментарий (терминологик аппарат) ва методологик базисга асосланади. Бунда Ўзбекистон учун назарий-методологик базис сифатида энг яхши истиқболларини Ўзбекистон Республикаси Президенти И.А.Каримовнинг фундаментал асарлари⁵ ва иқтисодиётни тартибга солинадиган мураккаб иқтисодий тизим деб ифодалаб, тизимли ёндашув асосида ўрганувчи иқтисодий системология тақдим этиши мумкин. Ушбу назарий-методологик базис асосида мамлакатлар фонд бозори ва реал иқтисодиётини ўзаро боғлиқликда ривожланиши тенденциялари ва муаммоларини тизимли таҳлил қилиш ва унинг асосида Ўзбекистон учун фойдали хулосалар чиқариш ва зарурий назарий тавсиялар ишлаб чиқиш муҳим аҳамиятга эга.

Иқтисодий системология нуқтаи назаридан тартибга солинадиган мураккаб иқтисодий тизимни шартли равишда бир-бири билан боғлиқ бўлган ҳар бири ўзининг моҳиятлар ва муносабатлар турига эга бўлган учта қуйитизимдан иборат бир бутун мураккаб тизим сифатида ўрганилади: бозор муносабатлари қуйи тизимига кирувчи ишлаб чиқариш омиллари бозори ва товарлар бозори, ишлаб чиқариш муносабатлари қуйитизими (ИМТ)ни ташкил этувчи реал иқтисодиёт (ишлаб чиқариш ва

⁵ Каримов И.А. Ўзбекистоннинг ижтимоий-сиёсий ва иқтисодий ривожланишининг асосий тамойиллари. - Ташкент: Ўзбекистон, 1996. -376.; Ўзбекистон ХХI аср бўсағасида: хавфсизликка таҳдид, барқарорлик шартлари ва тараққиёт кафолатлари.- Т.: Ўзбекистон, 1997.-326 б.; Банк тизими, пул муомаласи, кредит, инвестиция ва молиявий барқарорлик тўғрисида- Тошкент: Ўзбекистон, 2005.-252 б.; Каримов И.А. Жаҳон молиявий-иқтисодий инқирози, Ўзбекистон шароитида уни бартараф этишнинг йўллари ва чоралари.-Т.: Ўзбекистон, 2009.-56 б.; Асосий вазифамиз – ватанамиз тараққиёти ва халқимиз фаровонлигини янада юксалтиришдир.-Т.: Ўзбекистон, 2010.-77 б.

такроран ишлаб чиқариш тизими) ва ҳар иккала қуйитизимни умумий тартибга солувчи қуйитизим – макрорегулятор. Бунда фонд бозори муносабатлари қуйитизими (БМТ)нинг алоҳида ўзига хос моҳиятлар ва муносабатлар турига эга бўлган шакли бўлганлиги учун иқтисодий системологиянинг қоидалари реал иқтисодиёт ва фонд бозорнинг ўзаро боғлиқликда тартибли ривожланиши ва тизимли тадқиқот учун имкониятларни кенгайтиришга қодир бўлади. Чунки иқтисодий системология дунёвий илмларда машҳур бўлган замонавий иқтисодий назария (масалан, унинг институционал-социологик йўналиши, молиявий иқтисодий тизимлар назарияси, эволюцион иқтисодиёт назарияси) ва системология (ахборот назарияси, мураккаб тизимлар математик назарияси, жумладан, мувозанатланадиган квазианалогияларга асосланади) соҳаларида яратилган интеллектуал ишланмаларни комплексли равишда қўллайди. Бу фанларнинг барчаси, жумладан иқтисодий системология, тизимли ёндашувга асосланади. Умуман олганда, тизимли ёндашув ихтисослашган фанларни уйғунлаштирилишига имкон бергани ҳолда, тизимлилик ва комплекслилик нуқтаи назаридан бозор ва реал иқтисодиётни боғлиқликда ўрганиш учун кенг имкониятлар яратиб, уларни нафақат тузилмавий-функционал жиҳатларга, балки бу тизимларни ўзаро боғлиқликда ташкил этадиган элементларнинг моҳияти ва муносабатлар турига ҳам эга бўлган тартибга солинадиган мураккаб иқтисодий тизим сифатида кўриб чиқади.

Барча айтилганлар асосида юқорида кўрсатилган муаммони ҳал қилиш учун қуйидагиларни амалга ошириш зарур:

- биринчидан, миллий иқтисодиёт ва фонд бозори ривожланишининг замонавий босқичи хусусиятларини тавсифлаш, ривожланишнинг “Ўзбек модели” ва унинг асосида жаҳон глобаллашуви шароитида амалга оширилаётган давлат макроиқтисодий сиёсати талаблари нуқтаи назаридан унинг ролини оширишнинг асосий шарт-шароитларини аниқлаш;

- иккинчидан, Ўзбекистон Республикаси Президенти И.А.Каримовнинг фундаментал асарлари ва иқтисодий системология асосида давлатнинг замонавий макроиқтисодий сиёсати нуқтаи назаридан иқтисодиётда фонд бозор ролини оширишнинг назарий-методологик асосларини аниқлаш;

- учинчидан, Ўзбекистон фонд бозорининг иқтисодиётдаги ролини оширишнинг устувор йўналишларини ҳамда мамлакат ва жаҳон фонд бозорининг ривожланиш тенденциялари ва муаммоларини тизимли таҳлил қилиш асосида давлат макроиқтисодий сиёсати нуқтаи назаридан уларни амалга ошириш механизмини ишлаб чиқиш.

Натижада муаммонинг ечими фонд бозори орқали – унинг янада ривожланган босқичи орқали – етарли ҳажмда хусусий инвестициялар оқими ва хорижий капиталнинг мамлакат иқтисодиётига киритилишига олиб келиши, миллий инвесторлар ва эмитентларнинг ресурслари ҳамда саъй-ҳаракатлари билан уйғунликда бирлаштиришга, бу эса занжирли реакция бўйича умумий ижобий иқтисодий самарага олиб келиши мумкин.

Иқтисодий системология нуқтаи назаридан молиявий оқимларнинг иқтисодий тизимдаги ҳаракати қатъий тартибга солинган ва мақсадли йўналтирилган бўлади (1.1-расм). 1.1-расмдаги ҳар бир элемент фонд бозори ёрдамида ўзаро боғлиқ бўлиб, фонд бозори ва унда уларнинг фаолияти давлат томонидан унинг макроиқтисодий сиёсати мувофиқ тартибга солинади.

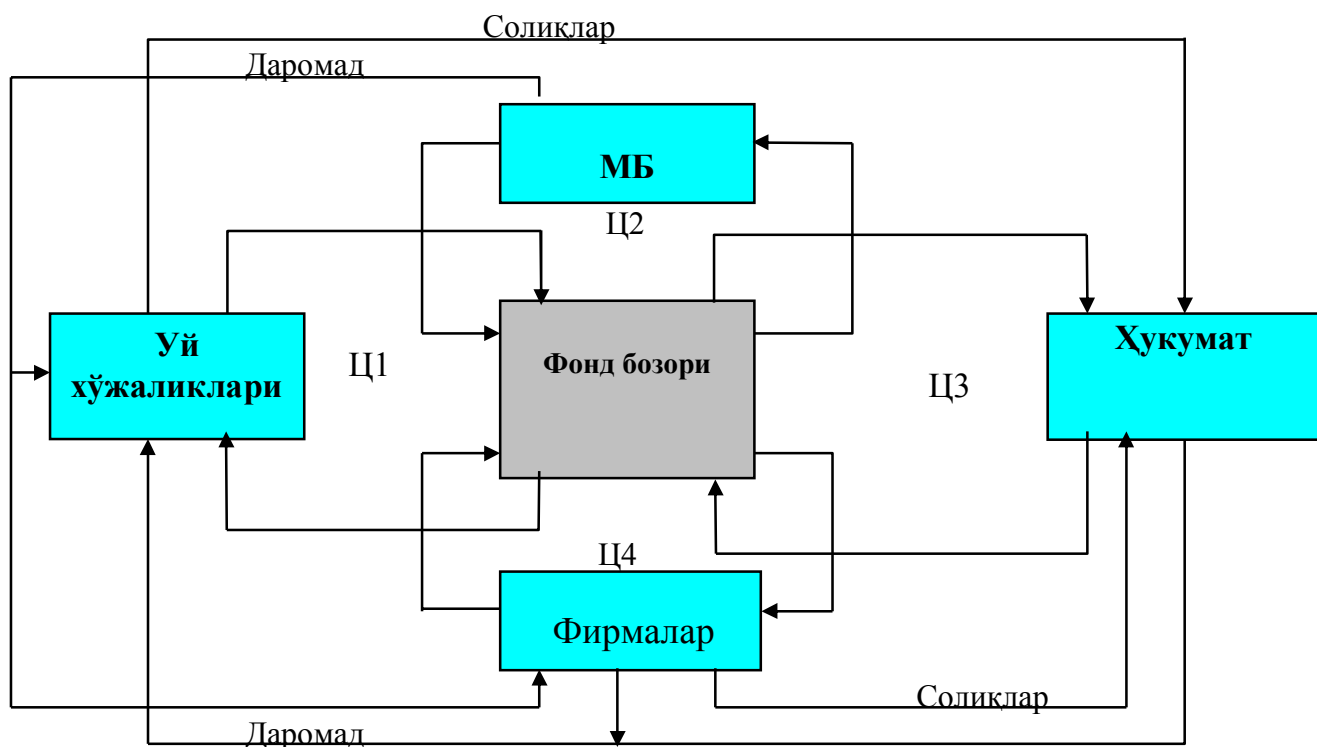
Ушбу моделни (1.1-расм) таҳлил қилиб, шу фикрга қўшилиш мумкинки, фонд бозори қуйидагича иштирок этади:

- локал (Ц1, Ц2, Ц3, Ц4) ва умумий (“даромадлар-солиқлар”) цикллар⁶ бўйича бозор-молия муносабатлари ташкилотчиси;

- бу элементлар ўзаро бозор муносабатларини ташкиллаштирилган тартибда ва шаклда амалга оширадиган қимматли қоғозлар воситасида

⁶ Бунда локал циклларнинг ҳар бири тўлалигича фонд бозорга боғлиқ бўлади.

(уларнинг фонд бозордаги конъюнктурасига қараб) барча тўрттала элементни бирлаштирадиган қимматли қоғозлар индустрияси (ҚҚИ) сифатида;



1.1-расм. Фонд бозори орқали иқтисодиётда молиявий оқимларнинг айланиш модели⁷

- ўзаро боғлиқликдаги фаолияти фонд бозорконъюнктурасига қараб, бу таркибий қисмлар ўртасида қимматли қоғозлар воситасида молиявий ресурсларни самарали қайта тақсимлаш механизми билан таъминладиган ҚҚИ таркибий қисмлари қувватлари салоҳиятидан ташкил топадиган ўзига хос бозор муҳити сифатида.

Фонд бозори қуйидаги ижтимоий ва иқтисодий функцияларни бажаради:

- иқтисодиётнинг инвестицияларга эҳтиёжларини қоплаш, миллий бойликнинг ўсиши ва капитал тўпланишига кўмаклашиш мақсадлари учун

⁷ Шоҳаъзамий Ш.Ш. Рынки: финансовые и ценных бумаг.-Т.: ТФИ, 2003.-196 с.

жамғармалар тўплаш ва уларни инвестицияларга ҳамда инвестицияларни жамғармаларга айлантириш;

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

- инвестицион ресурслар истеъмолчилари учун ташқи молиялаштириш қийматини пасайтириш ва капиталнинг яшовчанлиги устунроқ лойиҳаларга самарали кўчиб ўтишини таъминлаш, истикболли инновациялар, иқтисодиётнинг рақобатбардош тармоқларини ҳаракатлантириш воситасида инфляцияни пасайтириш ва иқтисодий ўсишга кўмаклашиш;

- жамғармаларнинг инвестицияларга ва инвестицияларнинг жамғармаларга айланиши учун зарур бўлган қулай жамғарма-инвестицион муҳит шароитлари билан таъминлаш. Бу кўп жиҳатдан давлатнинг инвесторлар ҳулқ-атвори ва қимматли қоғозлар индустриясининг мослашувчан фаолият юритиши боғлиқ бўлган фонд бозордаги қулай муҳит шароитларини яратишга йўналтирилган макроиқтисодий сиёсати самарадорлигига боғлиқ бўлади;

- фонд бозор фаолият юритишининг иқтисодий-ахборот-ҳуқуқий механизми билан таъминланган, қимматли қоғозлар воситасида ишбилармонлик фаоллигининг ахборот-башорат таъминоти.

Айнан шу функциялар туфайли фонд бозори катта аҳамиятга эга ҳисобланади ҳамда жаҳон иқтисодиётининг ривожланиши ва капитал халқаро ҳаракатининг глобаллашувида муҳим роль ўйнайди.

Юқоридаги айтилганлардан келиб чиқиб, биз мамлакатимизда фонд бозори иштирокчиларини шартли равишда қуйидагича таснифладик. Ушбу иштирокчиларга мувофиқлаштирувчи ва назорат қилувчилар, эмитентлар, профессионал иштирокчилар ҳамда инвесторлар киради. Улар фонд бозорида бир бири билан узвий боғлиқликда фаолият кўрсатади ва фонд бозорининг яхлит инфратузилмасини ташкил қилади.



1.2-расм. Фонд бозори иштирокчиларнинг таснифи⁸

Юқорида баён қилинганлар асосида айтиш мумкинки, ривожланишнинг «Ўзбек модели» ва унинг асосида жаҳон глобаллашуви шароитида амалга оширилаётган давлат макроиқтисодий сиёсати нуқтаи назаридан жаҳон тенденцияларини ҳисобга олган ҳолда ўрта муддатли истиқболда иқтисодиётда мамлакат фонд бозорининг ролини ошириш ва тизимли таҳлилнинг методологик негизи Ўзбекистон Республикаси Президенти И.А.Каримовнинг асарлари, шунингдек, иқтисодий системология ҳисобланиши мумкин. Бунда иқтисодий системология

⁸ Расм муалиф томонидан тузилди. Изох: фонд бозорФМНМ Фонд бозори мувофиқлаштириш ва назорат қилиш маркази.

Ўзбекистон Республикаси Президенти И.А.Каримовнинг асарлари нуқтаи назаридан юқорида кўрсатилган муаммони тизимлилик ва комплекслилик жиҳатидан ҳал этиш имкониятларини кенгайтиришга қодир.

1.2. Фонд бозорида активларни баҳолаш усуллари

Сотиладиган ва харид қилинадиган молиявий активлар ҳаракатига қараб фонд бозори бирламчи ва иккиламчи бозорга бўлинади.

Бирламчи фонд бозори — қимматли қоғозларни товар сифатида биринчи марта бозорга тушадиган иқтисодий вазият. Хўжалик юритишнинг маъмурий-буйруқбозлик тизимидан бозор иқтисодиётига ўтиш ва хусусийлаштириш шароитида фонд бозорида асосий элемент сифатида ўзининг бошқарув органлари орқали давлат иштирок этади.

Иккиламчи фонд бозори — қимматли қоғозларнинг илгари муомалада бўлган ва маълум бир мулкдорга - жисмоний ёки юридик шахсга тегишли товар сифатида бозорга тақдим этилиши.

Фонд бозорининг ушбу икки таркибий қисми ўзаро боғланган. Иккиламчи бозорда тақлиқнинг ўсиши бирламчи бозорда қимматли қоғозларнинг қадрсизланишига олиб келиши мумкин. Мазкур таркибий қисмларнинг ўзаро ҳамкорлиги «сотувчилар бозори» ёки «харидорлар бозори» талаб ва тақлифларининг ўзаро нисбатига боғлиқликни келтириб чиқаришга кўмаклашади. Ушбу омилларнинг ҳисобга олиниши сармоя бозорини ривожлантириш учун оптимал шарт-шароитларга эришиш имконини беради.

Фонд бозори давлат ва хўжалик юритувчи субъектлар фаолиятининг соҳаси сифатида унда бозорнинг тегишли иштирокчилари (субектлари)нинг мажбурий иштирокини талаб қилади. Мазкур бозорни унда асосий субъектлар — эмитентлар (сотувчилар) ва сармоядорлар (харидорлар) (шу жумладан, давлат)нинг иштирокисиз тасаввур этиб бўлмайди. Бунда ушбу бозорнинг иштирокчиси сифатида давлатнинг

ролини алоҳида таъкидлаб ўтиш лозим. Давлат мулкини сотишда эмитент (сотувчи) ролида ва давлат ихтиёрига қимматли қоғозларни сотиб олишда сармоядор (харидор) ролида иштирок этувчи давлат фонд бозорининг иштирокчиси сифатида ундаги «ўйинлар қоидалари»ни белгилаш орқали ушбу бозорни бошқаради Қимматли қоғозларни сотиш, фонд битимларини расмийлаштириш ва рўйхатга олиш билан шуғулланувчи хўжалик юритувчи субъектлар ҳам фонд бозорининг субъектлари ҳисобланади.

Бозор иқтисодиётига босқичма-босқич ўтиш фан ва амалиётнинг бир қатор янги соҳаларини кенг ривожлантиришни талаб этди. Хусусийлаштириш жараёни, фонд бозорининг вужудга келиши, суғурта тизимининг ривожланиши, тижорат банкларининг мулк гарови остида кредитлар беришга ўтиши аста-секин хизматларнинг янги тури - корхона (бизнес)ни баҳолаш, унинг сармоясининг бозор қийматини аниқлашга бўлган эҳтиёжни шакллантирди.

Корхона фирма белгиси ёки индивидуаллаштиришнинг бошқа воситалари ва унинг маҳсулотлари (хизматлари) қийматини баҳолаш куйидаги ҳолларда амалга оширилади:

- улар бошқа фирма томонидан сотиб охнаётганда;
- сотув бозори кенгайиб, сотувлар ҳажми ошганда янги ҳамкорларга франшиза беришда;
- бошқа корхоналар томонидан ноқонуний хатти-ҳаракатлар билан корхона нуфузига етказилган зарарни аниқлашда;
- корхона қийматини умумий баҳолаш учун номоддий активлар, гудвил қийматини аниқлашда.

Бизнес ёки унинг таркибий қисми қийматини баҳолашга нисбатан юқорида кўриб чиқилган эҳтиёжлар унга товар сифатида мулк хуқуқлар билан шартланган. Айни пайтда, бизнес сармоя ҳисобланиб, бу бирон бир корхонанинг қимматли қоғозлари ва акциялар пакетлари билан тасдиқланиши мумкин. Бундан ташқари, бизнеснинг алоҳида ташкилий-хўжалик шакллари, хусусан, ёпиқ ва очик акциядорлик жамиятлари

қимматли қоғозлар эмиссиясини амалга оширмасдан туриб фаолият кўрсата олмайди. Шу муносабат билан бизнеснинг ривожланиши корхона томонидан эмиссия қилинган акциялар пакети ва турии қимматли қоғозларни баҳолаш билан боғлиқ.

Корхонанинг акциялар пакетлари ва қимматли қоғозлари қуйидаги ҳолларда баҳоланади:

- корхонани акциялаштиришда;
 - корхонанинг устав фондини оширишда;
 - акциялар пакетларини бошқа корхоналар устав сармоясига ўтказишда;
 - бизнесни майдалаш ёки уни таркибий ўзгартиришда мулкдорларнинг улушини аниқлашда;
 - кредитлаш учун гаров сифатида фойдаланишда;
 - қўшиб олинаётган корхона акцияларини харид қилишда қўшиб олаётган корхонанинг барбод бўлишим олдини олиш учун;
- акциядорлик жамиятларини сотишда (айниқса, қўшилиш ва қўшиб олиш жараёнида) корхоналар акциялари бошқа корхоналар акцияларига алмаштирилиши лозим бўлган муносабатларни аниқлашда;
- бизнесга янги мулкдорлар акциялар ва қимматли қоғозлар кўринишидаги мулккий бадал билан кирганда.

Баҳолашнинг асослилиги ва ишончлилиги кўп жиҳатдан баҳолашдан фойдаланиш соҳаси (олди-сотди, кредит олиш, суғурта, солиқ солиш, таркибий ўзгартириш ва ҳ.к.) қанчалик тўғри аниқланишига боғлиқ. Юқорида кўрсатилган баҳолашнинг турли мақсадлари қийматнинг турли даражаларини назарда тутди. Жаҳон амалиёти баҳолаш мақсадлари ва қиймат даражаларининг қуйидаги ўзаро нисбатини тавсия қилади:

• **мулкчилик ҳуқуқини ўтказиш** - асосланган бозор қиймати:

• **молиялаш** (кредитлар бериш ва ҳ.к. мақсадида) –фойдаланишнинг давом этишида асосланган бозор қиймати (одатда, бу қиймат энг юқори натижани беради), кўчиришдаги асосланган бозор қиймати, тартибга

солинган

тугатиш

қиймати, тезлаштирилган тугатиш қиймати;

• **бизнеснинг мулкӣ қисмига солиқ солиш** — одатда, ғарб қонунчилиги фойдаланишдаги асосланган бозор қийматим қўллаб-қувватлайди, чунки бу даража энг юқори кўрсаткичларни беради;

• **бизнеснинг мулкӣ қисмини суғурталаш** - такрор ишлаб чиқариш ёки жисмоний эскириш чегирма қилинган ҳолда ўрин босишнинг тўлиқ қиймати.

Айрим мамлакатларда фойдаланишнинг давом этишида асосланган бозор қиймати, ўрин босишдаги асосланган бозор қиймати;

• **лизинг** — худди молиялашдаги каби кўп вариантли ҳисоб-китоблар амалга оширилиши мумкин;

• **ҳамкорлик фармойиши** - фойдаланишдаги асосланган бозор қиймати, ўрин босишдаги асосланган бозор қиймати;

• **устав сармоясига улуш** - мол-мулкнинг асосланган бозор қиймати, ўрин босишдаги асосланган бозор қиймати;

• **меросга солиқ солиш** (вазиятларга қараб) — фойдаланишдаги асосланган бозор қиймати, ўрин босишдаги асосланган бозор қиймати;

• **лойиҳаларнинг амалга оширилажаклигини тадқиқ қилиш** (вазиятларга қараб) — қийматнинг барча турлари;

• **ставкалар ва тарифларни аниқлаш** - хизмат кўрсатувчи компаниялар томонидан қўлланилади, одатда, такрор ишлаб чиқаришнинг тўлиқ қиймати, ўрин босишнинг тўлиқ қиймати ёки фойдаланишда давом этишдаги асосланган бозор қиймати.

Юқорида келтирилган қийматлар даражаларининг таҳлили уларни пасайиш тартибида ўзига хос кетма-кетлигини тузиш имконини беради:

- такрор ишлаб чиқаришнинг тўлиқ қиймати;
- ўрин босишнинг тўлиқ қиймати;
- фойдаланишда давом этишдаги асосланган бозор қиймати;

- фойдаланилмаётган кўчмас мулкнинг асосланган бозор қиймати;
- ўрин босишдаги асосланган бозор қиймати;
- режали тугатиш қиймати (тартибга солинган тугатиш қиймати);
- тезлаштирилган тугатиш қиймати;
- утилизация қиймати;
- синиш қиймати.

Бу кетма-кетликни амалиётда қиймат даражаларининг бошқа нисбати билан ҳам қўллаш мумкин. Масалан, баъзан янги техниканинг эски техника олдида катта устунликларга эга бўлиши ва бу билан боғлиқ капитал харажатларнинг ортиб кетиши туфайли кўчмас мулкнинг ўрин босиш қиймати унинг такрор ишлаб чиқариш қийматидан каттароқ бўлади. Ёки фойдаланишда давом этишдаги асосланган бозор қиймати тугатиш қийматидан ёхуд ҳатто синиш қийматидан ҳам паст бўлади. Бундай ҳолат кўпинча, асосий фондларнинг иқтисодий эскиришида юз беради, бу республика иқтисодиётининг кўплаб секторларидаги ҳозирги вазият учун хос хусусиятдир.

Бизнес ва унинг таркибий қисми ҚҚ қийматини баҳолашдан фойдаланишнинг юқорида кўриб чиқилган ва бошқа соҳалари иқтисодиётнинг ушбу секторидаги баҳолаш ишларининг кўп қирралилигидан, мураккаблигидан ва умуман бизнесни ҳам, унинг мулкӣ ва номулкӣ қисмларини ҳам баҳолашнинг махсус усулларини қидириб топиш зарурлигидан далолат бериб турибди. Баҳолаш хизматларининг умумий тизимида бизнесни баҳолаш ҳам таҳлилий, ҳам технологик, ҳам ташкилий мураккаб жараёни ўзида намоён этади. Уни амалга ошириш баҳоловчи мутахассислар малакасига нисбатан катта талабларни қўяди ва хўжалик юритишнинг турли соҳаларида чуқур билимларни талаб қилади. Шундан келиб чиққан ҳолда бизнес ва унинг таркибий қисмлари қийматини баҳолаш илмий-услубий ва технологик нуқтайи назардан

баҳолаш хизматлари назарияси ва амалиётининг мустақил фан сифатида тўғри ажратилган.

1.3. Халқаро фонд бозорларининг ривожланиш хусусиятлари

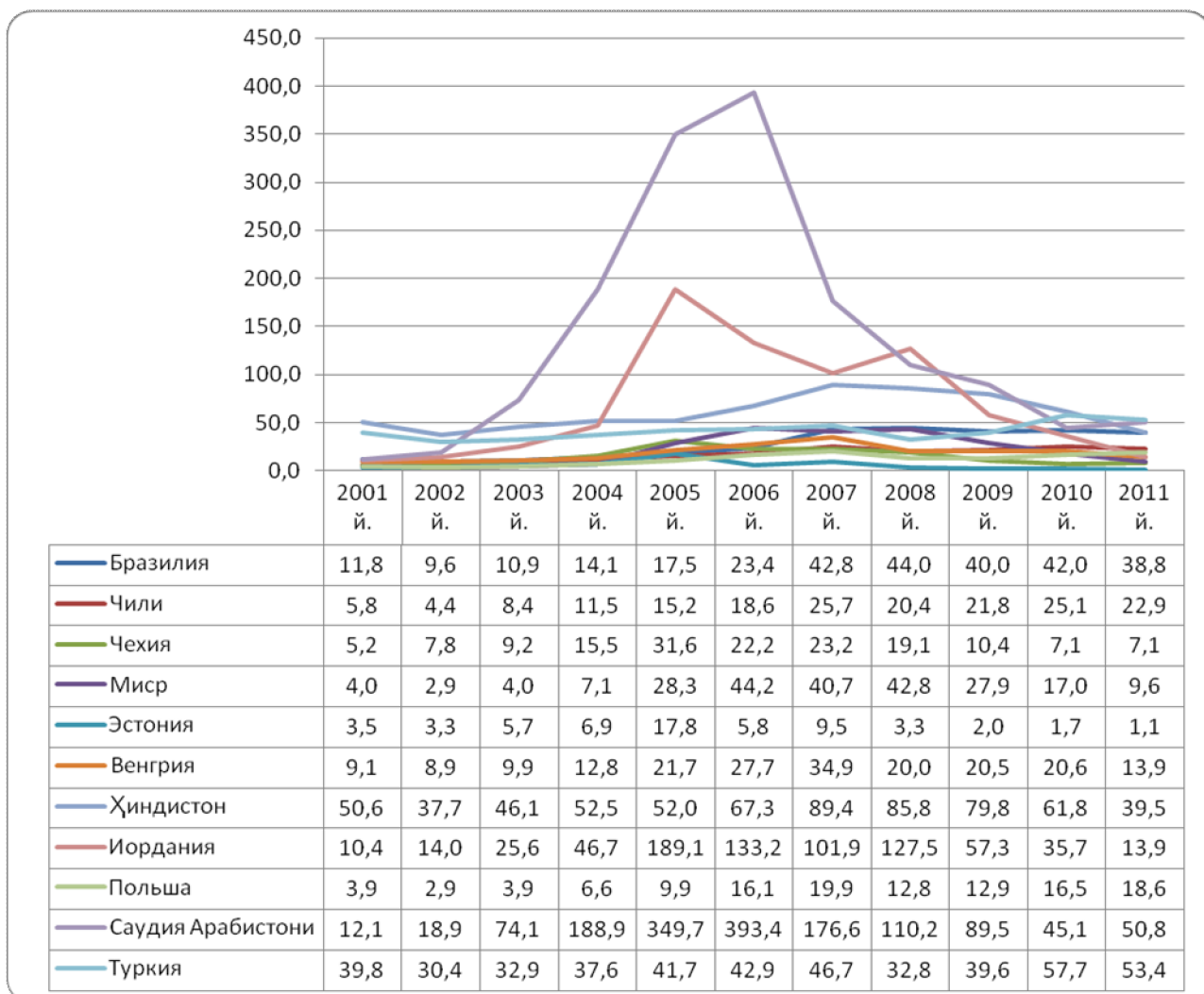
Сўнгги ўн йилликларда миллий фонд бозорларининг ўзаро интеграциялашувининг кучайиши натижасида молиявий глобаллашув жараёни тобора кенгайиб борди. Яъни, миллий фонд бозорларининг ўзаро интеграциялашуви ва уларнинг ҳаракат тенденциялари ўзаро синхрон кечгани, демак ўзаро боғлиқлиги, ҳозирга келиб жаҳон қимматли қоғозлари бозорининг бир бутун архитектурасини шаклланганлигини ва унинг молиявий глобаллашувнинг асосий шаклларида бири эканлигини англатади. Зеро молиявий глобаллашув шароитида халқаро миқёсда интеграллашган фонд бозорлари жаҳон иқтисодиётидаги тенденцияларни ўзида сезгир акс эттириши билан характерланади.

Ушбу фикрни гипотеза сифатида қабул қилиб, уни текшириш учун жаҳондаги асосий ривожланаётган мамлакатларнинг фонд бозорларини жаҳон банки (WDI 2010), Халқаро валюта фонди (ХВФ), Жаҳон фонд биржалари федерацияси (ЖФБФ), Standard & Poor's (S&P) ва бошқа тегишли ташкилотлар статистик базасининг маълумотларига асосан тизимли таҳлил қиламиз.

Ушбу ташкилотлар ва WDI 2010 маълумотлар базасига асосан жаҳондаги ривожланаётган мамлакатларнинг фонд бозорларини 2001-2011 йиллар оралиғидаги савдо айланмаси (СА)ни ЯИМ нисбатан (СА/ЯИМ, %) кўрсаткичи бўйича таҳлил қилиш натижасида қуйидаги тенденцияларни кўриш мумкин.

СА/ЯИМ кўрсаткичи бўйича 2001-2011 йиллар таҳлилидан шунини кўришимиз мумкинки, инқирозгача бўлган 2001-2006 йилларда энг юқори ўсиш Саудия Арабистонида тегишли ва бу 393.4 % ташкил этган. Бундан кейинги ўринларни Иордания 189.1%, Миср 44.2%, Чехия 31.6%, Туркия 41.1%, Хиндистон 67.3% билан эгаллаб турибди. Ушбу кўрсаткич бўйича

энг паст натижалар Бразилия 23.4%, Польша 16.1% тегишли. Ушбу танлаб олинган мамлакатларнинг барчасини 2001-2011 йиллардаги СА/ЯИМ кўрсаткичи бўйича ўртача ўсиш суръати 25% ташкил этган.



1.3 -расм. Ривожланаётган мамлакатлар фонд бозорларининг 2001-2011 йиллар оралиғидаги савдо айланмасининг ЯИМга (СА/ЯИМ) нисбатан ўсиш тенденцияси, %⁹

Бундан шуни хулоса қилиш мумкинки, ривожланаётган мамлакатлар фонд бозорларининг айланмалари жаҳон молиявий-иқтисодий инқироzi (ЖМИИ) давригача барқарор ўсиш тенденциясига эга бўлган. ЖМИИ даврида эса ушбу кўрсаткич бўйича юқорида таъкидланган барча мамлакатларнинг фонд бозорида кескин ва синхрон пасайиш (ўртача 50 фоиздан ортиқ) рўй берган.¹⁰

⁹ ЖБ, ХВФ, ЖФБФ, S&P статистик маълумотлари асосида диссертант томонидан тузилди.

¹⁰ Манба: ЖБ, ХВФ, ЖФБФ, S&P статистик маълумотлари.

1.3-расмдан кўриниб турибдики, ривожланаётган мамлакатлар ичида Саудия Арабистони ва Иорданиянинг СА/ЯИМ кўрсаткичи бўйича динамикаси бошқа мамлакатлардан бирмунча фарқ қилган ҳамда инқирозга бўлган даврда юқори ўсиш тенденциясига эга бўлган. Қолган барча тўққизта мамлакат фонд бозорларининг СА/ЯИМ кўрсаткичи бўйича динамикаси синхрон бўлиб, барча ўзгаришлар деярли бир-биридан катта фарқ қилмаган.

Юқоридаги 1.3-расм маълумотларини корреляцион таҳлил қилганимизда жаҳондаги ривожланаётган мамлакатлар фонд бозорларининг СА/ЯИМ кўрсаткичи бўйича ўзаро юқори даражада корреляцион боғлиқлик мавжудлигини кўрамиз (1.1-жадвал).

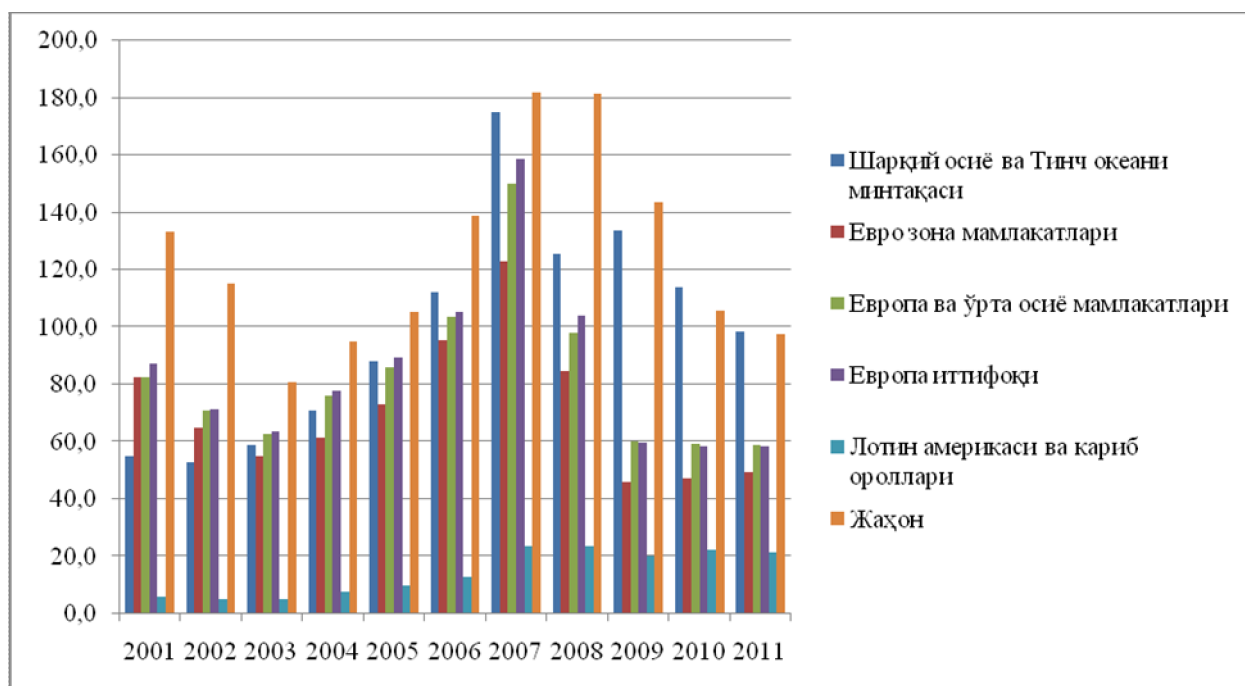
1.1- жадвал.

Ривожланаётган мамлакатлар фонд бозорларининг 2003-2010 (1 яр.й) йиллардаги савдо айланмасининг корреляцияси (СА/ЯИМ), %¹¹

	Бразилия	Чили	Чехия	Миср	Эстония	Венгрия
Бразилия	1	0,97	0,97	0,91	0,93	0,96
Чили		1	0,92	0,86	0,90	0,91
Чехия			1	0,98	0,98	0,99
Миср				1	0,99	0,99
Эстония					1	0,73
Венгрия						1
	Индия	Иордания	Польша	Саудия Арабистон	Турция	
Бразилия	0,88	0,92	0,99	0,99	0,99	
Чили	0,94	0,87	0,96	0,97	0,98	
Чехия	0,75	0,98	0,98	0,98	0,95	
Миср	0,64	0,99	0,93	0,94	0,90	
Эстония	0,72	0,99	0,95	0,96	0,92	
Венгрия	0,73	0,99	0,97	0,97	0,94	
Индия	1	0,66	0,85	0,86	0,89	
Иордания		1	0,94	0,94	0,90	
Польша			1	0,99	0,99	
Саудия Арабистон				1	0,99	
Турция					1	

¹¹ ЖБ, ХВФ, ЖФБФ, S&P статистик маълумотлари асосида диссертант томонидан тузилди.

Ушбу кўрсаткич бўйича энг кучли боғланишни қуйидаги жуфтликларда (1.1-жадвал) кузатиш мумкин: Бразилия-Туркия 0.99, Венгрия-Чехия 0.99, Миср-Иордания 0.99, ўртача боғлиқлик Хиндистон-Полша 0.85, Чили-Миср 0.86, Саудия Арабистони-Хиндистон 0.86. Сезиларли боғлиқлик Хиндистон-Миср 0.64, Иордания-Хиндистон 0.66, Эстония-Хиндистон 0.72 мамлакатларига тўғри келади. Бунда Хиндистон фонд бозорининг СА/ЯИМ кўрсаткичи бўйича бошқа давлатлар билан нисбатан паст боғлиқлигини таъкидлаш мумкин.



1.4- расм. Жаҳондаги асосий иқтисодий минтақалар бўйича фонд бозорининг 2001-2011 йиллардаги капитализациясининг динамикаси (ЯИМга нисбатан %да)¹²

Жаҳон фонд бозорларининг капиталлашув даражасини таҳлил қилганда уларнинг жаҳондаги асосий иқтисодий минтақалар билан ўзаро таққослаш, халқаро фонд бозори активларини баҳолаш амалиёти учун муҳим аҳамиятга эга. 2007-2008 йилларда жаҳон бўйича акциялар бозори капитализацияси ЯИМга нисбатан 180 фоизни ташкил этган бўлса, 2011 йилда бу кўрсаткич 100%ни ташкил этган. Жаҳондаги европа иттфоқи ва евро зона мамлакатлари жаҳон акциялар бозори

¹²ЖБ, ХВФ, ЖФБФ, S&P статистик маълумотлари асосида диссертант томонидан тузилди.

капиталлашувни ҳаракатга келтирувчи асосий куч ҳисобланади, яъни унинг ўзгариши ва жаҳон акциялар бозори ўзгаришларини қарийб барчасини ўзида акс эттиради (1.4-рasm қаранг).

Ривожланган мамлакатлар фонд бозоридаги асосий тенденцияларни ўрганмай туриб, ривожланаётган мамлакатлар фонд бозорларидаги ўзгаришларга тўғри ва аниқ баҳо беришнинг имконияти мавжуд эмас. Шундай экан, иқтисодиёти ривожланган ва ҳозирда жаҳон иқтисодиётида етакчи ўринларда турувчи мамлакатлар Канада, Хитой, Франция, Германия, Италия, Япония, Буюк Британия, АҚШ мамлакатлари фонд бозорларида акциялар бозори капиталлашуви 2006-2009 йилларгача бўлган даврий оралиқда ортиб бориб, глобал молиявий иқтисодий инқироз натижасида улар айна вақтда пасайиш тенденциясига эга бўлмоқда. Хусусан, 2001-2011 йиллар оралиғида Канадада 23 ф.п.га, Хитойда 71 ф.п.га, Японияда 27 ф.п.га ўсиш бўлган бўлса, Францияда ва Германияда 27 ф.п.га, Италияда 9 ф.п.га, Буюк Британияда 5 ф.п.га, АҚШда 79 ф.п.га пасайиш бўлган. Жаҳон бўйича эса, 35 ф.п.га пасайган (1.2-жадвалга қаранг).

1.2-жадвал

Ривожланган мамлакатлар фонд бозорининг 2001-2011 йиллардаги капитализациясининг динамикаси (ЯИМга нисбатан %да)¹³

	2001 й.	2002 й.	2003 й.	2004 й.	2005 й.	2006 й.	2007 й.	2008 й.	2009 й.	2010 й.	2011 й.
Канада	64,5	55,3	54,0	65,9	74,5	100,9	115,5	117,8	92,7	86,6	87,6
Хитой	33,9	22,9	29,1	38,7	26,0	60,3	223,0	121,0	179,4	135,4	104,8
Европа иттифоқи	87,3	71,3	63,7	78,0	89,3	105,3	158,6	104,0	59,6	58,3	58,3
Франция	80,5	64,4	61,6	68,9	71,4	111,0	132,4	115,3	52,1	57,6	53,2
Германия	75,5	61,5	47,3	51,6	63,7	85,7	101,2	85,7	39,1	42,8	48,8
Италия	49,1	44,1	43,8	46,3	62,4	72,9	108,8	29,0	21,8	26,4	40,4
Япония	43,9	39,5	52,8	73,7	109,3	143,5	149,1	121,2	83,3	78,0	70,9
Испания	137,7	147,7	105,8	114,4	137,7	156,2	205,5	153,1	109,8	98,6	96,1
Буюк Британия	126,8	119,2	119,2	168,7	181,5	172,9	365,4	244,9	155,8	133,3	121,5
АҚШ	283,8	239,6	140,2	164,1	171,2	249,9	305,2	450,2	336,3	211,2	205,1
Жаҳон	133,1	115,1	80,7	94,9	105,6	139,0	181,8	181,7	143,6	105,8	97,7

¹³ЖБ, ХВФ, ЖФБФ, S&P статистик маълумотлари асосида диссертант томонидан тузилди.

Юқоридаги услуб бўйича ривожланаётган мамлакатлар фонд бозорларининг капитализацияси (листингдаги компаниялар акцияларининг ЯИМга нисбати, %) кўрсаткичини 2003-2010 (1 яр.й) йиллар оралиғидаги маълумотларни таҳлил қилиш натижасида қуйидаги тенденцияни кўриш мумкин. ЖМИИгача бўлган даврда энг юқори ўсиш суръати Иорданияга тегишли бўлиб, бу кўрсаткич 222.1% ташкил этган.

1.3- жадвал

Ривожланаётган мамлакатлар фонд бозорлари капитализациясининг 2003-2010 (1 яр.й) йиллардаги корреляцион боғлиқлиги, %¹⁴

	Бразилия	Болгария	Камбодже	Хорватия	Египет	Сальвадор
Бразилия	1	0,89	0,90	0,91	0,76	0,93
Болгария		1	0,99	0,90	0,96	0,99
Камбодже			1	0,94	0,96	0,99
Хорватия				1	0,86	0,94
Египет					1	0,94
Сальвадор						1
	Венгрия	Индия	Израиль	Иордания	Казахстан	
Бразилия	0,83	0,98	0,98	0,82	0,78	
Болгария	0,86	0,95	0,95	0,98	0,97	
Камбодже	0,91	0,96	0,96	0,98	0,95	
Хорватия	0,98	0,93	0,94	0,89	0,81	
Египет	0,85	0,86	0,86	0,86	0,98	
Сальвадор	0,89	0,98	0,98	0,97	0,94	
Венгрия	1	0,86	0,87	0,86	0,78	
Индия		1	0,99	0,90	0,88	
Израиль			1	0,91	0,87	
Иордания				1	0,98	
Казахстан					1	

Кейинги ўринларни Миср 59.4%, Исроил 53.8%, Хиндистон 42.8% билан эгаллаб турган бўлса, ушбу кўрсаткич бўйича энг паст натижа Салвадор 10.8%, Венгрия 9.8% тегишли. Умуман олганда танлаб олинган мамлакатларнинг барчасида 2003-2010 (1 яр.й) йиллардаги фонд бозорининг капитализацияси кўрсаткичи бўйича ўртача ўсиш даражаси 19.8% ташкил этган. Ушбу таҳлил асосида хулоса қилиш мумкинки,

¹⁴ЖБ, ХВФ, ЖФБФ, S&P статистик маълумотлари асосида диссертант томонидан тузилди.

ривожланаётган мамлакатлар фонд бозорларининг капитализацияси кўрилган йиллар давомида синхрон равишда ўзгариб борган. Бунда ушбу йиллар давомида ўзгаришлар деярли бир-биридан катта фарқ қилмаган. Лекин, Иордания фонд бозори капиталлашуви бироз юқорироқ ҳамда Хорватия, Камбоджа, Болгария ва Бразилия фонд бозорлари капитализациясининг ўсиши бироз сустроқ бўлганини таъкидлаш лозим. Қайд этилган кичик оғишлар ривожланаётган мамлакатлар фонд бозорлари капитализациясининг синхронлигини инкор эта олмайди.

Маълумотларини корреляцион таҳлил қилганимизда жаҳондаги ривожланаётган мамлакатлар фонд бозорлари капитализацияси бўйича ўзаро боғлиқлик даражасини жуда юқори деб баҳолаш мумкин (1.3-жадвал). Ушбу кўрсаткич бўйича (1.3-жадвал) энг кучли боғланиш куйидаги жуфтликларда Болгария-Салвадор 0.99, Камбоджа-Салвадор 0.99, Болгария-Камбоджа 0.99, Венгрия-Хорватия 0.98, уларга нисбатан камроқ корреляцион боғлиқлик Хиндистон-Миср 0.86, Исроил-Венгрия 0.87, Қозоғистон-Исроил 0.87, нисбатан пастроқ боғлиқлик Венгрия-Қозоғистон 0.78, Бразилия-Миср 0.76 мамлакатларига тўғри келади.

Биринчи боб бўйича хулосалар

Таҳлил натижасида хулоса қилиб айтиш мумкинки, миллий фонд бозорларининг ўзаро интеграциялашуви ва уларнинг ҳаракат тенденциялари ўзаро синхрон кечгани, демак ўзаро боғлиқлиги, ҳозирга келиб жаҳон қимматли қоғозлари бозорининг бир бутун архитектурасини шаклланганлигинидан ва унинг молиявий глобаллашувнинг асосий шаклларида бири эканлигидан далолат беради. Демак, келажакда Ўзбекистон фонд бозори ҳам шундай тенденцияга эга бўлиши мумкин.

1. Миллий фонд бозорнинг иқтисодиётдаги ролини тизимли тадқиқ қилиш ва ривожлантиришнинг методологик базиси қилиб Ўзбекистон Республикаси Президенти И.А.Каримовнинг фундаментал асарлари ва иқтисодий системологияни танлаш мақсадга мувофиқ.

2. Фонд бозоридаги инвестициялар, жамғармалар, иқтисодий ўсиш, инфляция, давлат институтлари сифати ва монетизация ўртасида кучли боғлиқлик мавжудлиги фонд бозорининг иқтисодиётдаги ролини аҳамиятли эканлигини билдиради. Бунда ушбу кўрсаткичлар бўйича ривожланаётган мамлакатлар фонд бозори тизимли таҳлили бундай индикаторлар (портфел инвестициялардан ташқари) ўртасида етарли даражада боғлиқлик мавжудлигини кўрсатди, бу эса Ўзбекистон учун иқтисодиётни модернизациялаш ва индустриал ўсиш, ишлаб чиқаришни диверсификациялаш ва техник жихатдан янгилаш, инновацион технологияларни кенг қўллашга йўналтирилган давлатнинг макроиқтисодий сиёсати доирасида жаҳон фонд бозорига интеграциялашуви ва мамлакат фонд бозорининг ролини ошириш ишида муҳим аҳамият касб этади.

II-БОБ. ТЕЗ СУРЪАТЛАРДА РИВОЖЛАНАЁТГАН МАМЛАКАТЛАРДА ФОНД БОЗОРИНИНГ РИВОЖЛАНИШНИНГ АМАЛДАГИ ҲОЛАТИ

2.1. Фонд бозорининг ривожланишининг босқичлари ва тенденциялари

Давлатимизнинг макроиқтисодий сиёсати ва унинг негизда амалга оширилаётган 2009-2012 йилларда инқирозга қарши чора-тадбирлар дастури, 2011-2015 йилларда молия-банк тизимини ривожлантириш, 2011-2015 йилларда саноатни ривожлантириш дастурлари доирасида фонд бозорининг ролини баҳолаш ва ошириш муҳим масала ҳисобланади. Бунинг учун мамлакатимизда етарли макроиқтисодий шароит ва қулай инвестицион муҳит яратилган, зарурий ресурслар мавжуд. Ушбу масалани доирасида (тадқиқот ишимизнинг I-бобда олинган натижаларни ҳисобга олган ҳолда) қуйидаги саволларга макро сатҳда жавоб топиш ўринли: “фонд бозорининг инструментал ва институционал тузилмалари қандай тавсифланади?”, “фонд бозорининг ривожланиш тенденцияси қандай кечмоқда?”, “Давлатнинг макроиқтисодий сиёсати талабларига фонд бозори қай даражада жавоб бермоқда ва бунда унинг салмоғи ЯИМга нисбатан қанча?”, “фонд бозори орқали иқтисодиётга хусусий инвестицияларни жалб қилиниши етарлими?”

Қўйилган биринчи саволга жавоб тариқасида айтиш мумкинки, Ўзбекистонда фонд бозор тузилмаси 1.2-расмда келтирилган моделга асосан шаклланган бўлиб (2.1-жадвал), у асосан давлат томонидан мувофиқлаштирилади ва назорат қилинади, лекин унда ҳозирча ўз-ўзини мувофиқлаштириш институтлари (ЎЎМИ) мавжуд эмас. Ушбу 2.1-жадвал таҳлили қуйидаги тенденцияни кўрсатади. Акция эмитентлари йилдан йилга камайган – 2005 йилда 2114 бўлган бўлса, 2012 йилда уларнинг сони 1192 бўлган. Бунга сабаб – акциядорлик жамиятлари фаолиятига талабларнинг кучайиши бўлган ва уларнинг устав фонди 400,0 минг АҚШ

долларидан кам бўлмаган миқдорга етказилиш 2008 йилнинг ўртасидан бошлаб талаб қилинган.

2.1-жадвал

Фонд бозори институционал тузилмаси ва унинг кўрсаткичлари динамикаси¹⁵

Қимматли қоғозлар индустрияси институтлари (сонда)	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Акция эмитентлари	2114	2017	1925	1822	1619	1402	1331	1192
Корпоратив облигация эмитентлари	9	1	-	46	23	39	40	41
Тижорат банклари	29	28	29	30	30	34	31	30
Суғурта компаниялари	25	26	27	30	31	34	32	30
Инвесторлар, шу жумладан:	1029372	1106960	1193712	1203230	1345121	1359047	1443478	1511260
Жисмоний шахс	1001761	1068106	1113750	1121720	1221342	1234364	1289910	1336501
Юридик шахс	27611	38854	79962	81510	123779	124683	153568	174759
Фонд биржаси ва фонд бўлими	2	2	2	2	2	2	2	2
Профессионал иштирокчи	318	312	300	221	153	118	102	91
Инвестиция воситачиси	91	89	92	99	61	34	33	31,1238
Инвестиция компания	12	12	12	йўқ	йўқ	йўқ	йўқ	йўқ
Инвестиция маслаҳатчи	25	24	22	21	17	15	13,4667	11,4095
Депозитарий	36	38	38	37	34	30	29	28
Реестр юритувчи	46	47	47	йўқ	йўқ	йўқ	йўқ	йўқ
Бошқарувчи компания	65	65	58	51	26	23	20	17
Инвестиция фонди (ИФ)	17	13	11	10	7	7	7	7
Хусусийлаштири ш ИФ	8	5	2	2	2	2	2	2
Хисоб-клиринг палата	2	2	2	2	2	2	2	2
Номинал тутиб турувчи	16	15	15	йўқ	йўқ	йўқ	йўқ	йўқ
Биржадан ташқари савдо тизими	1	2	2	2	2	2	2	2
Трансфер-агент	-	-	-	-	2	3	3	3

¹⁵ Маъна: ҚҚБМН Маркази маълумотлари.

Мамлакатимиз фонд бозори ривожланишига баҳо бераётганда унинг марказий осийё давлатлари билан ўзаро солиштириш муҳим аҳамиятга эга. Тадқиқотларимиз кўрсатадики, Қозоғистон, Қирғизистон, Ўзбекистон фонд бозорида акциялар капиталалшув даражаси ўртача ЯИМга нисбатан 1%ни ташкил этади. Бу кўрсаткич, Россияда 62%ни, Сингапурда 106%ни, БААда 4,4%ни, Малайзияда 45%ни, Филипинда 15%ни, жаҳонда 98%ни ташкил этади (2.2-жадвалга қаранг).

2.2-жадвал

Осиё мамлакатларида акциялар бозори капиталлашуви (ЯИМга нисбатан %да)¹⁶

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Қозоғистон	0,3	0,6	0,8	2,2	1,9	4,9	8,5	2,6	3,5	1,5	0,6
Қирғизистон	1,2	1,5	0,6	3,0	0,5	3,5	3,7	2,2	1,4	0,2	0,1
Малайзия	22,4	27,4	45,5	48,0	34,8	41,1	77,5	36,9	36,1	36,5	44,8
Филиппин	4,1	3,8	3,1	4,0	6,7	9,2	19,6	9,9	10,2	13,4	14,6
Россия	7,5	10,5	18,8	22,1	20,9	52,0	58,1	33,9	55,8	53,8	61,7
Сингапур	69,5	62,0	94,1	74,4	97,0	132,5	228,1	162,4	143,4	132,4	105,9
Бирлашган араб амирлиги	0,1	0,3	0,8	3,0	79,2	50,9	58,2	46,0	24,3	9,2	4,4
Ўзбекистон	0,1	0,2	0,2	0,0	0,3	0,1	0,4	0,3	0,0	0,1	0,2
Жаҳон	133,1	115,1	80,7	94,9	105,6	139,0	181,8	181,7	143,6	105,8	97,7

Корпоратив облигациялар эмитентлари сони 2008 йилда кескин ўсган. Зеро 2006 йилдан бошлаб бундай облигацияларни чиқариш фақат очик акциядорлик жамиятларига рухсат берилган бўлиб, унинг эмиссиясига талаблар кескин ортган. Аммо 2009 йилда уларнинг сони 2 баробарга пасайган.

Тижорат банклари ва суғурта компаниялари сони барқарор бўлиб, уларнинг фонд бозордаги фаоллиги охириги 4 йилда 3 баробарга ортган.

Инвесторларнинг сони йилдан йилга ошиб борган – 2012 йилда 2005 йилга қараганда 47 фоизга ортган. Бунда инвестор-жисмоний шахсларнинг

¹⁶ ЖБ, ХВФ, ЖФБФ, S&P статистик маълумотлари асосида диссертант томонидан тузилди.

сони юридик шахсларга нисбатан 13 фоизни ташкил этади. Лекин юридик шахсларнинг инвестициялари ҳажми 88 фоизни ташкил этади.

Профессионал иштирокчиларнинг сони 2012 йилда 2005 йилга қараганда 3 баробарга камайган. Бунга сабаб – уларга нисбатан иқтисодий меъёрларнинг ортгани (2.3-жадвал) ва малакавий талабларнинг кучайгани.

2.3-жадвал.

Фонд бозори профессионал иштирокчиларига қўйилган иқтисодий меъёрлар (2009 йил 1 январдан кучга кирган)¹⁷

№	Фаолият тури	Микдори, валютада
1	Инвестиция фонди	400,0 минг. АҚШ долл.
2	Инвестиция воситачиси	50,0 минг. Евро
3	Депозитарий	100,0 минг. Евро
4	Бошқарувчи компания	50,0 минг. Евро
5	Инвестиция маслаҳатчиси	10,0 минг. Евро
6	Хисоб-клиринг палатаси	100,0 минг. Евро
7	Трансфер-агент	20,0 минг. Евро
8	Биржадан ташқари савдо ташкилотчиси	200,0 минг. Евро

Қимматли қоғозларнинг тури ва эмитентига қараб фонд бозори қуйидаги сегментларга ажратилган:

1) давлат облигациялари – давлатнинг қисқа муддатли купонсиз облигациялари (ДМҚО), давлатнинг ўрта муддатли ғазна мажбуриятлари (ДЎМҒМ), Марказий банк облигациялари (МБО) – сегменти;

2) корпоратив қимматли қоғозлар сегменти – акциялар ва корпоратив облигациялар;

3) банк сертификатлари сегменти (депозит сертификатлари – ДС, жамғарма сертификатлари – ЖС).

фонд бозорнинг биринчи икки сегментида қимматли қоғозлар бирламчи ва иккиламчи тарзда муомалада бўлади. Бунда қимматли қоғозлар ташкиллашган савдо тизимлари (фонд биржасида ва биржадан ташқари электрон савдо тизимлари)да ва ташкиллашмаган тарзда (депозитарий ва нотариат орқали) муомала объекти бўлади.

Юқорида қўйилган иккинчи саволга жавоб тариқасида 2.4-жадвалдаги тенденцияни кўрсатиш мумкин.

¹⁷ Манба: Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг “фонд бозор тўғрисида”ги қонунини амалга ошириш бўйича чора-тадбирлар тўғрисидаги 2008 йил 29 январдаги 284-сонли қарори.

2.4-жадвал

Ўзбекистонда фонд бозор ривожланишининг тенденциялари¹⁸

Кўрсаткич	Йиллар							
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Чиқарилган акциялар сони, млн. дона	4623	2093,7	2928	3761,5	2145,2	1774,1	1561,9	1183,2
Акция эмиссиялари сони	214	113	118	128	245	335	293,3	322,2
Акция бозорининг савдо ҳажми, млрд.сум, шу жумл.:	142,5	330,79	389,72	705,7	748,1	1477,3	1656,5	2042,2
Бирламчи бозорда, млрд.сум	61,578	53,33	268,77	483,4	560,4	929,9	1104,4	1327,7
-ташқиллашган бозорда	1,72	2,77	135,11	31	18,5	20,3	142,321	193,0
-ташқиллашмаган бозорда	59,85	50,56	133,66	452,4	541,9	909,5	962,1	1134,7
Иккиламчи бозорда, млрд.сум	53,8	218,2	120,95	222,3	187,7	547,3	552,1	714,6
-ташқиллашган бозорда	26,3	115,3	77,45	87,9	73,4	44,8	14,2	122,2
-ташқиллашмаган бозорда	27,5	102,9	43,5	134,4	114,3	502,5	537,9	592,4
Корпоратив облигациялар ҳажми, млрд.сум, шу жумл.:	11,106	0,012	4,5	5	1,5	203,8	200,1	254,6
-бирламчи бозорда	11,7	2,3	4,5	2,2	0,9	165,5	173,2	180,9
-иккиламчи бозорда	12,1	9	2,7	0,4	0,6	38,3	26,9	73,7
ДҚМО, млрд.сум	18,2	1,5	68,4	45,5	с.й.	с.й	с.й	с.й
ДЎМҒМ, млрд.сум	36,1	57,6	м.й.	м.й.	29,4	м.й	м.й	м.й
МБО, млрд.сум	2,9	206	м.й.	м.й.	с.й.	с.й	с.й	с.й
ДС, млрд.сум	34,7	50,3	68,1	м.й.	5,5	м.й.	м.й.	м.й.
ЖС, млрд.сум	440,3	670,4	990,1	1500	202	м.й	м.й	м.й

Ушбу 2.4-жадвал таҳлили қуйидаги тенденцияни кўрсатади.

Йиллик акция эмиссиялари ҳажми 2012 йилда 2005 йилга қараганда қарийиб 4 баробарга камайган, лекин бунда тижорат банкларининг эмиссион фаолияти кескин кўтарилган (бунга сабаб – банklar капиталига иқтисодий меъёрларнинг ортгани).

Акциялар бозорининг ҳажми йилдан йилга ошиб борган. Бунда энг катта ўсиш 2008 йилда кузатилади (2007 йилга нисбатан 1,7 баробар ортган). 2009 йилда эса 2008 йилга нисбатан 1,06 баробарга ошган. Zero ташқиллашмаган бозор ташқиллашган бозорга қараганда сезиларли ошиб борган (бирламчи бозор бўйича 2009 йилда тахминан 28,5 баробарга,

¹⁸ Манба: фонд бозорФМН Маркази маълумотлари. Изох: с.й. – савдо йўқ (бўлмаган), м.й. – маълумот йўқ.

иккиламчи бозор бўйича эса – 1,56 баробарга ортган). 2012 йилда 2005 йилга нисбатан акциялар бозори 14 баробарга ортган. Ташкиллашмаган бозор акциялар бозорининг асосини ташкил этмоқда, яъни унинг салмоғи 2012 йилда 84%ни ташкил этган.

Корпоратив облигациялар бозори ҳажми барқарор бўлмай, 2009 йилда 2005 йилга нисбатан 7,4 баробарга пасайган. 2010 йилдан бошлаб тижорат банкларига корпоратив облигацияларни чиқариш имконининг берилиши фонд бозорида облигациялар бозорини жонлантиришга олиб келди ва унинг ҳажми ҳозирда 200 млрд. сўмдан ортқни ташкил этмоқда.

Давлат фонд бозорнинг ҳажми давлатнинг монетар ва фискал сиёсатларига мос равишда шаклланган. Масалан, ДҚМО ҳажми 2007 йилда кескин ортган (68,4 млрд.сўм), лекин 2009 йилда жаҳон молиявий-иқтисодий инқирози шароитида савдо бўлмаган. Шунга ўхшаш банк сертификатлари ҳажми давлатнинг монетар сиёсатиға мос равишда банкларнинг кредит-пул сиёсати доирасида ўзгарган.

2.5-жадвал.

Акциялар бозори орқали жалб қилинган хорижий инвестициялар салмоғи¹⁹

Кўрсаткич	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Хорижий инвестициялар ҳажми, %	107,0	109,3	122,9	128,3	124,8	126,3
Акциялар бозори орқали, %	8,8	5,1	4,4	11,5	4,0	6

Зеро акциялар бозори капитализациясининг ЯИМга нисбати, Жаҳон банкининг расмий маълумотиға кўра, ўзгармай қолмоқда. Таҳлил асосида хулоса қилиб айтиш мумкинки, Ўзбекистон фонд бозорнинг миллий иқтисодиётдаги роли ҳанузгача пастлиғича қолмоқда. Демак, миллий фонд бозор давлатнинг замонавий макроиқтисодий сиёсати ва унинг асосида изчил амалға оширилаётган 2009-2012 йилларда инқирозға қарши чоратadbирлар дастури, 2011-2015 йилларда молия-банк тизимини

¹⁹ Манба: ТИФ, И ва С вазирлиги, Давлат статистика қўмитаси ва фонд бозорФМН Маркази маълумотлари ҳамда 2.3- ва 2.4-жадваллар асосида муаллиф томонидан ҳисоблаб топилган.

ривожлантириш ва 2011-2015 йилларда саноатни ривожлантириш дастур, талабларига тўлиқ жавоб бермаяпти.

Шу ўринда, 2.5-жадвалдаги тенденцияни юқорида кўйилган охириги – тўртинчи – саволга жавоб сифатида қараш мумкин.

Бунда 2.5-жадвал таҳлили қуйидаги тенденцияни кўрсатади.

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

Юқорида олинган таҳлилий натижалардан келиб чиқиб айтишимиз мумкинки, миллий фонд бозорининг иқтисодиётдаги роли жуда ҳам паст. фонд бозори Давлатнинг макроиқтисодий сиёсати ва ўзининг салоҳияти ва имкониятидан тўлиқ фойдалана олмаяпти.

Агарда юқоридаги 2.5-жадвал маълумотлари асосида фонд бозор орқали жалб қилинган инвестицияларни иқтисодиётимизга киритилган жами инвестицияларга нисбатан таҳлил қиладиган бўлсак, ушбу кўрсаткич бўйича 2005-2008 йилларда бирмунча ўсишга эришилиб, 2008 йилда 11,5 фоизни ташкил этган. 2009 йилда эса ушбу кўрсаткич 4,0 фоизга тушиб қолди.

2.2. Фонд бозорида активларни баҳолаш амалиёти

Ривожланган ва ривожланаётган мамлакатларнинг хусусийлаштириш тажрибасидан маълумки, корхоналарни давлат тасарруфидан чиқариш натижасида шаклланган акциядорлик капитали тузилмаси хусусийлаштирилган компанияларнинг молиявий натижасига ва фонд

бозоридаги эмиссион-инвестицион фаоллигига бевосита таъсир кўрсатади.²⁰ Бунда имконияти кам бўлган миноритар (майда) акциядорларни компания корпоратив бошқарувига сушт жалб қилиниши, шунингдек, фирмаларни реструктуризациялаш ишларини орқага тортган ёки тўсиқ қўйган акциядор-ходимларнинг ўзига хос бўлган манфаатларини устувор бўлиши энг муҳим муаммо бўлиб ҳисобланади.

Ўзбекистон Республикасининг Фуқаролик кодексига мувофиқ номоддий активларнинг асосий турлари аниқланган, Баҳолаш нуқтайи назаридан номоддий активларга: ё моддий – ашёвий шаклга эга бўлмаган, ёки моддий – ашёвий шакли улардан хўжалик фаолиятида фойдаланиш учун муҳим аҳамиятга эга бўлмаган; даромад келтиришга қодир бўлган; узок (бир йилдан ортиқ) давр мобайнида фойдаланиш мақсадида харид қилинган активларни киритиш мумкин.

Номоддий активларни тўртта асосий гуруҳга бўлиш мумкин:

1. Интеллектуал мулк.
2. Мулкый ҳуқуқлар.
3. Кечиктирилган ёки муддати чўзилган харажатлар.
4. Фирманинг нархи (гудвил).

Интеллектуал мулк доирасида қуйидагилар ажратилади:

- саноат мулки объектларидан фойдаланиш ҳуқуқи (ихтиро, фойдали моделлар, саноат намуналари, товар белгилари ва хизмат кўрсатиш белгилари, фирма номи, товарлар келиб чиқиш жойининг номи ва ноинсоф рақобатни олдини олиш чоралари);
- ишлаб чиқариш сирларидан фойдаланиш ҳуқуқи (ноу – хау);
- муаллифлик ҳуқуқи ва аралаш ҳуқуқлар объектларидан фойдаланиш ҳуқуқи: барча турдаги илмий, адабий, бадий асарлар, ЭҲМ учун дастурий маҳсулотлар ва маълумотлар базаси, интеграл микросхемалар топологияси ҳуқуқи.

²⁰ Шоҳаъзамий Ш.Ш. Основы теории и практика экономики приватизации.-Т.: Ибн Сино, 2004.-852 с.; Основы приватизации, рынок ёё объектов и услуг. -Т.: Ибн Сино, 2004.-928 с.

Номоддий активларнинг иккинчи гуруҳи - мулкӣ ҳуқуқлар (ер участкалари, табиӣ ресурслар, сув объектларидан фойдаланиш ҳуқуқи). Белигиланган шаклдаги ҳужжатлар бундай ҳуқуқларнинг тасдиғи бўлиб хизмат қилади.

Корхонанинг ўз фаолиятида фойдаланиладиган хўжалик воситалари унинг активлари ҳисобланади. Бозор иқтисодиёти амалиётида активлар уларга ташкилот эгалик қиладиган ёки хўжалик фаолияти натижасида унинг назорати остида турган бўлажак иқтисодӣ манфаатлар сифатида аниқланади. Активлар маҳсулотлар ишлаб чиқариш, истеъмол қилиш ва алмашиш учун фойдаланиладиган иқтисодӣ ресурсларни ўзида намоён этади. Айланма воситалар таркибига захиралар (шу жумладан, хомашё, материаллар ва ҳ.к.), арзон ва тез эскирувчи буюмлар, харажатлар (шу жумладан, тугалланмаган ишлаб чиқаришдаги харажатлар, шунингдек, келгуси даврлар харажатлари), тайёр маҳсулот. юкланган товарлар (бажарилган ишлар ёки кўрсатилган хизматлар), дебиторлик қарзлари, қисқа муддатли молиявий қўйилмалар, пул активлари (шу жумладан, ҳисоб-китоб рақамидагс ва ғазнадаги пуллар) киради. Шундай қилиб, айланма активларига нормал кечаётган ишлаб чиқариш даври мобайнида ёки агар давр қисқа бўлса, йил даврида яна нақд пулга айланиши лозим бўлган воситалар киради.

Айланма активларни баҳолаш концепсиясининг асосида тарихий қиймат ва ҳақиқӣ таннарх тамойиллари ётади. Таъкидлаш лозимки, мазкур концепсия доирасида маълум ҳолатларда бозор қиймати бўйича баҳолаш усуллари қўллаш имконияти истисно этилмайди.

Захираларни (шу жумладан, асосӣ ва ёрдамчи материалларни, ёқилғи, ярим тайёр маҳсулотлар ва бутловчи қисмлар, эҳтиёт қисмлар, жойлаш ва ташиш учун идишлар, шунингдек, бошқа шунга ўхшаш моддий ресурсларни) баҳолаш ҳақиқӣ таннарх тамойилидан келиб чиқиб амалга оширилади. Корхона захираларини ташкил этувчи моддий ресурсларнинг ҳақиқӣ таннархи тайёрлаш ёки харид қилиш харажатларидан (шу

жумладан, кредитга сотиб олганлик учун фоизлар тўлаш, воситачилик мукофотлари, божхона тўловлари ва ҳ.к.) ташкил топади.

Бунда шуни назарда тутиш лозимки, таъсисчилар томонидан устав сармоясига улуш сифатида киритилган моддий-ишлаб чиқариш захираларининг ҳақиқий таннархи таъсисчилар билан келишилган ва корхонанинг таъсис ҳужжатларида рўйхатга олинган пул баҳосидан келиб чиқиб аниқланади. Ушбу ҳолатда қийматнинг қолдиқ баланс ва бошқа турлари қўлланиши мумкин. Агар моддий-ишлаб чиқариш захиралари корхона томонидан бепул олинган бўлса, у ҳолда уларни баҳолаш учун кириш қилиш санасида бозор қийматидан фойдаланилади.

Ишлаб чиқаришга ҳисобдан чиқариладиган моддий ресурсларни. баҳолаш қуйидаги усулларнинг бири бўйича амалга оширилиши мумкин: вақт бўйича дастлабки харидлар таннархи бўйича; вақт бўйича сўнгги харидлар таннархи бўйича; ўртача таннарх бўйича.

Захираларни баҳолашнинг танланган усулига қараб сотувдан тушумга мос келувчи сотилиш таннархи ўлчанади. Доимий равишда ўсиб турадиган нархлар шароитида дастлабки усулдан фойдаланиш ҳолларида сотилган маҳсулот (ишлар, хизматлар)нинг таннархи пасаяди ва бунинг оқибатида фойда кўрсаткичи ошади. Шу билан бирга, захиралар қолдиғининг баҳолаш қиймати ҳам ортади. Иккинчи усулдан фойдаланиш ҳолларида таннарх, аксинча, ортади, фойда эса пасаяди. Захиралар қолдиғининг баҳолаш қиймати ҳам ушбу ҳолатда пасайган бўлади.

АҚШ ва тез эскирувчи буюмларни баҳолашда уларни ушбу тоифага киритишнинг тўғрилиги олдиндан текширилади. Унга хизмат қилиш муддати бир йилдан ошмайдиган буюмлар, шунингдек, белгиланган меъёрдан ортиқ бўлмаган қийматга эга бўлган буюмлар киради. Ушбу буюмларни баҳолаш дастлабки қиймат бўйича, яъни уларни харид қилиш ёки тайёрлаш учун ҳақиқий харажатлар бўйича амалга оширилади.

Тайёр маҳсулотни баҳолаш ҳақиқий таннарх бўйича ёки асосий воситалар, хомашё, материаллар, ёқилғи энергия. меҳнат ресурсларини

ишлаб чиқариш жараёнида фойдаланиши билан боғлиқ харажатлар ва маҳсулот ишлаб чиқаришнинг бошқа харажатларини ўз ичига олувчи меъёрий (режали) ишлаб чиқариш таннархи ёхуд харажатларнинг тўғридан-тўғри моддалари бўйича амалга оширилади.

Йўқланган товарлар (топширилган ишлар ва кўрсатилган хизматлар)ни баҳолаш тўлиқ ҳақиқий ёки меъёрий (режали) таннардан келиб чиқиб амалга оширилади.

Тугалланмаган ишлаб чиқариш харажатларини баҳолаш меъёрий ишлаб чиқариш таннархи ёхуд харажатларнинг тўғридан-тўғри моддалари бўйича, шунингдек, хомашё, материаллар ва ярим тайёр маҳсулотлар таннархи бўйича амалга оширилади. Бунда бир хил маҳсулот ишлаб чиқарилган ҳолларда тугалланмаган ишлаб чиқариш амалда қилинган харажатлар бўйича баҳоланади.

Акция қийматини харидор\инвесторла нуқтаи назаридан қуйидаги типларга бўлиш мумкин

- **тип А** – инвестор, акцияни дивидент олиш умудида харид қилади;
- **тип В** – инвестор, акцияни корхона бошқарувини эгаллаш ва кейин дивидент олиш учун харид қилади;
- **тип С** – инвестор, акцияни номаълум муддатга эгалик қилиш ва кейин юқори нархда сотишни мўлжаллайди.

Агар инвестор нерезидент бўлса сийсий вазият ҳам нахга таъсир қилади. Ишлвб чиқариш миқдори, маҳсулотнинг нархи ва акияни ўзини ўзи қоплаш шароитида акциянинг қиймати

$$C = \frac{\sum_{k=1}^T (P_k^{(d)} - P_k^{(i)} - E_k) \times \frac{1}{(1 + r^{(d)})^k}}{A}$$

бунда, $P_k^{(d)}$ – корхонанинг натижаси бўйича дивидент киримлари суммаси; $P_k^{(i)}$ – маҳсулотнинг сотувидаги имтиёзли нархдаги инвестор фойдаси; E_k – корхона қайта ташкил этишдаги харажатлар суммаси; A – чиқарилган

оддий акциялар микдори; k – ҳисоботнинг оралиқ вақт интервали; Y – лойиҳани оқлаш даври; $k\tau$ (количество временных интервалов); $r^{(d)}$ – ҳисобот давридаги капитални нисбий қадрсизланиш катталиги.

2.5 - жадвал.

Акция пакетига эгалик имконияти ва баҳолаш усуллари.

Акция пакети микдори, %	Акция пакетига эгалик имконияти	Акция баҳолаш усули
10 дан кам	Корхона устидан назорат йўқ, дивиденд олиш ва йирик акционерга акциясини сотиш имкони мавжуд.	Дивиденд ёндашуви.
10 дан 25 гача	Корхонани қарорларига таъсир қилиш имкони бор, умумий мажлис ўтказиш ташаббускори бўлиш имконига эга.	Дивиденд ёндашуви.
25 дан кўп	Корхонани ривожлантириш қарорларини мустиқил қабул қилиш имконига эга, кўп ҳолларда директорлар кенгашига номзод киритиш ҳуқуқи бор.	Акциялар даромадлилиги асосида баҳолаш.
51 дан 75 гача	Оддий ҳолатда ҳам мажлий ўтказиши мумкин, корхона ва директорлар устидан назорати мавжуд.	Дивиденд ёндашуви ёки келгуси пул тушумлари.
75 дан кўп	Махсус резолюция билан корхонани тугата олади, директорлар кенгашига кўп ўрни эгаллайди ва бош директор ловазимини ўзи эгаллаши ҳам мумкин.	Келгуси пул тушумлари ва тугаш қиймати, дивиденд ёндашуви.

Дивиденд даромади бўйича баҳолаш формуласи

$$C = \frac{D}{A \times r} \times 100\%$$

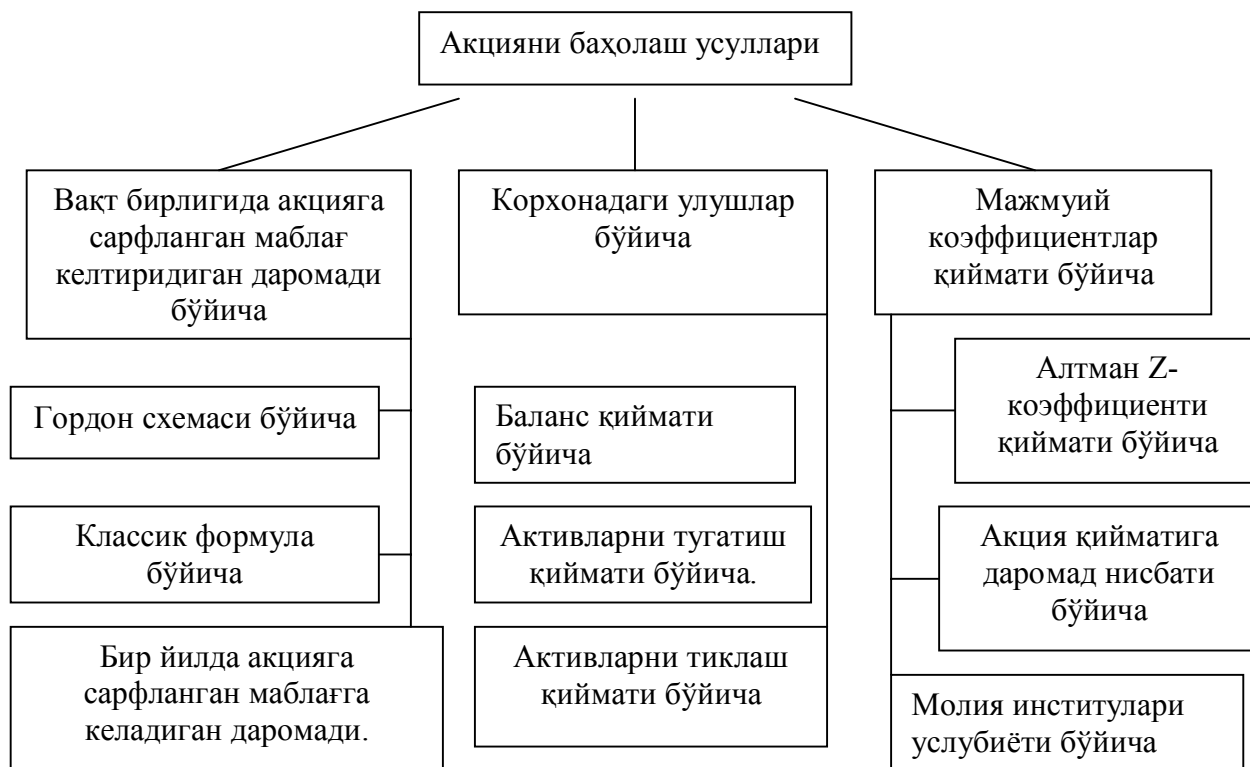
бунда, C – акциянинг ҳисоб нарх; D – оддий акциянинг дивидентлари; A – оддий акцияларнинг чиқарилагн микдори; r – даромадни ҳисобга олувчи фоиз ставкаси;

Келгуси пул тушумлари бўйича баҳолаш формуласи

$$C = \frac{\sum_{k=1}^Y D_k \times \frac{1}{(1 + r^{(d)})^k}}{A}$$

бунда, C – акциянинг ҳисоб нарх; D_k – бир вақт оралигидаги харажатлар ёки кирим; A – оддий эмисион акциялар микдори; Y – талаб қилинадиган

ҳисоб қадамлари миқдори (ўз ўзини оқлаши); k – ҳисоботнинг вақт интервали рақами; $r^{(d)}$ – капитални қадрсизланиши.



2.1 - расм. Акцияни баҳолаш усуллариини схемаси.

Гордон схемаси модели бўйича баҳолаш. У кутилаётган келгуси пул тушумлари усулини ривожланиши асосида шаклланган бўлиб, у

қуйидагича топилади
$$C = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+I)^t},$$

бу ерда, C – акцияни ҳисобланган қиймати;

D_t – вақт даврига ҳисобланган дивиденд;

I – капитал қўйилмани танлов самараси;

Айтайдик, ҳар йилига ҳисобланган дивидент ўсиши ушбунни ташкил қилса:

$$D_t = D_0 * (1+h)^t$$

бунда, D_0 – ўтган даврга ҳисобланган дивидент;

h – дивидент тўловларини кўпайиш фоизи;

Унда тенглама қуйидагича тус олади:

$$C = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_0 \times (1+h)^t}{(1+I)^t}$$

Облигацияларни баҳолаш. Доимий тўлов даражасига эга бўлган купонли облигацияларни баҳолашда тўловларнинг қатъий белгиланган фоизларидан келиб чиқиш лозим ва бу доимий фоизли тўловлар аннуитет¹ сифатида кўриб чиқилиши мумкин. Облигацияларнинг жорий қиймати ушбу ҳолатда икки қисмдан: фоизли тўловлари узиш санасигача олинган жорий дисконтланган қиймат ҳамда облигацияни сўндириш муддати келганида номинални тўлашнинг жорий дисконтланган қийматидан иборат бўлади.

Мисол. Сўндириш муддати 6 ой қолган номинал қиймати 100000 сўм бўлган, 10 фоиз талаб этиладиган даражада даромад келтирувчи облигациянинг жорий қийматини аниқлаш.

Ечиш. 6-йил охирида тўланадиган асосий қарзнинг (100000 сўм) жорий қиймати 56400 сўмга ($100000 \times 0,564$).

Аннуитетнинг жорий қиймати - 6000сўм ($0,06 \times 100000$) 10 фоиз остида 6 йил мобайнида 26130сўм ($6000 \times 4,355$)га тенг

Облигациянинг жорий қиймати 82530 сўм ($56400 + 26130$)га тенг.

Ўзгарувчан купонли облигацияни баҳолаш. Агар купон тўловлари қатъий белгиланмаган бўлса, у ҳолда фоизли тўловлар тушумини аннуитет сифатида кўриб чиқиб бўлмайди. Ҳар бир фоизли тўлов бир вақтли тўлов сифатида кўриб чиқилиши керак. Ушбу ҳолатда облигациянинг жорий қиймати ҳисоблаб чиқилади.

Муддатсиз облигацияларни баҳолаш (фоизлар даврий тўланадиган, лекин сўндирилиши шарт бўлмаган облигациялар). Мазкур ҳолатда облигациянинг жорий қиймати аниқлаш лозим.

Акциялар қийматини баҳолаш. Имтиёзли акцияларни баҳолаш. Имтиёзли акция облигация ва оддий акция ўртасида оралиқ мавқени

эгаллайди. Акция барқарор қатъий белгиланган дивиденднинг тўланишини назарда тутати, лекин ўзининг номинал қийматнинг қопланишини кафолатламайди.

2.6 жадвал.

Корхоналар ҚҚ лари қийматини баҳолашда ёндашувларни таққослама тавсифи.

Ёндашув	Афзалликлари	Камчиликлари
Бозор (қиёсий)	Аналогик корхоналарнинг харид-сотиш аниқ нархларига йўналтирилган. Ретроахборотга таянади, ва, бинобарин, корхонанинг ишлаб чиқариш – молия фаолиятидаги натижаларига деярли эришилганлигини кўрсатади. Берилган капитал солинадиган объект таклифлар ва талабнинг реал акси, чунки деярли мукамал битимнинг нархи бозордаги ҳолатни максимал даражада назарда тутати.	Корхонанинг келажакдаги ривожланиш истикболларини инкор қилади. Аналогик корхоналардан қўшимча ахборотни қабул қилиш етарлича қийин жараён ҳисобланади. Баҳоловчи қийин ўзгаришларни амалга ошириши, жиддий далилларни талаб қиладиган сўнгги қиймат ва оралиқ ҳисобларга тузатишлар киритиши керак.
Даромад	Келгусидаги кутилаётган умидларни ҳисобга оладиган ягона услуб. Бозорга оид жиҳатни ҳисобга олади (бозорга оид дисконт)	Меҳнат ҳажмининг олдиндан айтилиши. Қисман эҳтимолиги бор характерига эга. Кўпинча НМА ва гудвилл нархини ҳисобга олмайди.
Харажат	Реал мавжуд бўлган фаолларга асосланади. Айниқса компанияларнинг баъзи турларига керакли.	Статистик, келгусидаги умидларни ҳисобга олмайди. Даромад босқичлари кўриб чиқилмайди.

Оддий акцияларни баҳолаш. Оддий акциялар қийматини аниқлаш облигациялар ва имтиёзли акцияларни баҳолашдан анча фарқ қилади, чунки улар бўйича даромад олиш миқдори бўйича ҳам, уларни олиш вақти бўйича ҳам ноаниқлиги билан тавсифланади.

Акцияларни қийматига таъсир қилувчи асосий омиллар:

акциянинг ликвидлиги;

савдо майдонидаги аналог акцияни таклиф ва талабини мутоносиблиги;

аналог акцияларни котиловкаси;

акцияни даромадлилиги;

эмитентларни тавсифи;

акцияларни мустаҳкамлиги.

АКциялар қийматини баҳоашга зарур ҳужжатлар:

таъсис ҳужжатларини нусхаси;

эмиссия проспектларини нусхаси;

корхона фаолият тури ташкилий тузилмаси;

кўчмас мулк ижара шартномасини нусхаси (агар бўлса);

бухгалтериянинг охириги 3-5 йилдаги ҳисоботи;

аудитор хулосасининг охиригиси;

асосий фондлар ведомости;

бутун активлар маълумотлари;

кредитор ва дебитор қарзларнинг тушунтирилиш ахбороти;

охириги 3-5 йиллар бизнес плани.

5 йиллик ўсиш даври тугаши билан бир меъёрга ўсиш босқичи бошланиб, у 4 йил давом этади. Ушбу давр мобайнида дивидендлар йилига 10 фоизга ўсади. Бир меъёрга ўсиш босқичидан сўнг дивиденд барқарорлашади ва корхона уни доим бир даражада ушлаб туради. Агар хатарнинг ушбу даражасига эга бўлган инвестицияга талаб этиладиган даромадлилик 15 фоизини ташкил қилса корхона акцияларининг асосий («ички») қийматини аниқлаймиз.

1.Кучли ўсиш босқичида дивидендлар оқимининг бугунги қийматини аниқлаймиз.

2.Бир меъёрга ўсиш босқичида дивидендлар оқимининг бугунги қийматини аниқлаймиз.

3.Етуклик босқичида дивидендлар оқимининг бугунги қийматини аниқлаймиз.

Баҳолашнинг кўплаб моделлари ўсиш суръатлари охир-оқибатда камаяди ва меъёрдан ортиқ ўсиш суръатидан меъёрий ўсиш суръатига ўтиш содир бўлади деган тахминга асосланади. Ушбу ҳолатда акцияларнинг жорий қиймати ҳисоблаб чиқилади.

Мисол. Ўтган даврда корхона бир оддий акцияга 0,4 минг сўм миқдорида дивиденд тўлади. Корхона ихтиёрида қолган фойда ўша давр учун бир акцияга ҳисобланганда 1, 7 минг сўмни ташкил қилди. Корхонанинг молиявий аҳволи ўрганиб чиқишгандан сўнг корхонанинг 5 йиллик фаол ўсиш босқичи учун қуйидаги башорат амалга оширилади:

Давр	1	2	3	4	5
Акция учун фойда	2,7	4,0	6,0	8,0	10,0
Акция учун дивиденд	0,6	1,6	2,4	3,2	5,0

Мақур корхона акциясининг асосий нархи барча, қўтилаётган дивидендлар оқимининг бугунги қиймати ҳисобланади.

Назорат ва миноритар пакетлар қийматини баҳолаш. Баҳолаш жараёнда кўпинча бутун корхонанинг, корхона акциялари (пайлари)нинг ҳамма 100 фоизнинг эмас, балки фақат муайян акция пакети (пайи)нинг бозор қийматини аниқлаш талаб этилади. Шу муносабат билан акция пакети қийматига қуйидаги омилларнинг таъсирини аниқлаш зарур бўлади: баҳоланаётган пакетнинг улуши назорат пакетими ёки миноритар пакет ҳисобланадими; ушбу қийматга корхона акциялари ликвидлилиги даражасига қанақа таъсир кўрсатилади ва бошқалар.

Ҳар бир муайян ҳолатда бу, биринчидан, акцияларга эгалик қилишнинг қайси улуши баҳоланаётганлигига боғлиқ. Назорат даражаси баҳоланаётган улушнинг қийматига таъсир кўрсатади, шунинг учим назорат қийматини аниқлаш жуда муҳим ўрин тутади. Иккинчидан, чегирма ёки мукофотнинг миқдори баҳолаш усуллари билан шартланган. Учинчидан, чегирма ёки мукофотни аниқлашда акциядорлик жамиятининг хили муҳим рол ўйнайди.

Миноритар пакетларни баҳолашга нисбатан учта асосий ёндашув мавжуд. Биринчи ёндашув - «юқоридан - пастга». У учта босқични ўз ичига олади:

1.Дисконтланган пул оқиимлари, даромадларни капиталиштириш, соф активлар қиймати, тугатиш қиймати ҳамда битимлар усуллари билан бутун корхонанинг қиймати баҳоланади.

2.Корхона умумий қийматини миноритар пакетга мос қисми ҳисоблаб чиқилади. Ундан пакетнинг миноритар хусусияти учун чегирма қилинадиган базавий катталиқ корхонанинг умумий қийматида ушбу пакетга мос нисбатда ҳисобланади.

3.Миноритар хусусият учун чегирма аниқланиб, сўнгра мос улушда чиқариб ташланади. Ушбу босқичда етарли бўлмаган ликвидлиқ учун қўшимча қанчалиқ зарур ва унинг миқдори қанчалиги белгиланиши зарур.

Иккинчи ёндашав - «горизонтал». Бундай ёндашув чоғида бутун корхона қийматини аниқлаш шарт эмас. Миноритар пакет қийматини баҳолаш учун маълумотларни очиқ корхоналарнинг қиёсланадиган миноритар пакетларини сотишга доир маълумотлардан олиш ва сармоя бозори усули билан ҳисоб-китоб қилиш мумкин. Мазкур битимлар бўйича маълумотлар очиқ корхоналарга тегишли бўлганлиги боис, гап ёпиқ корхоналар ҳақида кетганда миноритар пакетнинг қийматини аниқлашда етарли бўлмаган ликвидлиқ учун чегирмани чиқариб ташлаш лозим.

Учинчи ёндашув - «пастдан - юқорига». Бундан аввалги иккита ёндашувда ҳисоб-китоб қандайдир миқдордан (бутун корхона қиймати ёки қиёсланадиган миноритар пакет қийматидан) бошланади; сўнгра ундан талаб этиладиган чегирамалар чиқариб ташланади, яъни гўёки пастга кетади. Учинчи ёндашувда ҳисоб-китоб аксинча миноритар пакет қийматининг барча қисмларини жамлаш йўли билан пастдан бошланади

Миноритар пакет эгаси қийматни молиялашнинг иккита манбасига эга:

- дивидендлар шаклида тақсимланган фойда;

- миноритар пакетни сотишдан тушум,

Бу кутилаётган бўлажак тўловлар дисконтланган бўлажак даромадлар сифатида кўриб чиқилади, яъни кутилаётган, (муддатлар ва сумма бўйича) башорат қилинаётган дивидендлар ва келгусида миноритар пакетни сотишдан (муддатлар ва сумма бўйича) башорат қилинаётган тушум пул оқимининг асоси қилиб олинади, Дисконтнинг тегишли ставкаси бўйича улар жорий қийматдан келтирилади ва сўнгра миноритар пакет қиймати аниқланади. Бошқача қилиб ҳисоблаб чиқиш, яъни ҳисоб-китоб чоғида қолдиқ қийматни ҳисобга олмаган ҳолда вақт бўйича чегараланмаган дивидендлар оқимини башорат қилишга асосланиш мумкин.

Ёпиқ корхона (компания)ларда миноритар пакетларда ликвидлиликнинг етишмаслиги иккита усул билан ҳисобга олиниши мумкин:

- дисконт ставкасини ошириш орқали;
- етарлича бўлмаган ликвидлилик учун чегирмаларни ҳисоб-китоб қилиш орқали.

Назорат пакетини баҳолашда, агар назоратнинг қандайдир алоҳида қисмлари бўлмаса, назорат учун мукофот ушбу қисмлар ҳиссасига тўғри келадиган қийматга камайтирилиши лозим. Аксинча, агар акцияларнинг миноритар пакетига қандайдир назорат қисмларининг муайян имкониятлари хос бўлса, у ҳолда бу унинг қийматида акс эттирилиши керак. Мукофотлар ва чегирмалар ҳисоб-китобларини батафсилроқ кўриб чиқамиз.

Назорат учун мукофот. Чет эл амалиётида назорат учун мукофотларнинг ўртача кўрсаткичлари ҳар йили чоп этиладиган компаниялар қўшилиши бўйича статистика шарҳида нашр этилади («Мергецат Ревиев»). Мамлакатимизда йиллар ва тармоқлар бўйича назорат учун мукофотларнинг ўртача кўрсаткичлари чоп этиладиган журнал мавжуд эмас, шунинг учун мутахассислар чет эл маълумотларига

таянишга ёки ҳисоб-китобларни мустақил равишда амалга оширишга мажбурдирлар. Назорат учун мукофот икки ойлик даврдан бошлаб акцияларнинг сотиб олиш нархининг бозор нархидан ошиши фоизи сифатида кўриб чиқилади.

Пакетнинг миноритар хусусияти учун чегирма. У назорат учун мукофотдан ҳосил бўлади. Бу тенденция эмпирик маълумотларга асосланган. Миноритар хусусият учун чегирмани аниқлаш лозим.

Назорат учун ўртача мукофот 30-40 фоиз чегарасида ўзгариб туради, кичик улуш қиймати учун чегирма - 23 фоиз атрофида. Ушбу маълумотларга таяниш мумкин бўлса-да, бироқ ҳар бир муайян ҳолатда мукофотлар ва чегирмалар миқдорига таъсир кўрсатувчи барча омилларни эътиборга олиш ва таҳлил қилиш лозим.

Етарли бўлмаган ликвидлилик учун чегирма. Ликвидлилик - бу қийматли қоғознинг тез сотилиш ва эгалари учун катта йўқотишларсиз пул маблағларига айланиш қобилияти.

Ундан етарлича бўлмаган ликвидлилик учун чегирма ҳисоблаб чиқариладиган базавий миқдор - юқори ликвидли қиёсланадиган пакетнинг қиймати.

Чегирма миқдорини оширувчи ва камайтирувчи омилларни таҳлил қилиш лозим. Омилларнинг иккита гуруҳи ажратилади:

- паст дивидендлар ва уларни толашнинг иложсизлиги;
- корхона акцияларини ёки унинг ўзини сотишдаги ноқулай истикболлар;
- акциялар билан операциялар учун чекловлар (ёпиқ корхоналар акцияларини эркин сотишнинг қонун ҳужжатлари билан чеклашлар).

Омилларнинг иккинчи гуруҳига қуйидагилар киради:

- корхона акцияларини ёки унинг ўзим эркин сотиш имконияти;
- юқори миқдордаги дивиденд тўловлари.

Акциялар пакетнинг ўлчами етарлича бўлмаган ликвидлилик учун чегирмани ошириши ва пасайтириши мумкин бўлган омилга киради. Назорат даражаси ликвидлилик. даражаси билан ўзаро боғланган. Акцияларнинг назорат пакети миноритар пакетга қараганда етарлича бўлмаган ликвидлилик учун кам чегирмани талаб қилади.

ҚҚ қийматини баҳолаш қуйидаги босқичлардан иборат бўлган мураккаб ва кўп меҳнат талаб қиладиган жараён:

- I. Муаммоларни аниқлаш.
- II. Корхонани олдиндан кўздан кечириш ва баҳолаш ачун шартнома тузиш.
- III. Ахборот йиғиш ва таҳлил қилиш.
- IV. Бозор конъюктурасини таҳлил қилиш.
- V. Баҳолаш усуллари танлаш ва уларни таҳлил этилаётган корхонани баҳолаш учун қўллаш.
- VI. Турли ёндашувлар ёрдамида олинган натижаларни мувофиқлаштириш,

Акциялар пакетини баҳолаш методологияси.

Даромад ёндашувида баҳоланганди қуйидаги усуллар қўлланилади:
фойдани капиталлаштириш усули;

пул оқимларини дисконтлаш усули.

Қиёсий ёндашувда акция баҳоланганда учта усулдан фойдаланилади:
капитал бозор усули;

битимлар усули;

тармоқлар коэффициентлари усули.

Активлар қийматга асосланган ёндашув иккита усулни ўз ичига олади:

соф активлар усули;

тугатиш қиймати.

Имтиёзли акциялар қийматини пул оқими усулида топамиз:

$$P=D/(1+D/P)=D/r, \quad (1)$$

Бу ерда P –имтиёзли акцияни жорий қиймати;

D –кутилаётган белгиланган дивиденд;

r –жорий талаб қилинган даромад.

$$r=1+d/p,$$

бу ерда d – акцияга хар йилги дивиденд; p –акциянинг бозор қиймати.

Акцияни тугатиш қиймати

$$L = 0,5*(A1 + A2 - Y) + 0,5*(Dc + F1Гп + F2M3) - Об,$$

Бу ерда $A1$ ва $A2$ – корхона баланси 1,2 бўлимларини активларини қиймати;

Y - зарар;

Dc - корхонанинг пул маблағлари;

$Гп$ - тайёр маҳсулот;

$M3$ - моддий захиралар;

$F1$ - товар захираларининг ликвидлик коэффициенти;

$F2$ – хом ашё ва материалларни ликвидлилик коэффициенти;

$Об$ – соф активлар усулида аниқланган корхонанинг узоқ ва яқин муддатли мажбуриятлари.

Дисконтлаш оқими усулида акцияни қийматини топамиз

$$P = [D1 / (1 + r)] + [D2 / (1 + r)'] + + [Dn / (1 + r)''], \quad (6)$$

Бу ерда Dn - t давр давомидаги кутилаётган дивиденд.

Акция дивиденди доимий ўсиш бўлганда қиймати Гордон модели асосида топилади

$$P=[D_0*(1+g)/(r-g)], \quad (7)$$

Бу ерда D_0 –охирги амалий тўланган дивиденд;

r –талаб этилган даромадлилик ставкаси;

g –дивидентнинг кутулаётган ўсиш суръати.

Ушбу тенгламани ўсишнинг оралиқ даври учун топишни таклиф қиламиз

$$P=[(D1 + D2 + D_{no})*(1+g)/(r-g)],$$

$D1 + D2 + D_{no} - 1, 2, \dots, n$ давр оралиқлари дивидентлари.

Икки боб бўйича хулосалар

Иккинчи бобнинг 2.1 ва 2.2 параграфларида ёритилган мавзу натижасида қўйидаги хулосаларни шакллантириш мумкин:

1. Ривожланаётган мамлакатларда корхоналарни давлат тасарруфидан чиқариш натижасида шаклланган акциядорлик капитали тузилмаси хусусийлаштирилган компанияларнинг молиявий натижасига ва фонд бозоридаги эмиссион-инвестицион фаоллигига бевосита таъсир кўрсатади. Бунда имконияти кам бўлган миноритар (майда) акциядорларни компания корпоратив бошқарувига суи жалб қилиниши, шунингдек, фирмаларни реструктуризациялаш ишларини орқага тортган ёки тўсиқ қўйган акциядор-ходимларнинг ўзига хос бўлган манфаатларини устувор бўлиши энг муҳим муаммо бўлиб ҳисобланади.

2. Ўзбекистон компанияларининг акциядорлик капитали тузилмаси – компанияларнинг молиявий натижалари ва фонд бозоридаги фаоллигига таъсир этувчи омиллар сифатида – босқичма-босқич ижобий томонга такомиллашиб бормоқда. Лекин ҳанузгача, кўпчилик ривожланаётган мамлакатлар сингари, уларда “*stakeholder capitalism*” (“акциялар назорат пакетини ушлаб турувчилар” капитализми) сақланиб қолмоқда. Бу эса акциядорларнинг ҳуқуқларини ҳимояланишига ва уларни компаниялар корпоратив бошқарувида фаол иштирок этишида бир мунча тўсқинлик қилмоқда. Ушбу ҳолат компаниялар ривожига инвесторларни фонд бозор орқали жалб қилинишига салбий таъсир кўрсатмоқда. Аммо, бунга қарамасдан, йирик компанияларнинг молиявий кўрсаткичлари давлатнинг савий-ҳаракатлари туфайли йилдан йилга ортиб бормоқда.

3. Давлатнинг замонавий макроиқтисодий сиёсати доирасида берилган сценарийга мувофиқ ўрта ва узоқ муддатли истиқболда фонд бозори кўпроқ ривожланган босқичидан Ўзбекистон иқтисодиётида фонд бозори роли юқорлигига эришишга имкон берадиган вақтинчалик яширин

салоҳиятдан максимал даражада фойдаланиш, ривожланаётган мамлакатларнинг илғор бозорларида ўринга эга бўлгани каби бозорнинг иқтисодий ва ижтимоий функцияларни энг тўлиқ бажариши, унинг жаҳон фонд бозорига интеграциялашуви, дастлаб – ўрта муддатли истикболда МДХ ва Евро-Осиёвий Иқтисодий Ҳамкорлик ташкилотига аъзо давлатлар фонд бозорига ҳамда узок муддатда – жаҳон фонд бозорига интеграциялашувини кутиш мумкин. Берилган сценарийли модел ўрта ва узок муддатли истикболда мамлакат фонд бозорининг иқтисодиётдаги ролини оширишнинг устувор йўналишларини амалга оширишга – унинг иқтисодиётни модернизациялаш, инфляцияни пасайтириш, индустриал ва иқтисодий ўсиш мақсадларига инвестициялар оқимини таъминлайдиган нисбатан ривожланган босқичга ўтишига имкон беради.

4. Ўзбекистон фонд бозорида эмиссион-инвестицион жараён (ЭИЖ)ни фаоллаштириш қимматли қоғозларнинг жалбдорлиги (ликвидлиги, даромадлиги ва рисксизлиги) юқори даражаси ва фонд бозори иштирокчиларининг ЭИЖда ўз потенциал имкониятларини максимал даражада амалга ошириш қобилияти билан белгиланади.

III-BOB. ЎЗБЕКИСТОН ФОНД БОЗОРИНИ ИҚТИСОДИЁТДАГИ РОЛИНИ РИВОЖЛАНТИРИШ ВА АКТИВЛАРНИ БАҲОЛАШНИ ТАКОМИЛЛАШТИРИШ ЙЎЛАРИ

3.1 Фонд бозорида активларни баҳолашни такомиллаштириш

Бозор нархи ва талаб қилинаётган даромаднинг ўзаро боғлиқлиги. Талаб қилинаётган даромад нормасини ўзгартирганда облигацияларнинг бозор нархи қарама – қарши йўналишда ўзгаради. Талаб қилинаётган даромад нормаси қанча юқори бўлса, облигацияларнинг бозор нархи шунча паст бўлади, ва акси.

Умуман олганда, даромад ва бозор нархи ўртасидаги таҳлилий боғлиқлик мураккаб кўринишга эга. Ҳар йилги тўловларга (ўзгарадиган, лекин олдиндан таниш) эга бўлган облигация учун бу формула қуйидаги бизга таниш кўринишга эга бўлади:

Инвестицион қарор қабул қилиш назариясининг асосий постулати шундан иборатки, барча инвестицион қуроллар иккита муҳим хусусиятга эга: **даромад ва таҳлика**. Шунда, таҳлика қанча юқори бўлса, даромад шунча катта бўлиши керак, ва акси.

Ваъда қилинган даромад = Таҳликасиз даромад + Тўламаганлик имконияти учун мукофот + Тўловларнинг ноаниқлик таҳликаси учун мукофот + Муддат учун мукофот + Тез пулга айлана олганлиги учун мукофот.

Облигациянинг ваъда қилинган даромади 10 %, кутилаётгани – 7,8 %. Ундай бўлса, иккита катталиқ ўртасидаги фарқ 2,2 %, шунинг ўзи тўланмаганлик таҳликаси учун мукофотдир.

Аслида тўланмаганлик имконияти учун мукофотни юқоридаги усул билан бериб бўлмайди, чунки бу усулнинг ўзи қийин жараён ҳисобланади. Ривожланган бозорларда бу масалани қуйидагича енгиш мумкин. Ҳар бир облигация аниқ бир рейтингга эга, бу рейтинг берилган облигацияни тўламаслик таҳликаси нуқтаи назаридан ишончли эканлигини

тавсифлайди. Рейтинглар махсус рейтингга оид агентлик бўлими томонидан қўйилади, умумий сони 10 тача рейтинг синф. Бир хил рейтингга эга облигациялар бир хил шароитда бир хил даромадга эга. Ҳар хил рейтинг синф облигацияларининг даромади ўртасидаги фарқ спрэд деб айтилади. Бу спрэднинг катталиги вақт ўтиши билан ўзгаради, анча ишончли облигация ва оз даражада ишончли спекулятив облигация ўртасидаги фарқ бир нечта фоиз нуқталарига етиши мумкин.

Облигация бўйича тўланмаганлик таҳликаси учун мукофот қанчалик бқори бўлиши керак? Бир моделга мувофиқ жавоб бу ҳолатда тўламаслик мумкинлигидан ҳам, облигация эгасининг мумкин бўлган молиявий йўқотишларига ҳам боғлиқ. Тўламаслик эҳтимоллиги ҳар йили бир хил бўлган (ўтган йили тўлов амалга оширилган бўлганлик шати билан) облигацияни кўриб чиқамиз. У бўйича тўламаслик эҳтимолини ҳар қайси берилган йилда p_d деб белгилаймиз. Мажбуриятини бажармаган ҳар бир облигация соҳибига облигациянинг бир йил олдинги бозор нархига тўғри келадиган $(1 - p_d)$ га тенг қисми тўланади. Бу моделга мувофиқ, агар ваъда қилинган даромади u қарзни тўлашга

Акция пакетларини баҳолашда u ёки бу услубни танлашга ахборотнинг борлиги ва очик эканлиги муҳим таъсир кўрсатади. Агар компания ҳақидаги ички (ҳисобчи ҳисоботлари ва илова ҳақидаги маълумот) ва ташқи ахборот очик бўлса, ҳамда буюртмачи баҳолаш натижаларининг далилларга асосланганлигини хоҳласа, унда уч ёндашувнинг услублари қўлланилади: харажатга оид, даромадга оид ва нисбий, қайсиларнинг асосида бутун акция капиталининг бозор нархини аниқлаш ётади. Агар акциялар ёки ички ахборотини олиб бўлмайдиган компания акциялари пакетини баҳолаш амалга оширилаётган бўлса, бунда эса унинг акцияларининг биржадаги баҳоси белгмланади, унда сотувларнинг нисбий таҳлили ёндашуви қўлланилади. Агар акциялар ва акциялар пакетини баҳолаш керак, шундай бўлсада баҳоловчи учун ички

ахборотнинг чегараланган ҳажми очик бўлса, унда акцияларнинг ички нархини баҳолаш услуги қўлланилади.

Бутун акциячи капиталнинг бозор нарзини аниқлаш асосида акция пакетларининг нархини баҳолаш услубларини тадқиқот қилиш.

Юқорида айтилгандек, акция ва акция пакетлари баҳоланаётган компаниянинг ички ва ташқи ахбороти тўлиқ ҳажмда очик бўлса, қуйидаги услублар қўлланилади.

Даромад ёндашуви. Даромадга оид ёндашув орқали олинган, акциячи компаниянинг нархи ҳозирдаги нарх кўрсаткичлари орқали ифода этилган, мулкдорнинг келажакда кутилаётган даромадининг маблағи ҳисобланади. Аналогик ҳолда, мулкдор ўз бизнесини олдиндан айтилаётган келажакдаги даромадларнинг ҳозирги нархидан камига сотмайди. Томонлар ўзаро таъсирлари орқали келажакдаги даромадларнинг ҳозирги нархига тенг келадиган бозор нархига келишади деб ҳисобланади.

Бизнеснинг нархи даромадга оид ёндашув чегарасида шундай аниқланиши мумкин:

саромояни капиталлаштириш усули орқали;

узлуксиз пул ишлаб чиқишни дисконт қилиш усули орқали.

Сармомияни капиталлаштириш усули – бу бизнес нархини бир ҳаракат орқали аниқлаш: ё берилган бизнесни олиб боргандан олинаётган баҳоланган даромадни капиталлаштириш коэффициентига бўлиш йўли билан, ё баъзи мултипликаторга кўпайтириш йўли билан. Берилган услубда пулни узлуксиз ишлаб чиқаришнинг тозаси капиталлаштирилади. Натижада вақтда чегараланмаган узлуксиз даромад нархи капиталлаштирилган бўлади. Берилган услуб қуйидагича шаклга эга:

Бозор нархи = Тоза сармомия/капиталлаштириш учун қўшилган қиймат. Амалиётда берилган услуб қуйидаги босқичларда амлга оширилади:

Молиявий ҳисботни таҳлил қилиш, унинг трансформацияси ва нормаллаштирилиши.

Капиталлаштирилиши керак бўлган сармоя катталигини танлаш.

Капиталлаштириш учун қўйилган қийматнинг мослашган ???.

Нарх катталигининг дастлабкисини аниқлаш.

Функция бажармаётган фаолларни тузатиш.

Баҳоланаётган қисмнинг назоратга оид ёки оид бўлмаган характериға тузатиш киритиш, ҳамда ликвидит етишмаслигига тузатиш киритиш.

Капиталлаштириш коэффиценти бизнеснинг даромадлари коэффицент ҳисобига утказилаётган маош сикатида тақдим этилади. Капиталлаштириш коэффиценти дисконтлаш маоши асосига таяниши мумкин. Шу тарзда, пул оқимининг ўсиши бўлмаганда капиталлаштириш коэффиценти дисконтлаш маошига тенг бўлади. Шундай қилиб, капиталлаштиришнинг маошини аниқлаш учун дисконтнинг маошини аниқлаш зарур. Уни ҳисоблаш учун турли хил методикалар қўлланилади:

капитал фаолларни баҳолаш модели;

кумулятив тузилиш усули (россия амалиётида энг кенг тарқалган);

капитал нархининг ўртаўлчанган усули.

Амалиётда энг кўп тарқалган усул кумулятив тузиш усули. Ўсишнинг бир хилдаги доимий суръати билан характерланадиган, барқарор экономик вазият шароитларида даромадни капиталлаштириш усули энг кўп қўлланилади. Даромадларнинг бақарорлигига ва/ёки улар доимий бир хилдаги ўсишига тахмин қилишнинг иложи бўлмаган пайтда, дисконтланган пул оқими усул қўлланилади.

Дисконтланган пул оқими усули келгусидаги даромадларни олиш ва уларни ҳозирдаги нарх кўрсаткичларига ўтказишни олдиндан айтишга асосланган. Унинг қарқли томони ва асосий афзаллиги шу-ки, у бирор – бир математик усул билан изоҳлаб бўлмайлиган даромад оқимининг носистематик ўзгаришларини эътиборга олишга имкон беради. Берлган вазият Россия экономикаси шароитида дисконтланган пул оқимини

ишлатишга жалб қилади, бу эса баҳоланаётган бизнес нархига жиддий таъсир қиладиган, тайёр махсулот, хом – ашё, материаллар ва бошқа компонентлар нархининг ўзгарувчанлиги билан характерланади.

Пул оқимини дисконтлаш усули қуйидаги сабабларга кўра бошқа барча баҳоланаётган усулларида афзал:

Республика хусусийлашида қўлланилаётган ёндашув ва усуллар №5 миллий стандартга асосланади.

Даромад ёндашуви. Корхона қийматини баҳолаш (акция, улуш, пай)

Пул оқимларини дисконтлаш усули:

$$PV = \frac{CF_1}{1+DR} + \frac{CF_2}{(1+DR)^2} + \dots + \frac{CF_n}{(1+DR)^n} + \frac{FV}{(1+DR)^n}$$

бу ерда PV – жорий қиймат; CF – давр давомидаги пул оқими; FV - реверсия, корхонанинг башорат давридан кейинги қолдиқ қицмат; DR – дистконтлаш ставкаси; n – башорат даврининг сўнги йили.

3.1 жадвал.

Пул оқимларини жорий қиймати ва реверсияни ҳисоблаш

Кўрсаткичлар	1- башорат йили	2- башорат йили	...	n- башорат йили	Башоратдан кейинги давр
Пул оқими (CF _n , CF _r)	CF ₁	CF ₂	...	CF _n	CF _r
Реверсияни қиймати (FV)	-	-	-	-	FV
Жорий қиймат коэффициентлари (K _n)	$K_1 = \frac{1}{(1+DR)}$	$K_2 = \frac{1}{(1+DR)^2}$	...	$K_n = \frac{1}{(1+DR)^n}$	$K_r = \frac{1}{(1+DR)^n}$
Пул оқимларини жорий қиймати ва реверсия (PV _n)	PV ₁ = CF ₁ * K ₁	PV ₂ = CF ₂ * K ₂	...	PV _n = CF _n * K _n	PV _r = FV * K _n
Корхона қиймати (V)	$V = PV_1 + PV_2 + \dots + PV_n + PV_r$				

Пул оқимлари капитализацияси:

$$V = CF / CR,$$

бунда, V – капиталлашган қиймат; CF – пул оқими; CR - капиталлиий ставкаси.

Қиёсий ёндашув (акция, улуш, пай) усуллари:

баҳоланган объектларни кейинги битимлари усули;

бозор капитали усули (аналог корхона);

битимлар усули;

бозорга таққослама усули;

туғридан тўғри аналогга қиёслама усули.

Тузатиш. Агар баҳоланаётган объект (корхона, акция пакети, улуш, пай) ўлчами бўйича аналогдан 10% гача фарқ қилса, унжа 1,02 коэффициент қўлланилади. Агар 10% дан кўп фарқ қилса ҳар бир 10% фарқга 0,02 қўшилади.

Харажат ёндашувида объект (акция, улуш, пай)ни соф активлар усулида баҳолаш лозим. Бунда бухгалтериянинг баъзи бандларига тузатишлар киритилади. Жуда кам ҳолларда тугатиш қиймати усули қўлланилади.

Узоқ муддатли молия киритмалар қийматини баҳолаш

Акциялар пакети 75% минус 1 бўлган оддий акцияни қийматини баҳолаш:

$$C_{ак.} = B_{ин.} * \left(1 + \frac{D_{в}}{H} + \frac{K_{са} - H}{H} \right) * \frac{C_{ск}}{C_{уф}}$$

Бунда $C_{ак.}$ – акция пакети ҳисоб қиймати;

$B_{ин.}$ – акция пакетининг баланс қиймати;

$D_{в}$ – бир акцияга тўланган дивидендлар миқдори;

H – битта акцияни номинал қиймати;

$K_{са}$ – битта акцияни курс қиймати;

$C_{ск}$ – баланс бўйича хусусий капитал миқдор қиймати;

$C_{уф}$ – балансдаги низом капитали миқдори.

Акциялар пакети 75% ва ундан кўп акцияни қийматини баҳолаш:

$$C = [(C_{о.с.} * I) + (I * 0,1 * I) + (C_{тмз} * I) + C_{б.ак}] - C_{б.о.},$$

бу ерда C –узоқ муддатли инвестициялар ҳисобланган қиймати;

$C_{о.с.}$ – асосий фонднинг умумий қолдиқ қиймати;

I – баланс бўйича корхонанинг асосий фондларини умумий емирилиш суммаси;

I – қимматлашишларнинг максимал индекси;

$C_{тмз}$ – моддий товар заҳираларни баланс қиймати;

$C_{б.ак.}$ – бутун қолдиқ активларни баланс қиймати;

$C_{б.о.}$ – мажбуриятларни баланс қиймати;

Инвесторнинг портфельни тайёрлаши икки даврдан иборат. Биринчиси – қимматбаҳо қоғозларнинг “энг яхши” портфелини танлаш керак. Иккинчи даврда шу портфелнинг алоҳида инвесторларнинг талабларини қондирадиган уйғунлигини танлаш керак.

Биринчи даврда масала баҳоланаётган ёндашувларнинг исталгани билан (харажатга оид, таққослашга оид ёки даромадга оид) ҳал қилиниши мумкин. У ёки бу ёндашувни танлаш инвестиция муддати ва портфел типига (олиб-сотарликка ёки инвестицияга оид) боғлиқ. Таққослашга оид ёндашув олиб-сотарларга кўпроқ имкониятларни тақдим этади, чунки бир кунда, ҳар куни ўзгарадиган мезонлар бўйича таққослаш ишларини ўтказишга имкон беради.

Мумкин бўлган даромадлар қаторидан кутилаётган даромаднинг масштаби сифатида амалиётда, тўғри тақсимланган пайтда математик кутилган натижа билан тўғри келадиган, айниқса эҳтимолликка эга қийматни ишлатишади.

Таҳликини улчашда пассивлашиш кўрсаткичлари хизмат қилади, шунинг учун мумкин бўлган даромад катталиклари қанча кўп тарқоқ бўлса, кутилаётган даромаднинг бўлмаслик эҳтимоли шунча катта бўлади. Шундай қилиб, таҳлика кўпроқ эҳтимоллиги бор қийматлардан даромад қийматларини мустасно қилиш орқали ифодаланади. Пассивлашиш меъёри ўртакватратли мустаснолик бўлади, ва бу қиймат қанча кўп бўлса, таҳлика шунча кўп бўлади.

Ўртакватратли оғиш даромадлар ўзларининг кутилаётган математик натижаларидан оғиш қанчалик кучли эканлигини кўрсатади.

Кичик бизнес учун даромаднинг юқори босқичини тامينлайдиган муҳим омил – жиҳозларнинг умумий ҳолатини, товар ва хизматларнинг сифатини, бизнес томонидан яратилган умумий муҳитни ўз ичига оладиган, мужозлар учун яратилган қулайликларнинг сифатидир. Берилган муҳит доимий мужозларни жалб қила олаётганлигининг, мулкдор томонидан яратилган қулайликларнинг рақобатлаша олиш маҳоратини тامينлаётгани-нинг баҳоланиши муҳимдир.

Шундай бўлсада, қарор қабул қилиш учун баҳоловчи ўтган йиллар молиявий ахборотини таҳлил қилиб чиқиши керак. Бундай ишнинг асосий мақсади – йилдан – йилга вужудга келадиган даромад ва харажатларнинг ҳаддан ташқари юқори ва паст мақолаларини намоён қилиш. Келажакда кутилаётган натижаларни реал баҳолаш учун бундай фавқулотта кўрсаткичларни нормаллаштириш керак.

Регионал бозорда йирик мулкдорнинг пайдо бўлиш имкониятининг борлиги кичик бизнеснинг қийматини ва яшовчанлигини нолгача тушириши мумкин, айниқса кичик шаҳарларда.

Товар захиралари битим тузилган санага алоҳида баҳоланади ва охирги босқичда бизнес нархига қўшилади. Агар товарнинг муддати ўтиб кетган бўлса, бузилган бўлса, секин реализация бўлаётган тури тақдим этилган бўлса, бу бизнеснинг бутунлигича ҳолатида акс этади.

Шундай қилиб, товар захираларининг сифати мултипликатор катталигини танлашда катта аҳамиятга эга.

Сотувчи томонидан келажакда рақобатни яратиш мажбуриятининг йўқлиги баҳоланаётган бизнесга бўлган сўровни ва нархини оширади. Берилган омилнинг таъсири берилган масалани регионал ва соҳавий хусусиятларга эга бўлиши мумкин бўлган юридик ишлаб чиқишига боғлиқ. Шунингдек бизнеснинг тахмин қилинаётган нархига эришиш учун ёзма битимига киритилаётган асосий шартларнинг таркибини аниқлаш муҳимдир.

Аналогик бизнес яратиш имконияти. Корхонага оид фаолиятнинг аниқ бир турида янги корхона яратиш мураккаблиги даражасини аниқлайдиган омиллар аниқ харидорлар томонидан эътиборга олинади ва кичик бизнес нархига таъсир кўрсатади. Баъзи мисоллар ва вазиятларни кўриб чиқамиз. Демак, баҳоланаётган бизнес қабул қилинган экологик ва зоналаш нормаларига тўғри келадиган аниқ бир афзалликга эга ёки биргина тўғри келаётган жойда қўлланилиши мумкин. Бошқа тарафдан, соҳага киришнинг осонлиги кўп сондаги корхона эгаларини жалб қила оладиган омил бўлиши мумкин, бу эса ташкил қилинган фирманинг номатериал фаолларига ва гудвил нархига таъсир қилади. Агар бизнес даромаднинг оқилона пулини қўйилган капиталга таминлашга қодир бўлмаса, потенциал харидорлар бизнеснинг кўтарилган нархини тўлашмайди.

Экономика ривожланишининг регионал тамойиллари. Маҳаллий, регионал, миллий ва халқаро экономиканинг ҳолати кичик бизнесга таъсир кўрсатади. АҚШда 1990-йилдаги экономик инқироз, - бунинг яққол тасдиқи; у жуда кўп сондаги кичик корхоналарга таъсирини ўтказди, ва таҳлилий кўздан кечириб чиқишлар шуни кўрсатди-ки, фаолиятнинг кўп турларида корхона нархи 25 – 30 %га, ҳатто ундан ҳам кўпроқга, камайди. Шундай қилиб, корхонанинг аввалда муайян ишлаб туриши берилган тамойилни сақлаб қолишнинг ишончли асоси бўлолмайди.

Шундан келиб чиқган ҳолда, мултипликатор қийматини танлашда экономика ривожланишининг умумий тамойилларини эътиборга олиш зарур.

Энди республикада ҚҚ баҳолаш амалиёти ёндашувларини кўриб чиқамиз.

Даромад ёндашувида пул оқимларини дисконтлаш ва капитал активлари усулидан фойдаланилади.

Капитал активлари усулида қуйидагича аниқланади:

$$D = R_f + \beta (R_m - R_f) + S_1 + S_2 + C + B + P ,$$

Бу ерда D – дисконтлаш ставкаси; R_f – рисксиз ставка; β - коэффициент бета, тизимли риск кўрсаткичи; R_m – ўртача бозор меъёри дароматлилиги;

S_1 – кичик корхонанинг рискига мукофот; S_2 – корхонанинг инвестицион рискига мукофот (нотизимли риск); C – мамлакат rischi, бошқа мамлакатлар бозори rischi маъмулоти бўйича; B – валюта курси rischi; P – рақобат rischi.

ҚҚ ни қиймати қиёсий ёндашувда баҳолаганда капитал бозори ва битимлар усулларида фойдаланилади. Акцияни нархи қуйидагича аниқланади:

$$Ц = M * П * C.$$

Бунда, M мултипликатор, $П$ молиявий кўрсаткич.

Мултипликаторни ушбу тенглама ёрдамида топамиз

$$M = \frac{Ц}{П^l} ,$$

$Ц$ – аналог акцияни сотилиш нархи; $П^l$ – корхонанинг молия, ишлаб чиқариш ёки мулкый кшрсаткичи.

Акцияни нархи аниқроқ топмоқчи бўлсак қуйидагини таклиф этамиз:

$$Ц = M * П * C$$

Бу ерда C сергирлик коэффиценти, турли ислохатларни ва табиий тўлқинларни таъсирини эътиборга олади. Уни чегараси 1-1,5 оралигида олиш лозим.

Харажатли ёндашувда соф активлар ва тугатиш қиймати усулларида фойдаланилади. Соф активлар усли фаолият юритаётган корхона баҳолашда қўлланилади. Тугатиш қиймати усулидан корхона тугатилаётгандан фойдаланилади.

Корхона соф активлар усулида баҳолаганда гудвиллни аниқлаш:

$$\text{Гудвилл} = \frac{\text{ЧП} - \text{РСА} * \text{СДА}}{\text{СК}} :$$

Бу ерда ЧП – корхона соф активи; РСА – корхона активини бозор қиймати; СДА – активларни ўртача тармоқ даромадлиги; СК – капитализация ставкаси;

Объект (бизнес)ни жами қиймати аниқлаймиз:

$$C_{um} = C_{zn} * K_1 + C_{dn} * K_2 + C_{cn} * K_3 ,$$

бунда C_{um} – объектнинг баҳоланган жами қиймати; C_{zn} , C_{dn} , C_{cn} – харажатли, даромадли ва қиёсий ёндашувларда тегишли баҳоланиш қиймати; K_1 , K_2 , K_3 – ҳар ёндашувга тегишли тақсимланган коэффицентлар; Бу ҳолатда шарт қуйидагича $K_1 + K_2 + K_3 = 1$.

3.2. Ўзбекистонда фонд бозорининг иқтисодиётдаги йўналишлари ролини оширишнинг чора-тадбирлари

I- ва II-бобларда ўтказилган тадқиқотларга асосланган 3.1-параграфда таклиф этилган миллий фонд бозорининг иқтисодиётдаги ролини ошириш сценарийси ва қимматли қоғозлар индустрияси (ҚҚИ)да рўй берадиган эмиссион-инвестицион жараённинг (ЭИЖ) фаоллаштириш йўллари уларга мос бўлган чора-тадбирларни аниқлаб олишга имкон

беради. Бунда таъкидлаш жоизки, Ўзбекистонда ҳозирги шароитларда ишлаб чиқаришни модернизациялаш ва техник қайта жиҳозлаш, барқарор индустриал ва иқтисодий ўсишни йирик капитал жалб қилмасдан, ривожланиш лойиҳаларини фақат корхоналар фойдаси ҳисобига таъминлаш қийин. Шу сабабли иқтисодиётнинг реал секторига молия-кредит соҳаси (МКС), айниқса, фонд бозори орқали узоқ муддатли молиявий қўйилмалар жалб қилиш муаммоси мамлакат макроиқтисодий сиёсатининг диққат марказида турибди. Бу фонд бозори орқали инвестицияларга айланиш учун етарли шароитлар ва стимулларга эга бўлган умумий миллий жамғармалар ўша манбани ифодалаши билан асосланади, фонд бозори эса биргаликда инновацион-индустриал ўсишни, натижада жаҳон молиявий-иқтисодий инқирози (ЖМИИ) ва глобаллашув шароитларида мамлакатнинг барқарор иқтисодий ривожланишини сезиларли даражада таъминлаши мумкин бўлган лойиҳаларни молиялаштириш мақсадларига ушбу манбадан самарали фойдаланиш механизми сифатида намоён бўлади.

Реал иқтисодиёт эквиваленти сифатида фонд бозори энг муҳим функциялари туфайли (1.1-параграф) унда қимматли қоғозлар билан муносабатлар қатнашчилари ўртасида соғлом рақобатга асосланган самарали эмиссион-инвестицион жараён таъминланади. Бироқ Ўзбекистон фонд бозори етарли даражада тўлиқ фойдаланилмаган имкониятлар салоҳиятига эга бўлсада, бу жиҳатдан ҳали етарли даражада ривожланмаган (2.1-2.3-параграфлар). Бошқача қилиб айтганда, у ҳали илғор ривожланаётган мамлакатлардаги каби асосий иқтисодий муаммоларни, масалан, индустриал ва иқтисодиёт ўсишни зарур ҳажмда молиялаштириш; молиявий ва номолиявий корхоналарнинг эмиссион-инвестицион фаоллигини ошириш; макроиқтисодий мувозанатга эришиш;

капиталнинг тармоқлараро самарали кўчишини таъминлаш; фонд²¹ ва венчур молиялаштириш ҳисобига кичик ва ўрта бизнесни ривожлантириш муаммоларини ҳал этадиган даражага етмаган.

Шу боисдан мамлакат фонд бозори учун I- ва II-бобларда тавсия этилган тадқиқот натижалари ҳамда 3.1-параграфда берилган сценарий ва 3.2-параграфда келтирилган таклифлар доирасида, ўрта муддатли ва эҳтимол, узоқ муддатли истиқболда фонд бозорининг миллий иқтисодиётдаги ролини оширишга қаратилган амалий чора-тадбирларни ишлаб чиқиш Ўзбекистон учун энг муҳим устувор масала ҳисобланади.

Ушбу мақсадга эришишнинг асосий шарт-шароитлари (замини) Ўзбекистонда яратилган инвестиция муҳити ва макроиқтисодий шароитлар, 2009-2012 йилларда инқирозга қарши чора-тадбирлар, 2011-2015 йилларда молия-банк тизимини ривожлантириш, 2011-2015 йилларда саноатни ривожлантириш, лойиҳаларни амалга ошириш бўйича чора-тадбирлари ва дастурлари ҳисобланади.

Давлатнинг макроиқтисодий сиёсати доирасида чора-тадбирларнинг устувор вазифалари қуйидагилар ҳисобланади²²:

1. Фонд бозорини реал иқтисодиёт билан узвий боғлиқликдаги модели (1.2-расм) ва ҚҚИ модели (1.2-расм) асосида миллий фонд бозорини қайта структуралаш;

2. Фонд бозори орқали иқтисодиётни модернизациялаш, инфляцияни пасайтириш, барқарор иқтисодий ўсишга жалб этиладиган пул ресурслари ҳажмини сезиларли оширишни таъминловчи бозордаги қулай муҳитни яратиш, молия инжинирингини қўллаган ҳолда юқори эмиссион-инвестицион фаолликка эришиш. Қулай муҳит яратиш комплексли вазифа

²¹ Фонд молиялаштириши бу – фонд бозор орқали молиялаштириш

²² Шохаъзамий Ш.Ш. Новая фаза развития рынка ценных бумаг. //Рынок деньги и кредит, Т., 2010 г., №3-с. 37-38.

ҳисобланиб, уни ҳал қилишда барча давлат ҳукумати органлари ва фонд бозори институтлари иштирок этиши зарур;

3. Қимматли қоғозлар қиймати ва уларнинг эмитент-компаниялари (базислар) эквивалентлиги зарурий даражасини, бу қийматлар ва фонд бозорида шаклланадиган қимматли қоғозларнинг объектив нархи ўртасида эквивалентликни таъминлаш.

Мазкур вазифаларни амалга ошириш учун қуйидаги чоратadbирларни белгилаш мумкин.

1. Фонд бозорининг ҳуқуқий-меъёрий базасини такомиллаштириш.

Фонд бозори молия бозорининг муҳим таркибий қисмларидан (секторларидан) бири эканлиги сабабли фонд бозори ҳақидаги қонунчилик бошқа секторлар – суғурта бозори, валюта бозори ва кредит бозори ҳақидаги қонунчиликлар билан ўзаро боғланган бўлиши лозим. Бу 1.1 ва 1.2-расмларда кўрсатилганидек, молия бозорининг барча секторларини макродаражада тартибга солиш механизмларининг концептуал асосларини умумий комплексга бирлаштириши лозим бўлган «Молия бозорини макротартибга солиш тўғрисида»ги янги қонун ишлаб чиқишни асослаб беради. Фақат шундай молиявий-тизим шакллантирувчи қонун мавжудлигидагина қуйидагилар амалга оширилиши мумкин:

- макроиқтисодий нуқтаи назардан кўрсатилган секторларга нисбатан мавжуд қонунлар ўртасидаги номутаносибликларни йўқ қилиш;
- молия бозорининг барча секторларида инвесторларнинг ҳуқуқлари ва қонуний манфаатлари комплексли ҳимоя қилинишини таъминлаш;
- молия-кредит тизими (МКТ) ва реал иқтисодиётнинг молиявий воситалар билан боғлиқ бошқа тармоқларининг ўзаро мувозанатланган ривожланиши умумий давлат макроиқтисодий сиёсатига эришиш, бунинг натижасида рискларни башорат қилиш, молиявий инқироз шароитида муҳим аҳамиятга эга бўлган ички ва ташқи омиллар таъсирига нисбатан

давлатнинг тартибга солувчи ҳаракатлари мослашувчанлигини таъминлаш мумкин бўлади.

Янги қонун ишлаб чиқишнинг муҳимлиги қоидага кўра, эквивалентлик тамойилининг бузилиши билан асосланадиган жаҳон молиявий инқирозлари билан тасдиқланади:

- қимматли қоғозлар ва уларнинг, бунинг оқибатида фонд бозор ва реал иқтисодиёт ўртасида;
- валюталар ва уларни таъминлаш базиси қиймати ўртасида;
- суғурта полислари ва уларни қоплаш бўйича мажбуриятлар нархи ўртасида;
- кредитлар ва гаровга қўйилган активлар нархи ўртасида.

Моҳиятига кўра, ушбу тамойилдаги барча қоидабузарликлар ўзаро боғлиқ бўлиб, кўп жиҳатдан компанияларда бошқарув корпоратив сиёсати, уларнинг транспарентлигига, уларни қўшиб олиш ва бирлаштиришга, шунингдек, молия бозорининг бир-бирига занжир реакциясида таъсир кўрсатувчи ва бунинг натижасида молиявий инқирозларга олиб келувчи алоҳида секторларида нархнинг спекулятив тебранишларига мувофиқ бўлади. Бунинг ёрқин мисоли бўлиб масалан, кўйидаги молиявий инқирозлар хизмат қилади:

- Осиё минтақасидаги инқироз (1997 й.);
- АҚШда юқори технологияли компаниялар муваффақиятсизликка учраши (2000 й.) ҳамда “Enron” ва “Worldcom” компанияларининг банкрот бўлиши (2001 й.);
- АҚШдаги кейинчалик жаҳон молиявий-иқтисодий инқирозига (ЖМИИ) айланиб кетган ипотека инқироzi.

Бундай инқирозли шароитларда валюталар курсининг спекулятив тебранишлари доим ҳам валюта ва кредитларнинг базис таъминотининг реал ҳолатини акс эттирмайди, бу таъминотнинг реал қиймати эса кредитлар ва қимматли қоғозларнинг бозор курсидан ортда қола бошлайди, оқибатда иқтисодиётнинг «қизиқ кетиш» ҳолати вужудга

келади. Ўз навбатида, қимматли қоғозлар, валюта ва кредитларнинг базис таъминоти бўйича риск нархи ўсади, бу эса молия бозори «қизиб кетиш» ҳолатидан кейинги кескин пасайишдан кўриладиган зиённинг суғурта копламини таъминлаш имкони бўлмаслигига олиб келади.

2. Қимматли қоғозлар индустриясининг рақобатли фаол институтларини шакллантириш.

2.1. Фонд бозор савдо-ҳисоб-ҳисоб-китоб тизимини такомиллаштириш

Қимматли қоғозлар билан битимлар амалга оширишни таъминлайдиган Ўзбекистон фонд бозори индустрияси савдо-ҳисоб-ҳисоб-китоб структураси яқин келажакда жаҳон фонд бозорига интеграциялашиш учун ўта зарур бўлган қатор ўзгаришларни бошидан кечиришига тўғри келади.

Бунда Марказий депозитарий муҳим роль ўйнайди. Фонд биржаси регулятор томонидан амалга ошириладиган функцияларнинг бир қисмини қўлга киритиши лозим. Бунинг учун эмитентлар билан ишлашда кенг ваколатларга эга бўлиши лозим. Бундай ваколатлар қаторига қимматли қоғозларни биржа орқали жойлаштириш босқичида қонунчиликка риоя қилиниши устидан назорат, қимматли қоғозлари фонд бозорида муомалада бўлган эмитентлар устидан назорат, ахборотнинг очиқлиги ҳақида қонунчилик талаблари киради. Фонд биржасида қимматли қоғозларнинг барча турлари алоҳида майдончаларда муомалада бўлиши лозим.

Умуман олганда, савдо-ҳисоб-ҳисоб-китоб тизимининг келажакда такомиллашга модели халқаро ўттизлик Гуруҳи тавсия этган T+1 даражасига эришиш имконини беради.

2.2. Фонд бозор профессионал қатнашчиларининг рискларни бошқариш тизимлари самарадорлигини ошириш

Ўзбекистон Республикаси меъёрий-ҳуқуқий ҳужжатларида молия бозори қатнашчилари учун алоҳида пруденциал меъёрлар ва кўрсаткичлар кўзда тутилганига қарамай, пруденциал назорат тўлақонли тизими

Ўзбекистонда ҳозирги кунда мавжуд эмас. Бу фаолият турига хос бўлган рисклар даражасини ҳисобга олган ҳолда бундай тизим яратиш бугунги кунда долзарб аҳамият касб этади. Бундай тизимнинг асосий вазифаси шундан иборатки, бутун молия бозорининг ишончлилиқ ва барқарорлиқ юқори даражасини таъминлаш мақсадида тизимли рискларнинг ҳам, алоҳида олинган молия ташкилотларининг ҳам рисклари тўпланишини башорат қилиш ва олдини олиш лозим. Бунда фонд бозор алоҳида профессионал қатнашчиларига нисбатан тартибга солувчи органнинг вазифаси тўлов лаёқатини йўқотиш натижасида рўй бериши мумкин бўлган кўнгилсиз оқибатларнинг олдини олиш учун мос келувчи ташкилотга хос бўлган ликвидлиқ riskини баҳолаш, шунингдек, фонд бозорда амалга оширилаётган битимларни назорат қилиш самарали жараёнларини жорий этиш йўли билан операцион рискларни камайитишдан иборат бўлади. Молия бозорида албатта бўлиши лозим бўлган таркибий қисм сифатида пруденциал назорат механизми яратиш ҳам пруденциал сеъёр ва стандартларни бузувчиларга нисбатан таъсир кўрсатиш самарали (ҳам огоҳлантирувчи, ҳам мажбурий) чоралари белгилашни назарда тутди. Бу чоралар бир томондан, бозор қатнашчилари учун пруденциал меъёрларга қатъий риоя қилишга стимул бўлиб хизмат қилиши, бошқа томондан эса тартибга солувчи учун ҳалол фаолият юритмайдиган компанияларга интизомий чоралар кўриш амалий воситасига айланиши лозим.

Қўйилган вазифаларни ҳал этиш учун тартибга солувчи органнинг махсус меъёрий ҳужжатларини ишлаб чиқиш зарур.

Фонд бозорда айрим профессионал фаолият турларига хос бўлган рискларни капитал билан қоплаш нормативларни назорат қилиш муҳим аҳамият касб этади. Бунда фонд бозорида айрим профессионал фаолият турларига иқтисодий нормативлар табақалаштирган ҳолда белгиланиши лозим. у ёки бу профессионал қатнашчи фонд бозорида операциялар амалга оширадиган активлар миқдорига қараб, рискларни капитал билан

қоплаш нормативлари белгилаш тамойилини қўллаш мақсадга мувофиқ. Бундай тамойилда рискларни қоплаш аоссий ҳажми профессионал қатнашчи ва бутун фонд бозорининг хизматлар ҳажмига боғлиқ бўлади. Улар ҳажмининг ўсиши билан пропорционал равишда институт рақобатбардошлиги ва рискларни қоплаш ҳажми ҳам ўсиб оради. Фонд бозорида профессионал қатнашчилар активларнинг камида 25%ини пул маблағлари билан шакллантириш белгилаб қўйилиши зарур.

Молия ташкилотларининг барча турлари (суғурта ташкилотлари ва фонд бозор профессионал қатнашчилари) учун худди кредит ташкилотлари учун белгиланган тамойилларга ўхшаш қайта ташкил қилиш ва банкротлик умумий тамойиллари белгилаш мақсадга мувофиқ.

2.3. Инвестицион фондларни ривожлантириш

Қулай солиқ шароитлари мавжудлигига қарамай, очиқ инвестицион фондлар (ОИФ) ривож топмаган ва пай инвестицион фондлар (ПИФ) мавжуд эмас. Буларнинг барчаси хусусийлаштириш ва давлат инвестицион дастурларини амалга ошириш жараёнида фондларнинг иштирок этиш учун устувор ва эркин ҳуқуқи кўзда тутилиши лозим бўлган инвестицион фондлар ва уларни ривожлантириш бўйича давлат дастури ҳақида махсус қонун ишлаб чиқишни талаб қилади.

Инвестицион фондлар ўзгарувчан капиталга эга ташкилотлар эканлиги сабабли фондга хизмат кўрсатувчи профессионал институтлар қаторига фонд активларининг жорий қийматини вақти-вақти билан баҳолаш учун жалб этиладиган мустақил лицензияга эга баҳоловчиларни ҳам киритиш лозим. Бундай баҳоловчининг мавжудлиги ва унинг мустақил аудитор билан қалин алоқада ишлаши фонд акциялари ва уларнинг комплексли базиси эквивалентлигига эришишни таъминлаши мумкин бўлиб, бу фонд акциядорлари ва потенциал инвесторлари учун рўй бериши мумкин бўлган рискнинг олдини олишда зарурий шарт ҳисобланади.

2.4. Профессионал фаолият турларини амалга ошириш, қимматли қозғозлар портфелини бошқариш, инвестициялаш тамойиллари ва қоидаларини стандартлаштириш

Инвестициялаш институтларининг турли шакллари (дилерлар, инвестицион фондлар, бошқарувчи компаниялар, брокерлар, банклар, суғурта компаниялари) томонидан молиявий ресурслар жалб қилишнинг маълум бир ўзига хосликлари мавжудлигига қарамай, бу инвесторларнинг активларни жойлаштириш соҳасидаги инвестицион фаолияти ўртасида жиддий фарқлар мавжудлиги тан олиш зарур. Шу сабабли инвесторлар ҳуқуқларининг кафолатланиши билан таъминланган ушбу тамойил шартли равишда «Инвестицион кодекс» деб номланадиган янги қонунга асос бўлиши лозим. Бундай қонун мавжудлиги фонд бозор ва бутун иқтисодиётда жамоавий инвестициялаш институтларининг ролини ошириш ва ривожлантиришга хизмат қилади. Ўзаро манфаатли ҳамкорлик тамойили бўйича банклар, суғурта ташкилотлари ва иқтисодиётнинг турли тармоқларидан турли компанияларни бирлаштирадиган молия-саноат гуруҳлари ташкил этилиши улар ўртасида самарали горизонтал алоқаларни ва уларнинг молия бозоридаги рақобатбардошлигини таъминлаши мумкин.

Фонд бозорида профессионал фаолият турларини оптималлаш ҳам муҳим стратегик вазифа ҳисобланади. Бу вазифани бажариш учун фонд бозорида фаолият юритишнинг қуйидаги турларини қонун билан мустаҳкамлаб қўйиш мақсадга мувофиқ:

1) номинал эгаси сифатида воситачилик-брокерлик фаолияти (умумий лицензия асосида трансфер-агентлик ва брокерлик хизматлари кўрсатишни бирга олиб боради). Бунда Давлат марказий депозитарийи, суғурта компаниялари ва кенг тармоқли филиал ва бўлинмаларга эга бўлган тижорат банкларига бунинг учун қўшимча лицензиясиз трансфер-агент фаолияти юритишга рухсат бериш;

2) дилерлик фаолияти (воситачилик фаолиятини бирга олиб боради);

3) қимматли қоғозлар ва улар билан боғлиқ бўлган активларни бошқариш бўйича фаолият (бир вақтнинг ўзида воситачилик ва дилерлик фаолиятини олиб боради). Бунда ушбу фаолият тури инвестицион фондларнинг активларини бошқариш бўйича битта компания доирасида чекловларни ўз ичига олиши лозим;

4) клиринг ва ўзини-ўзи тартибга солиш билан биргаликда олиб борилиши лозим бўлган қимматли қоғозлар билан биржа савдоси ва биржадан ташқари савдо ташкилотчиси фаолияти.

«Инвестицион кодекс» янги қонуни нуқтаи назаридан активларни бошқариш бўйича фаолиятни иккита кичик турга (инвестицион фондларнинг активлари ва бошқа юридик ва жисмоний шахсларнинг активларини бошқариш) тақсимлаш мақсадга мувофиқ бўлмайди.

Жаҳон амалиётида илгари биржадан ташқари савдо ташкилотчилари ҳисобланган деярли барча электрон савдо тизимлари ҳозирги пайтда фонд биржаси фаолиятини юритиш лицензиясига эга эканлиги сабабли (масалан, НАСДАК, РТС ва ҳ.к.), фақат қимматли қоғозлар билан биржа савдоси ва биржадан ташқари савдоси билан чегараланиш мақсадга мувофиқ саналади.

Юқорида санаб ўтилган барча фаолият турлари автоматик равишда ўз мижозларига маслаҳат беришни қамраб олиши сабабли инвестицион маслаҳатчи фаолиятини профессионал фаолият турлари қаторига киритиш маънога эга эмас. Бунинг устига, маслаҳат фаолияти билан шунингдек, қоидага кўра, фонд бозорда лицензияланмайдиган ахборот-рейтинг агентликлари ҳам шуғулланади.

2.5. «Профессионал инвестор» тушунчасининг киритилиши

фонд бозор фаолият юритиш самарадорлигини ошириш учун молия бозорларини тартибга соладиган қонунчиликка «профессионал инвестор» тушунчасини киритиш лозим бўлиб, унинг учун тартибга солишнинг ўзига хос, жумладан, ахборотни очиқ беришдаги тартиби белгиланиши лозим.

Инвесторларни уларнинг малакаси бўйича тақсимлаш амалга ошириладиган ёндашув ривожланган бозорларда – АҚШ ва ЕИда анчадан буён фойдаланиб келинмоқда ва бир томондан, фонд бозорда инвесторларнинг ҳуқуқларини ҳимоя қилиш зарурати, иккинчи томондан, қимматли қоғозлар эмитентларига ортиқча тартибга солиш юқини пасайтириш ўртасида оптимал баланс ўрнатиш учун қулай механизм бўлиб хизмат қилади.

«Профессионал инвестор» тушунчасини мамлакат бозорини тартибга солиш амалиётига киритишда халқаро капитал бозорининг ривожланиш тажрибасини, Ўзбекистон қонунчилигининг ўзига хосликлари ва молия бозорлари ҳолатини ҳисобга олган ҳолда профессионаллар тоифасига киритиш мезонлари ва шартларини аниқ белгилаб олиш зарур. Бунда профессионал инвестор стратегик-портфелли ва спекулятив-портфелли инвестор сифатида иштирок этиши мумкин.

Инвесторларни профессионаллар ва малакасиз (оддий) инвесторлар гуруҳларига тақсимлаш фонд бозор ривожланишига хизмат қилади.

Умуман, таклиф этилган инновациялар жисмоний шахс ҳисобланган инвесторлар ва профессионал инвестор саналмаган бошқа инвесторлар манфаатларига зарур етказмаган ҳолда қимматли қоғозларни жойлаштиришда профессионал инвесторларнинг рискларини пасайтириш, эмитентларнинг капитал жалб қилиш нархи ва уларнинг ахборотни очиш билан боғлиқ харажатларини пасайтиришга имкон беради.

2.6. «Листинг агенти» тушунчасини киритиш.

МБВБ ва бошқа йирик биржаларнинг тажрибасига кўра, IPO да (акциялар ва облигацичлар) листинг агентлари – промоутерларни – маслаҳатчилар тимсолида киритиш зарур. Листинг агентлари институти эмитентлар транспарентлиги ва эмиссия сиёсатига, уларни фонд биржалари листингига киритиш ва листинг талабларини қўллаб-қувватлашга кўмаклашади.

3. Молия бозорининг янги инструментларини киритиш.

Қимматли қоғозларнинг қуйидаги турларини киритиш лозим:

- ҳосилавий қимматли қоғозлар (қимматли қоғозлар ҳосиласи эмас);
- ипотека қимматли қоғозлари ва активлар секьюритизацияси инструментлари;
- хўжалик жамиятлари ва хусусий фирмалар томонидан корпоратив облигациялар эмиссиясига чекловларни олиб ташлаш;
- молиявий ва товар векселлари, шунингдек, тижорат қимматли қоғозларини муомалага киритиш.

4. Акциядорлик капитали тузилмаси ва ўзбек эмитентларини халқаро миқёсда интеграллашган фонд бозорларга чиқишини рағбатлантириш.

Қуйидаги чора-тадбирларни амалга ошириш зарур:

- акциядорлик капиталининг ўсиши, акциядорлик мулк структурасини диверсификациялаш ва тартибга солишга кўмаклашиш;
- корхоналарнинг ички фонд бозорга пул ресурслари учун чиқишга кизиқиш шакллантирадиган, шу бозорда бизнес баҳолаш ва транспарентликни таъминлайдиган механизм яратиш;
- фонд бозорини ишлаб чиқаришга инвестицияларга хизмат кўрсатишга қайта йўналтириш;
- компанияларнинг миллий фонд бозорга чиқишида транзакция харажатларини пасайтириш мақсадида ортиқча ҳуқуқий тўсиқларни бартараф этиш;
- депозитар тилхатлар, IPO ва ҳ.к. воситасида, фақат уларнинг мамлакат фонд биржасида акциялар ва облигациялар бўйича котировка олиш шартларида ўзбек компанияларининг хорижий фонд бозорга чиқишини рағбатлантириш;
- мамлакат фонд биржасида 500 млн. евродан ортиқ ўз маблағларига эга бўлган акциядорлик жамиятлари учун мажбурий листинг белгилаш;
- янги синфдаги институционал инвесторлар – ўз корхоналарининг акциядорлик капиталида ходимлар улушининг ўсишини таъминлайдиган

ва хоимларнинг меҳнат самарадорлигини рағбатлантирадиган компаниялар меҳнат жамоалари манфаатларида ички корпоратив, ижтимоий, опцион, компенсацион ва инвестицион режалар яратиш. Бу борада мавжуд хориж тажрибаларидан фойдаланиш;

- ўз ходимлари манфаатларида, шунингдек, маблағларни ўз компанияларининг акцияларига киритиш ҳолларида бошқа катнашчиларнинг манфаатларида ички корпоратив режалар ташкил қиладиган компанияларни солиқ бўйича рағбатлантиришни таъминлаш.

5. фонд бозорига аҳоли ва кичик бизнеснинг киришини таъминлаш, уларни инвестор сифатида корпоратив бошқарувда иштирокини кучайтириш. Бунинг учун қуйидагилар мақсадга мувофиқ:

- қимматли қоғозларни жойлаштиришдан олинган маблағлар эмитентлар томонидан ишлаб чиқаришга инвестициялаш учун фойдаланиладиган маҳаллий компанияларнинг қимматли қоғозларига ички талабни кенгайтиришга йўналтирилган маъмурий ва иқтисодий характердаги чора-тадбирлар тизимини амалга ошириш;

- асосан хорижий инвесторларнинг резидентлар акцияларига узоқ муддатли қўйилмалар киритишининг ўсишига йўналтирилган чора-тадбирлар дастурини амалга ошириш;

- жисмоний шахсларга ДҚМО инвестициялашга рухсат бериш;

- «Инсайдерлик ахбороти ва нархларни манипуляция қилиш тўғрисида»ги қонун ишлаб чиқиш ва қабул қилиш»;

- акциядорлик шаклида бўлмаган, юридик лаёқатли фирмаларга корпоратив облигациялар чиқаришга рухсат бериш;

- бирлаштириш ва қўшиб олиш бозорида ва қайта ташкил қилишда акциядорларнинг ҳуқуқларини ҳимоя қилиш ҳамда «Тижрат ташкилотларини қайта ташкил қилиш тўғрисида»ги қонун қабул қилиш;

- корпоратив бошқарув механизми ва корпоратив қонунчиликни такомиллаштириш;

- корпоратив бошқарув стандартлари жорий қилиш (Корпоратив ҳуқ-атвор кодекси);

- юридик лаёқатли фирмаларга векселлар ва корпоратив қимматли қоғозлар чиқаришга рухсат бериш;

- компаниянинг тафтиш комиссияси қошида ички баҳоловчи киритиш.

6. Молия бозори (жумладан фонд бозори) орқали реал иқтисодиётга киритилган инвестицияларни қўллаб-қувватлаш ҳамда соҳа бўйича таълим, малака ошириш ва қайта тайёрлаш тизимларини ривожлантириш.

Корпоратив бошқарув ва инвестициялаш маданиятини шакллантириш, бозор рисклари ҳақидаги ахборотни тўлиқ очиб бериш, фонд бозорда фаолият юритишнинг ахлоқий тамойилларини тўлароқ амалга оширишни назарда тутган ҳолда фонд бозор орқали иқтисодиётнинг реал секторига инвестицияларни илмий ва ахборот билан қўллаб-қувватлаш бўйича қуйидаги чора-тадбирлар тизимини амалга ошириш зарур.

1. Номинал ҳажми 500 млн. сўм бўлган имтиёзли акциялар, корпоратив облигациялар, векселлар ва тижорат қимматли қоғозлари мажбурий миллий кредит рейтинги жорий қилиш. Вексель эгаларининг ўз молиявий ҳолати ва векселлар бериш ҳақида ахборотни мажбурий очиб бериш тизимини яратиш. Давлатнинг (фонд бозорни тартибга солиш ваколатига эга бўлган орган тимсолида) зарур ресурслар базаси, номи ва молиявий-иқтисодий ахборот билан ишлаш тажрибасига эга бўлган ташкилотлар билан миллий рейтинг ташкил қилиш мақсадида бу соҳада пуллик ва тарифларнинг давлат томонидан тартибга солинишини кўзда тутган ҳолда битимлар тузиши ва амалга ошириши .

2. Маҳаллий ва жаҳон ахборот тизимларида ўзбек корхона ва ташкилотлари, тез ўсиб бораётган компаниялар ҳақида ижобий ахборотларнинг очиб берилишини таъминлаб, ишлаб чиқаришга

инвестициялар ва молия бозорини реклама ва ахборот билан қўллаб-қувватлаш давлат тизимини яратиш. Давлатнинг (фонд бозорни тартибга солиш ваколатига эга бўлган орган тимсолида) ЎЎМ, фонд биржаси ва бошқа савдо тизимлари, йирик эмитентлар, фонд бозори профессионал қатнашчилари билан фонд бозори орқали иқтисодиётга инвестицияларни ахборот билан қўллаб-қувватлаш ҳақида битим тузиши ва амалга ошириши.

3. Молия бозорида бизнес юритиш этикасини бошқариш, корпоратив бошқарув ва инвестициялаш маданиятини шакллантириш, инвесторларни илмий қўллаб-қувватлаш бўйича давлат мақсадли дастури ишлаб чиқиш ва амалга ошириш.

4. Мамлакат молия бозори учун мақсадли кадрлар тайёрлаш, қайта тайёрлаш ва малакасини ошириш мақсадида олий иқтисодий таълим, ишлаб чиқариш ва фан интеграциясини таъминлайдиган ўқув-илмий-ишлаб чиқариш комплекслари (ЎИИЧК) яратиш. Бунда қимматли қоғозлар чиқариш ва жойлаштириш масалаларида иштирок этаётган эмитент-компанияларнинг мутахассислари фонд бозори халқароги қонунчиликда белгилаб қўйилган малакавий талабларга жавоб бериши лозим. фонд бозори профессионал қатнашчиларининг мутахассислари ҳар йили малака ошириш курсларида қатнашишлари лозим. Фаолияти молия ва иқтисодиёт билан боғлиқ бўлган иқтисодий олий ўқув юртларининг битирувчилари эса фонд бозор қатнашчилари структурасига фонд бозори мутахассислари сифатида ишга қабул қилиниши ва камида уч йилдан кейин аттестациядан ўтиши лозим.

Мазкур диссертацион ишда қўйилган мақсад ва вазифаларга 3.1-параграфда берилган сценарий ва юқоридаги чора-тадбирларни амалга ошириш асосида эришиш мумкин.

Берилган чора-тадбирларга мувофиқ мамлакат фонд бозори қуйидаги сифат ўзгаришларига учраши мумкун, хусусан:

- бизнес юритаётган ўзбек компанияларининг кўпчилиги учун фонд бозор томон йўл очилади, бу эса акциялар бирламчи ва иккиламчи бозорлари ҳажмининг 15% га 85% пропорцияда кўп марталик ўсишига олиб келади;

- фонд бозори воситалари ва профессионал қатнашчилар, банклар ва бошқа молиявий муассасалар томонидан аҳолига ва номолиявий ташкилотларга кўрсатилаётган хизматлар ассортименти сезиларли кенгаяди;

- қимматли қоғозларга узоқ муддатли қўйилмаларга ички ва ташқи талаб ўсади, аввало аҳоли жамғармалари ҳисобига ортади;

- фонд бозорининг спекулятив инвесторлар, жумладан, йирик хорижий қатнашчиларнинг ҳаракатларига боғланиб қолиши чегараланади;

- ўтган ўн йилликдагига нисбатан самаралироқ, қимматли қоғозлар нархи шаклланишининг ривожланаётган бозорлар учун анча юқори ҳисобланган объективлик даражаси, фонд бозор транспарентлиги, фонд бозорда инвесторларнинг ҳуқуқлари ва қонуний манфаатлари ҳимоясини таъминловчи корпоратив бошқарув модели ва сиёсат маданиятини таъминлайдиган фонд бозорига ўтиш таъминланади;

- инвестицион риск даражасини пасайтириш, фонд бозор ликвидлигини ошириш, молиявий инқирозлар ва улар туфайли юзага келадиган макроиқтисодий беқарорликларнинг олдини олишда унинг барқарорлиги таъминланади;

- қимматли қоғозлар индустриясининг самарали бозор архитектураси яратилади, унинг сегментлари тарқоқлигини бартараф этиш, унинг

институтлари молиявий барқарорлигини таъминлашга йўналтирилган тарзда қайта структураланади;

- иқтисодиётда мулкни диверсификациялаш, мулкдорларнинг ўрта ва майда синфларини шакллантириш жараёнида инвестициялашнинг оммавий моделига ўтилади;

- хорижий шаклланаётган бозорлар билан таққослаганда маҳаллий фонд бозори рақобатбардошлигининг ўсиши, регулятив тўсиқларнинг пасайиши, иқтисодиётни модернизациялаш учун узоқ муддатли инвестициялар воситаси сифатида фонд бозорнинг ривожланишини рағбатлантиришда давлатнинг ва ўзини-ўзи тартибга солиш институтларининг роли оширади.

Юқорида айтилганлардан келиб чиқиб, Ўзбекистонда фонд бозорининг иқтисодиётдаги ролини ошириш давлат сиёсатининг ўрта ва узоқ муддатли истикболда жамғармаларни инвестицияларга самарали айлантириш шартлари учун фонд бозорда қулай (S-I)-муҳит яратишни таъминлаши мумкин бўлган асосий йўналишларига қуйидагилар айланиши лозим²³:

1. 1.2- ва 1.2-расмларда кўрсатилган моделлар бўйича ташкил қилинган фонд бозор қонунчилик асосларини такомиллаштириш;

2. 1.2-расмда кўрсатилган модел бўйича ташкил қилинган қимматли қоғозлар индустрияси рақобатбардош институтларини яратиш;

3. Молия бозорида макротартибга солувчи концепциясига асосланган тартибга солиш тизимини ислоҳ қилиш. қимматли қоғозлар ва унинг базиси (эмитент-компания) ўртасида ҳам, фонд бозор ва реал иқтисодиёт ўртасида ҳам эквивалентлик зарурий даражасини таъминлаш;

²³ Бизнингча, бунга фақат Ўзбекистон учун янги ҳисобланган 1.1-параграфда келтирилган методологик базис таъминлаши мумкин.

4. фонд бозорининг янги инструментлари ва молия инжиниринги маҳсулотларини киритиш;

5. Акциядорлик капитали тузилмасини такомиллаштириш ва ўзбек компанияларининг халқаро интеграциялашган фонд бозорларига чиқишини рағбатлантириш;

6. Аҳоли ва хусусий бизнес учун фонд бозори кенг очиклигини таъминлаш, шу асосда уларнинг акциядорлик компанияларини корпоратив бошқарувида иштирок этишини, натижада, хусусий бизнес ва йирик компаниялар фаолиятининг ўзаро боғлиқлигини таъминлаш;

7. Фонд бозори орқали реал секторга инвестицияларни, молия-кредит соҳаси мутахассисларини тайёрлаш ва малакасини ошириш тизимини ахборот-таълим жиҳатидан қўллаб-қувватлаш.

Давлат сиёсатининг устувор йўналишларини амалга ошириш йўлларида I- ва II-бобларда ўтказилган тадқиқотларимиз натижаларидан ҳамда 3.1- ва 3.2-параграфлар ва мазкур параграфдаги таклифлардан келиб чиқадиган, фонд бозорининг иқтисодиётдаги ролини ошириш билан боғлиқ сифат ва сон ўзгаришларини таъминлашга йўналтирилган чора-тадбирлар мажмуини амалга ошириш кўзда тутилади.

Учинчи боб бўйича хулосалар

Баҳолаш фаолиятини ривожлантиришнинг ҳар бир босқичида: қийматни баҳолашнинг яратилган қонунчилк базасини; иқтисодиёт секторлари бўйича бозор ислохотларининг ҳолати ва фуқаролик-ҳуқуқий муомалага моддий ва номоддий активлар асосий турларини жалб этиш даражаси, шунингдек, моддий ва номоддий активларнинг турли бозорлари бўйича мавжуд ахборот даражасини ҳисобга олиш зарур.

Назорат пакетини баҳолашда, агар назоратнинг қандайдир алоҳида қисмлари бўлмаса, назорат учун мукофот ушбу қисмлар ҳиссасига тўғри келадиган қийматга камайтирилиши лозим. Аксинча, агар акцияларнинг

миноритар пакетига қандайдир назорат қисмларининг муайян имкониятлари хос бўлса, у ҳолда бу унинг қийматида акс эттирилиши керак. Мукофотлар ва чегирмалар ҳисоб-китобларини батафсилроқ кўриб чиқилиши лозим.

Қиёсий ёндашув (акция, улуш, пай) усуллари: баҳоланган объектларни кейинги битимлари усули; бозор капитали усули (аналог корхона); битимлар усули; бозорга таққослама усули; туғридан туғри аналогга қиёслама усули. Агар баҳоланаётган объект (корхона, акция пакети, улуш, пай) ўлчами бўйича аналогдан 10% гача фарқ қилса, унжа 1,02 кoeffициент қўлланилади. Агар 10% дан кўп фарқ қилса ҳар бир 10% фарқга 0,02 қўшилади.

Харажат ёндашувида объект (акция, улуш, пай)ни соф активлар усулида баҳолаш лозим. Бунда бухгалтериянинг баъзи бандларига тузатишлар киритилади. Жуда кам ҳолларда тугатиш қиймати усули қўлланилади.

Бозор нархи ва талаб қилинаётган даромаднинг ўзаро боғлиқлиги. Талаб қилинаётган даромад нормасини ўзгартирганда облигацияларнинг бозор нархи қарама – қарши йўналишда ўзгаради. Талаб қилинаётган даромад нормаси қанча юқори бўлса, облигацияларнинг бозор нархи шунча паст бўлади, ва акси.

Акция пакетларини баҳолашда у ёки бу услубни танлашга ахборотнинг борлиги ва очик эканлиги муҳим таъсир кўрсатади. Агар компания ҳақидаги ички (ҳисобчи ҳисоботлари ва илова ҳақидаги маълумот) ва ташқи ахборот очик бўлса, ҳамда буюртмачи баҳолаш натижаларининг далилларга асосланганлигини хоҳласа, унда уч ёндашувнинг услублари қўлланилади: харажатга оид, даромадга оид ва нисбий, қайсыларнинг асосида бутун акциячи капиталининг бозор нархини аниқлаш ётади. Агар акциялар ёки ички ахборотини олиб бўлмайдиган компания акциялари пакетини баҳолаш амалга оширилаётган бўлса, бунда эса унинг акцияларининг биржадаги баҳоси белгиланади, унда

сотувларнинг нисбий таҳлили ёндашуви қўлланилади. Агар акциялар ва акциялар пакетини баҳолаш керак, шундай бўлсада баҳоловчи учун ички ахборотнинг чегараланган ҳажми очик бўлса, унда акцияларнинг ички нархини баҳолаш услуги қўлланилади.

Ўзбекистон шароити учун берилган сценарий бўйича фонд бозор ўрта муддатли ривожланиши энг мақсадга мувофиқ ҳисобланади. Мазкур сценарий башорат тавсифлари ва мазмуни бўйича, бизнинг фикримизга кўра, давлатнинг ҳозирги макроиқтисодий сиёсати талаблари ва кўламли суръатларига энг тўлиқ мос келади.

Диссертацион тадқиқот натижаларини амалиётга жорий этиш орқали давлатнинг замонавий макроиқтисодий сиёсати доирасида фонд бозорни ўрта муддатли истиқболда иқтисодиётдаги ролини сценарийли прогноз модел асосида устувор йўналишларини белгилаш, унда эмиссион-инвестицион жараёни фаоллаштириш орқали миллий фонд бозорнинг давлатнинг прогрессив макроиқтисодий сиёсати, хусусан, 2009-2012 йилларда инқирозга қарши чора-тадбирлар дастури, 2011-2015 йилларда молия-банк тизимини ривожлантириш ва 2011-2015 йилларда саноатни ривожлантириш дастурларини амалга оширилишида жамғармаларни инвестицияларга самарали трансформациясини таъминловчи асосий механизмларидан бири бўлишига эришиш мумкин.

ХУЛОСА

Диссертацион тадқиқотнинг асосий натижаси – жаҳон иқтисодиёти ва молиявий глобаллашув шароитида давлатнинг ҳозирги даврдаги прогрессив макроиқтисодий сиёсати талабларига мос равишда миллий фонд бозорининг иқтисодиётдаги ролини ушбу соҳа бўйича мавжуд замонавий назарий қарашлар ва халқаро тажрибанинг тизимли таҳлили асосида янада оширилишини таъминловчи сценарийли прогноз модели ва уни рўёбга чиқаришнинг асосий йўналишларини ҳамда уларни амалга ошириш механизмини ишлаб чиқиш ҳисобланади.

Тадқиқот натижалари доирасида қуйидаги **хулосалар** асосланди:

1. Миллий фонд бозорининг иқтисодиётдаги ролини тизимли тадқиқ қилиш ва ривожлантиришнинг методологик базиси қилиб Ўзбекистон Республикаси Президенти И.А.Каримовнинг фундаментал асарларини танлаш мақсадга мувофиқ.

2. Фонд бозордаги инвестициялар, жамғармалар, иқтисодий ўсиш, инфляция, давлат институтлари сифати ва монетизация ўртасида кучли боғлиқлик мавжудлиги фонд бозорининг иқтисодиётдаги ролини аҳамиятли эканлигини билдиради. Бунда ушбу кўрсаткичлар бўйича ривожланаётган мамлакатлар фонд бозорб тизимли таҳлили бундай индикаторлар (портфел инвестициялардан ташқари) ўртасида етарли даражада боғлиқлик мавжудлигини кўрсатди, бу эса ривожланаётган мамлакатлар учун иқтисодиётни модернизациялаш ва индустриал ўсиш, ишлаб чиқаришни диверсификациялаш ва техник жиҳатдан янгилаш, инновацион технологияларни кенг қўллашга йўналтирилган давлатнинг макроиқтисодий сиёсати доирасида жаҳон фонд бозорига интеграциялашуви ва мамлакат фонд бозорининг ролини ошириш ишида муҳим аҳамият касб этади.

3. Молиявий глобаллашув шароитида ривожланаётган мамлакатлар учун асосий муаммо иқтисодиётда ўз миллий фонд бозори ролини

ошириш, бунда иқтисодийни модернизациялаш, саноатни ривожлантириш, инфляцияни пасайтириш, иқтисодий ўсишнинг юқори суръатларини таъминлаш мақсадларига инвестициялар жалб қилишни таъминлаш ҳисобланади. Миллий фонд бозорларининг ўзаро интеграциялашуви ва уларнинг асосий индикаторлар бўйича ҳаракат тенденциялари ўзаро синхрон кечгани, демак ўзаро боғлиқлиги, ҳозирга келиб жаҳон фонд бозорининг бир бутун архитектурасини шаклланганлигинидан ва улар молиявий глобаллашувнинг асосий шаклларида бири эканлигидан далолат беради. Келажакда ривожланаётган мамлакатлар каби Ўзбекистон фонд бозори ҳам шундай тенденцияга эга бўлиши ойдин масала.

4. Миллий фонд бозори давлатнинг замонавий макроиқтисодий сиёсати ва унинг асосида изчил амалга оширилаётган 2009-2012 йилларда инқирозга қарши чора-тадбирлар, 2011-2015 йилларда молия-банк тизимини ва 2011-2015 йилларда саноатни ривожлантириш дастурлари талабларига тўлиқ жавоб бермаяпти. Ўзбекистон иқтисодиётига кириб келган ҳорижий инвестициялар ҳажми ўсиш тенденциясига эга бўлсада, аммо фонд бозор орқали уларнинг салмоғи камлигича қолмоқда. Бунда асосан хусусийлаштирилган компаниялардаги давлатга тегишли йирик акциялар пакети фонд бозори орқали стратегик ҳорижий инвесторларга инвестицион мажбурият асосида сотилмоқда. Иккиламчи бозор орқали эса бундай инвесторлар компаниялардаги ўз улушларини ички инвесторлар эвазига оширмоқдалар. Демак, миллий фонд бозори давлатнинг фаол инвестиция сиёсати талабларига жавоб бера олмаяпти.

5. Ривожланаётган мамлакатларда корхоналарни давлат тасарруфидан чиқариш натижасида шаклланган акциядорлик капитали тузилмаси хусусийлаштирилган компанияларнинг молиявий натижасига ва фонд бозоридаги эмиссион-инвестицион фаоллигига бевосита таъсир кўрсатади. Бунда имконияти кам бўлган миноритар (майда) акциядорларни компания корпоратив бошқарувига суёт жалб қилиниши, шунингдек,

фирмаларни реструктуризациялаш ишларини орқага тортган ёки тўсик қўйган акциядор-ходимларнинг ўзига хос бўлган манфаатларини устувор бўлиши энг муҳим муаммо бўлиб ҳисобланади.

6. Ўзбекистон компанияларининг акциядорлик капитали тузилмаси – компанияларнинг молиявий натижалари ва фонд бозоридаги фаоллигига таъсир этувчи омиллар сифатида – босқичма-босқич ижобий томонга такомиллашиб бормоқда. Лекин ҳанузгача, кўпчилик ривожланаётган мамлакатлар сингари, уларда “*stakeholder capitalism*” (“акциялар назорат пакетини ушлаб турувчилар” капитализми) сақланиб қолмоқда. Бу эса акциядорларнинг ҳуқуқларини ҳимояланишига ва уларни компаниялар корпоратив бошқарувида фаол иштирок этишида бир мунча тўсқинлик қилмоқда. Ушбу ҳолат компаниялар ривожига инвесторларни фонд бозори орқали жалб қилинишига салбий таъсир кўрсатмоқда. Аммо, бунга қарамасдан, йирик компанияларнинг молиявий кўрсаткичлари давлатнинг саъй-ҳаракатлари туфайли йилдан йилга ортиб бормоқда.

7. Баҳолаш фаолиятини ривожлантиришнинг ҳар бир босқичида: қийматни баҳолашнинг яратилган қонунчилк базасини; иқтисодиёт секторлари бўйича бозор ислохотларининг ҳолати ва фуқаролик-ҳуқуқий муомалага моддий ва номоддий активлар асосий турларини жалб этиш даражаси, шунингдек, моддий ва номоддий активларнинг турли бозорлари бўйича мавжуд ахборот даражасини ҳисобга олиш зарур.

8. Назорат пакетини баҳолашда, агар назоратнинг қандайдир алоҳида қисмлари бўлмаса, назорат учун мукофот ушбу қисмлар ҳиссасига тўғри келадиган қийматга камайтирилиши лозим. Аксинча, агар акцияларнинг миноритар пакетига қандайдир назорат қисмларининг муайян имкониятлари хос бўлса, у ҳолда бу унинг қийматида акс эттирилиши керак. Мукофотлар ва чегирмалар ҳисоб-китобларини батафсилроқ кўриб чиқилиши лозим.

9. Ўзбекистон фонд бозорида эмиссион-инвестицион жараён (ЭИЖ)ни фаоллаштириш қимматли қоғозларнинг жалбдорлиги

(ликвидлилиги, даромадлилиги ва рисксизлиги) юқори даражаси ва фонд бозор иштирокчиларининг ЭИЖда ўз потенциал имкониятларини максимал даражада амалга ошириш қобилияти билан белгиланади.

10. Ўзбекистон шароити учун берилган сценарий бўйича фонд бозори ўрта муддатли ривожланиши энг мақсадга мувофиқ ҳисобланади. Мазкур сценарий башорат тавсифлари ва мазмуни бўйича, бизнинг фикримизга кўра, давлатнинг ҳозирги макроиқтисодий сиёсати талаблари ва кўламли суръатларига энг тўлиқ мос келади.

Диссертацион тадқиқот доирасида мамлакатимиз фонд бозорни иқтисодиётдаги ролини оширишга қаратилган қуйидаги **амалий таклифлар** ишлаб чиқилди:

1. Акциялар IPOси жараёнида давлатга тегишли акциялар йирик пакетларини бозор қиймати бўйича очиқ сотиш ва ундан тушган пул маблағлари тўғридан-тўғри хусусийлаштирилган корхоналарни модернизациялаш ва асосий капиталини ривожлантиришга йўналтириш;

2. Бирламчи ва иккиламчи акциялар бозорларини мутаносибликда шиддатли ривожланиши, бунда кўп сонли миноритар акциядорларга хизмат кўрсатиш учун институционал инвесторлар ва траст институтларини (бошқарувчи компанияларни) жалб қилиш;

3. Фонд бозори орқали иқтисодиётни модернизациялаш, инфляцияни пасайтириш, барқарор иқтисодий ўсишга жалб этиладиган пул ресурслари ҳажмини сезиларли оширишни таъминловчи бозордаги қулай муҳитни яратиш, молия инжинирингини қўллаган ҳолда юқори эмиссион-инвестицион фаолликка эришиш. Бунда қулай муҳит яратиш комплексли вазифа ҳисобланиб, уни ҳал қилишда барча давлат ҳукумати органлари ва фонд бозори институтлари иштирок этиши зарур;

4. Фонд бозорининг ҳуқуқий-меъёрий базасини такомиллаштириш ва бунда молия бозорини мувофиқлаштириш ва назорат қилиш тизимини ислоҳ қилиш (макрорегулятор концепцияси асосида);

5. Акциядорлик капитали тузилмасини такомиллаштириш (назорат ва йирик акциялар пакетига эга инвесторлар салмоғини камайтириш) ва ўзбек эмитентларини халқаро миқёсда интеграллашган фонд бозориларга чиқишини рағбатлантириш;

6. Аҳоли ва хусусий бизнес учун фонд бозори кенг очиқлигини таъминлаш, шу асосда уларнинг акциядорлик компанияларини корпоратив бошқарувида иштирок этишини, натижада, хусусий бизнес ва йирик компаниялар фаолиятининг ўзаро боғлиқлигини таъминлаш;

7. Фонд бозори соҳаси бўйича таълим, малака ошириш ва қайта тайёрлаш механизмларини такомиллаштириш;

8. Фонд бозори активларини баҳолаш стандартини амалиётга жорий этиш, бунда жаҳонда кенг тарқалган усуллардан фойдаланиш, кўчмас мулкни баҳолашнинг миллий стандартида фойдаланилган дисконтлаш усуллариининг айримларидан фойдаланиш.

ФОЙДАЛАНИЛГАН АДАБИЁТЛАР РЎЙХАТИ

1. Ўзбекистон Республикаси Қонунлари, Президенти фармонлари, қарорлари ва фамойишлари, Вазирлар Маҳкамаси қарорлари ва бошқа меъёрий ҳужжатлари

1.1. Ўзбекистон Республикаси Қонунлари

- 1.1.1. Ўзбекистон Республикаси конституцияси, 1992 й.
- 1.1.2. Ўзбекистон Республикаси фуқаролик кодекси.-Т.: Адолат, 1996.-528 б.
- 1.1.3. “Инвестиция фаолияти тўғрисида” 24.12.1998 й. №719- I.
- 1.1.4. “Биржалар ва биржа фаолияти тўғрисида” 02.07.1992 й. №625-XII, 29.08.2001 й.
- 1.1.5. “Фонд бозори тўғрисида” 22.07.2008 й.
- 1.1.6. “Акциядорлик жамиятлари ва акциядорлар ҳуқуқларини ҳимоялаш тўғрисида” 26.04.96 й., №223-I, 27.09.2008 й. №190 (4569)

1.2. Ўзбекистон Республикаси Президенти фармон ва қарорлари

- 1.2.1. “Фонд бозорини янада ривожлантириш чора-тадбирлари тўғрисида”ги ПҚ-475-сонли Қарори. 27.09.2006 й.
- 1.2.2 “2011-2015 йилларда республика молия-банк тизимини янада ислоҳ қилиш ва барқарорлигини ошириш ҳамда юқори халқаро рейтинг кўрсаткичларига эришишнинг устувор йўналишлари тўғрисида” №ПҚ-1438-сонли Қарори. 26.11.2010 й.
- 1.2.3 “2011-2015 йилларда Ўзбекистон Республикаси саноатини ривожлантиришнинг устувор йўналишлари тўғрисида” №ПҚ-1442-сонли Қарори 15.12.2010 й.
- 1.2.4 “Ўзбекистон Республикасининг 2011 йилги асосий макроиқтисодий кўрсаткичлари ва давлат бюджети параметрлари тўғрисида” №ПҚ-1449-сонли Қарори. 24.12.2010 й.
- 1.2.5 “Иқтисодиётнинг реал сектори корхоналарини қўллаб-қувватлаш, уларнинг барқарор ишлашини таъминлаш ва экспорт салоҳиятини ошириш

чора-тадбирлари дастури тўғрисида” №ПФ-4058-сонли фармони.28.11.2008 й

1.3. Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамаси қарорлари

1.3.1. “Фонд бозори инфратузилмасини ривожлантиришга оид қўшимча чора-тадбирлар тўғрисида”ги 28.07.2008 йилдаги 160-сонли Қарори.

1.4. Ўзбекистон Республикаси Президентининг асарлари ва маърузалари

1.4.1. И.А.Каримов “Бош мақсадимиз – кенг кўламли ислохотлар ва модернизация йўлини қатъият билан давом эттириш”. – Т.: “Ўзбекистон” 18.01.2013 йил.

1.4.2. Каримов И.А. Ўзбекистон ХХІ аср бўсағасида: хавфсизликка таҳдид, барқарорлик шартлари ва тараққиёт кафолатлари.- Т.: Ўзбекистон, 1997.-326 б.

1.4.3. Каримов И.А. Бизнинг бош мақсадимиз – жамиятни демократлаштириш ва янгилаш, мамлакатни модернизация ва ислох этишдир.// Халқ сўзи.- Тошкент 2005 йил 19 январь.

1.4.4. Каримов И.А. Банк тизими, пул муомаласи, кредит, инвестиция ва молиявий барқарорлик тўғрисида- Тошкент: Ўзбекистон, 2005.-252 б.

1.4.5. Каримов И.А. Эришилган ютуқларни мустаҳкамлаб, янги марралар сари изчил ҳаракат қилишимиз лозим.// Халқ сўзи.- Тошкент 2006 йил 11 февраль.

1.4.6. Каримов И.А. Янгиланиш ва барқарор тараққиёт йўлидан янада изчил ҳаракат қилиш, халқимиз учун фаровон турмуш шароити яратиш – асосий вазифамиздир.// Халқ сўзи.- Тошкент 2007 йил 13 февраль.

1.4.7. Каримов И.А. Жаҳон молиявий-иқтисодий инқирози, Ўзбекистон шароитида уни бартараф этишнинг йўллари ва чоралари. - Т.: Ўзбекистон, 2009. – 56 б.

1.4.8. Каримов И.А. Асосий вазифамиз – ватанимиз тараққиёти ва халқимиз фаровонлигини янада юксалтиришдир.-Т.: Ўзбекистон, 2010.-77 б

1.4.9. Каримов И.А. Мамлакатимизни модернизация қилиш ва кучли фуқаролик жамиятини барпо этиш – устувор мақсадимиздир. Т.: Ўзбекистон, 2010.-77 б

2. Китоб ва туркум нашрлар

2.1. Бир томлик китоблар, монографиялар, дарсликлар, мақолалар тўплами:

2.1.1. Абдуллаева Ш.З. Пул, кредит ва банклар. – Т.: Iqtisod-moliya, 2007. – 348 б.

2.1.2. Баффет У. Эссе об инвестициях, корпоративных финансах и управлении компаниями/Пер. с англ.-М.: Альпина Букс, 2005.-268 с.

2.1.3. Бутиков И. Фонд бозори. - Т.: Консаудитинформ, 2001.-494. б.

2.1.4. Буренин А.Н. Рынки производных финансовых инструментов. – М.: Инфра-М, 1996.С. 368.

2.1.5. Кондратьев Н.Д. Проблемы экономической динамики.-М.: Экономика, 1989. С. 246.

2.1.6. Миркин Я.М. Рынок ценных бумаг России: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития.-М.: Альпина Паблишер, 2002.С. 583.

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

2.1.8. Петере Э. Хаос и порядок на рынках капитала.-К.: Альфа Капитал, Лагос, 1997.С. 230.

2.1.9. Рубцов Б.Б. Современные фондовые рынки.-М.: Альпина Бизнес Букс, 2006.С. 320

2.1.10 Разумов О.С. Анализ и синтез систем: теория и практика. - М.: Атлас, 2003.С.47

- 2.1.11. Сорос Дж. Алхимия финансов. – М.: Инфра-М, 1996.С. 340.
- 2.1.12. Сорос Дж. Кризис мирового капитализма.– М.: Инфра-М, 1999.-420 с.
- 2.1.13. Твид Л. Психология финансов. -М.: ИК Аналитика. 2002.-243 с.
- 2.1.14. Туруев И.Б. Мировое значение американских финансовых институтов: Монография. - М.: МАКС Пресс, 2003. - 320с.
- 2.1.15. Хикс Дж.Р. Стоимость и капитал. – М.: Прогресс. 1988. -365 с.
- 2.1.16. Штольте П. Инвестиционные фонды. – М., 1996.-225 с.
- 2.1.17. Шохаъзамий Ш.Ш. Рынки: финансовые и ценных бумаг.-Т.: ТФИ, 2003.-196 с.
- 2.1.18. Шохаъзамий Ш.Ш. Основы приватизации, рынок ее объектов и услуг.-Т.: Ибн Сино, 2004.-928 с.
- 2.1.19. Шохаъзамий Ш.Ш. Основы теории и практика экономики приватизации.-Т.: Ибн Сино, 2004.-852 с.
- 2.1.20. Шохаъзамий Ш.Ш. Основы секьюриметрики.-Т.: Iqtisod-moliya, 2005.-376 с.
- 2.1.21. Шохаъзамий Ш.Ш. Секьюриметрика.-Т.: Ўзбекистон миллий энциклопедияси. Давлат миллий нашриёти, 2005.-473 с.
- 2.1.22. Шохаъзамий Ш.Ш. Основы финансового инжиниринга.-Т.: Iqtisod-moliya, 2005.-264 с.
- 2.1.23. Шохаъзамий Ш.Ш. Биржевая деятельность -Т.:Ilm ziyo, 2006.-С.57.
- 2.1.24. Шохаъзамий Ш.Ш. Экономическая системология: концепция и применение.-Т.: Iqtisod-moliya, 2010.-420с.
- 2.1.25. Эрнандо Де Сото. Загадка капитала. Почему капитализм торжествует на Западе и терпит поражение во всем остальном мире./Пер. с англ.- М.: ЗАО Олимп-Бизнес, 2001.-272 с.

3. Диссертация ва диссертация авторефератлари

- 3.1. Алиев М.Г. Проблемы совершенствования механизма регулирования рынка ценных бумаг в Республике Узбекистан: Автореферат дисс.... канд. экон. наук.-Ташкент, 2000.-20 с.

- 3.2. Алиев У.М. Пути совершенствования функционирования инфраструктуры рынка ценных бумаг: Автореферат дисс.... канд. экон. наук.-Ташкент, 2008.-21 с.
- 3.3. Акромов Х.М. Ўзбекистон Республикаси фонд бозорининг ривожланишига макроиктисодий сиёсатнинг таъсири: Дисс. автореферати. и.ф.н.-Ташкент, 2010.-22 б.
- 3.4. Бутиков И.Л. Проблемы формирования и функционирования рынка ценных бумаг в Узбекистане: Автореферат дисс.... доктора. экон. наук.-Ташкент, 2009.-42 с.
- 3.5. Додиев Ф.У. Инвестицион фаолиятни молиявий рағбатлантириш: Дисс. автореферати. и.ф.н.-Ташкент, 1998.-21 с.
- 3.6. Ли А.А. Международный опыт развития муниципальных ценных бумаг и его применение в условиях Узбекистана: Автореферат дисс.... канд. экон. наук.-Ташкент, 2002.-20 с.
- 3.7. Мирзаев Ф.И. Молия бозори операциялари рискларини баҳолаш усуллари (қимматли қоғозлар мисолида): Дисс. автореферати. и.ф.н. - Ташкент, 2002.-20 с.
- 3.8. Мирисаев А.А. Финансовые аспекты повышения эффективности деятельности приватизированных предприятий: Автореферат дисс.... канд. экон. наук.-Ташкент, 2008.-19 с.
- 3.9. Муминов С.Ф. Интеграция Узбекистана в международный фондовый рынок: экономико-правовые аспекты: Автореферат дисс.... канд. экон. наук.-Ташкент, 2004.-21 с.
- 3.10. Насиров Э.М. Фонд бозорида тижорат банклари ролини ошириш масалалари: 08.00.07.: Дисс. автореферати. и.ф.н. / Банк-молия академияси. - Тошкент, 2006 йил. – 21 б.

4. Журнал ва газетадаги мақолаларга ҳаволалар

- 4.1. Аминова А. Опыт развития институтов саморегулирования на фондовом рынке.//Рынок, деньги и кредит, Т., 2007, №11.-с.50-52.

- 4.2. Головнин М. Финансовая глобализация и ограничения национальной денежно-кредитной политики.//Вопросы экономики, М., №7, 2007.-сс.20-34;
- 4.3. Данилов Ю. Частные инвестиции, проходящие через рынок ценных бумаг, это именно тот механизм, который обеспечил решение двуединой задачи – рост инвестиций с одновременным снижением инфляции.//Эксперт, М., №13, 2006.-сс.57-59.
- 4.4. Дворецкая А.Е. Ресурсы рынка капитала как источник финансирования реального сектора экономики.//Вопросы экономики, М.,№11, 2007.-сс.93-103;
- 4.5. Дворецкая А.Е. Эффективный рынок капиталов и экономический рост.//Финансы, М.,2007, №3.-с.56.
- 4.6. Котляров М.А. Перспективы мегарегулирования на рынке финансовых услуг.//Финансы, М., 2007, №9.-сс.52-54.
- 4.7. Kul B. Luintel, Mosahid Khan, Philip Arestis, Konstantinos Theodoridis. Financial structure and economic growth.//Journal of Development Economics, 28 November 2007.
- 4.8. Навой А.В. Структурный анализ международного движения капитала.//Деньги и кредит, М., №1, 2007.- С.39-48.
- 4.9. Навой А.В. Прямые инвестиции: не прямой путь в экономику.//Вопросы экономики, М., 2007. №11.-С.63-75.
- 4.10. Prasad, E., Rogoff, K., Wei, S-J., Kose, A. (2003). 'Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence.'-Wash., DC: International Monetary Fund Occasional Paper № 220. - 86p.
- 4.11. Райская Н.Н., Сергиенко Я.В., Френкель А.А. Фондовый рынок в системе финансирования инвестиций и инноваций.//Мировая экономика и международные отношения, М., №11, 2007.-сс.30-35.

- 4.12. Розанова Н., Назаренко А. Влияние фондового рынка на экономическую динамику в модели перекрывающихся поколений.//Вопросы экономики, М., №4, 2007.-с.60-69.
- 4.13. Смирнов А. Кредитный “пузырь” и перколяция финансового рынка.//Вопросы экономики, М., №10, 2008.-с.4-31.
- 4.14. Хмыз О.В. Международный рынок капиталов.//Финансы и статистика, М., 2002.-с.3-17.
- 4.15. Хмыз О.В. Международная финансовая интеграция коллективных инвесторов.//Финансы, М., №8, 2007.-с.55-59.
- 4.16. Хоминич И.П. Финансовая глобализация.//Банковские услуги, М., №8, 2002. – с.2-13.
- 4.17. Чепель С.В. Воздействие глобального кризиса на Узбекистан: механизмы и меры по ограничению рисков.//Рынок, деньги и кредит, Т., №6, 2009.-с.9-14.
- 4.18 Чепель С.В. Какой экономический рост обеспечит повышение конкурентоспособности стран СНГ: результаты эмпирического анализа//Экономический анализ: теория и практика, М., №23, 2007 г.-с.56-64.
- 4.19. Шохаъзамий Ш.Ш. О совершенствовании модели и механизма корпоративного управления акционерными обществами в Узбекистане.//Рынок деньги и кредит, Т., 2004 г., №11- С. 47-50.
- 4.20. Шохаъзамий Ш.Ш. Возможности создания макрорегулятора финансового рынка в Узбекистане.//Рынок деньги и кредит, Т., 2006 г., №4- С. 6-9.
- 4.21. Шохаъзамий Ш.Ш. Формирование рынка ипотечных ценных бумаг.//Рынок деньги и кредит, Т., 2006 г., спец.выпуск.- С. 43-44.
- 4.23. Шохаъзамий Ш.Ш. Финансовый инжиниринг: основы теории, мировой опыт и концепция развития.//Молия, Т., №1, 2008 г.- С. 9-16.
- 4.24. Шохаъзамий Ш.Ш. Жаҳон молиявий инқирози: сабаблари, давомийлиги ва сабоқлар.//Иқтисодиёт ва таълим, Т., №4, 2008-бб.114-119.

- 4.25. Шохаъзамий Ш.Ш. Концепция сущности рынка ценных бумаг.//Молия, Т., №1, 2009.-сс.82-91.
- 4.26. Шохаъзамий Ш.Ш. Сравнительный анализ рынков ценных бумаг развивающегося мира и выводы для Узбекистана.//Экономика и финансы, М., №2 (155), 2009.-сс.26-27.
- 4.27. Шохаъзамий Ш.Ш. Макроэкономические условия и потенциал антикризисных мер – главные предпосылки стратегического развития рынка ценных бумаг в Узбекистане.//Биржа эксперт, Т., №7-8, 2009.-сс.50-57.
- 4.28. Шохаъзамий Ш.Ш. Молия бозорини тартиблаштириш тизимини такомиллаштириш.//Жамият ва бошқарув, Т., 2009, №2.-б.-23-36.
- 4.29. Шохаъзамий Ш.Ш. Концепция экономической системологии.//Молия, Т., №4, 2009.-сс.8-15 (продолжение статьи в №1, 2010.-сс.7-12).
- 4.30. Шохаъзамий Ш.Ш. Как можно оценить “пузырь” на рынке ценных бумаг.//Биржа эксперт, Т., №1, 2010.-сс.35-38.
- 4.31. Шохаъзамий Ш.Ш. Новая фаза развития рынка ценных бумаг.//Рынок деньги и кредит, Т., 2010 г., №3- б. 37-38.

5. Семинарлар, симпозиумлар, конференциялар материаллари.

- 5.1. Азимов Р.С. “Узбекская модель” реформирования и модернизации экономики, её эффективность в преодолении последствий мирового финансово-экономического кризиса.//Материалы Международной научно-практической конференции “Мировой финансово-экономический кризис, пути и меры по его преодолению в условиях Узбекистана” (на основе книги Президента Республики Узбекистан И.А.Каримова), Ташкент, 22 мая 2009 г., Часть 1.-Т.: Узбекистан, 2009.-сс.6-18.
- 5.2. Саидова Г.К. Основные меры Антикризисной программы Узбекистана и ожидаемый эффект от её реализации.//Материалы Международной научно-практической конференции “Мировой финансово-экономический кризис, пути и меры по его преодолению в условиях Узбекистана” (на

основе книги Президента Республики Узбекистан И.А.Каримова), Ташкент, 22 мая 2009 г., Часть 2.-Т.: Узбекистан, 2009.-сс.3-13.

5.3. Расулев А.Ф. Узбекистан как составная часть мирового пространства и глобального финансово-экономического рынка.//Материалы Международной научно-практической конференции “Мировой финансово-экономический кризис, пути и меры по его преодолению в условиях Узбекистана” (на основе книги Президента Республики Узбекистан И.А.Каримова), Ташкент, 22 мая 2009 г., Часть 2.-Т.: Узбекистан, 2009.-сс.14-23.

5.4. Чепель С.В. Макроэкономические предпосылки модернизации экономики на среднесрочную перспективу и потенциал антикризисных мер.//Материалы Международной научно-практической конференции “Мировой финансово-экономический кризис, пути и меры по его преодолению в условиях Узбекистана” (на основе книги Президента Республики Узбекистан И.А.Каримова), Ташкент, 22 мая 2009 г., Часть 2.-Т.: Узбекистан, 2009.-сс.54-59.

5.5. Шохаъзамий Ш.Ш. Вопросы совершенствования механизма корпоративного управления и его финансирования в Узбекистане// Материалы международной научно-практической конференции “Проблемы внедрения лучшей практики корпоративного управления”.-Т., 2006.-С. 58-60.

5.6. Шохаъзамий Ш.Ш. Концепция экономической системологии и её применение для системного анализа рыночно-экономических систем //Материалы Республиканской научно-практической конференции “Совершенствование бухгалтерского учета, аудита и анализа в условиях мирового финансово-экономического кризиса”.-Т.: ТФИ, 2009.-сс.151-162.

5.7. Шохаъзамий Ш.Ш. Экономическая системология: теория и принципы применения.//Материалы международной научно-практической конференции “Трансформация экономических отношений в условиях

преодоления последствий глобального финансово-экономического кризиса”.- М.: МГУ, 2010.- сс.394-395.

5.8. Шохаъзамий Ш.Ш. Концепция системы макрорегуляторов финансовых рынков с метастабиллизатором.//Материалы международной научно-практической конференции “Эффективность антикризисных программ и приоритеты посткризисного развития”.- Т.: Узбекистан, 2010.- сс.120-130.

6. Интернет сайтлари

6.1. www.europa.eu.int.

6.2. www.cbr.ru.

6.3. www.econstats.com.

6.4. www.fsfm.gov.ru.

6.5. www.fsgs.ru.

6.6. www.gov.uz

6.7. www.eurostat.org

6.8. www.cer.uz

6.9. www.deponet.uz.

6.10. www.sec.uz.

6.11. www.uzse.com

6.12. www.worldbank.org

6.13. www.worldexchange.org

6.14. www.standardandpoors.ru

6.15. www.moodys.com