

## XALQARO INVESTITSIYA, FOND BIRJALARI VA HUQUQIY MADANIYAT

Musayev Navruzjon Eshberdi o'g'li

*“OCTOBANK” AJ Muammoli aktivlar bilan ishlash departamenti direktori*

**Annotatsiya:** *Ushbu tezisda xalqaro investitsiya, fond birjalari va huquqiy madaniyat, haqida ma'lumotlar berilgan.*

**Kalit so'zlar:** *Xorijiy investitsiyalar, investitsiya, investorlar, moliyaviy barqarorlik, moliya, kredit, qarz, kapital.*

Xorijiy investitsiyalar — chet el investorlari tomonidan yuqori darajada daromad olish, samaraga erishish maqsadida mutloq boshqa davlat iqtisodiyotining, tadbirkorlik va boshqa faoliyatlariga safarbar etadigan barcha mulkiy, moliyaviy, intellektual boyliklaridir.

Umuman olganda, xalqaro mablag'lar ular investitsiya qayerdaligiga qarab uch asosiy turga bo'linadi:

- global;
- mintaqaviy;
- sanoat investitsiya fondlari;

Global xalqaro investitsion fondlar nafaqat bir mamlakatdan emas, balki butun dunyodagi aksiyalarga sarmoya kiritmoqda. Misol uchun, PGM Hindiston Global Equity Opportunities Fund PGIM Jennison Global Equity Opportunities Fund orqali AQSh, Fransiya, Singapur, Shveytsariya va boshqa mamlakatlardan aksiyalarga sarmoya kiritadi.

Mintaqaviy xalqaro investitsion fondlar faqat bitta mamlakat yoki mintaqada mavjud bo'lgan fond bozoriga investitsiya qiladi. Indeks fondlari bunga ajoyib misol. Ular bitta bozordan (mamlakatdan) bitta indeksni kuzatadilar. Misol uchun, S&P 500 indeksidagi barcha aksiyalarga sarmoya kiritadigan Motilal Oswal s&P 500 indeks fondi. Sanoat fondlari juda ixtisoslashgan va muayyan sektorning afzalliklaridan foydalanishga intiladi. Masalan, sog'liqni saqlash, energetika va boshqalar. Investorlar uchun hayotni osonlashtirish uchun o'zaro fondlar reytinglari yaratildi. Dunyoda o'zaro fondlarni baholaydigan ko'plab mustaqil reyting agentliklari mavjud emas. AQShda eng nufuzli "Morningstar" yulduz reytingini taqdim etadi. Bundan tashqari, Standard & Poors, Feri, Lipper, Evro Fondnote va Stiftung Warentest kabi o'zaro fondlarni baholaydigan boshqa agentliklar mavjud. Nazariy jihatdan, o'zaro fondlar reytinglari investorlar o'z aktivlarini taqsimlashga yordam berish uchun bozor ishtirokchilariga ob'ektiv, yangi va foydali ma'lumotlarni taqdim etishi kerak. Ko'p o'zaro mablag'lari reyting agentliklari soddalashtirilgan ball natijalari ko'rsatish. Morningstarga kelsak, ular bu reytingni yulduzlarga taqdim etadilar. Tajribasiz sarmoyadorlar ushbu qisqartirilgan reytinglarga tayanishga odatlangan, chunki ular o'zaro fondlar tomonidan

taqdim etilgan keng ko'lamli investitsiya imkoniyatlarini baholay olmaydilar. Morningstar, investorlar reytingni faqat boshlang'ich nuqtasi sifatida ishlatishlari kerakligini va shuning uchun faqat yulduz reytingiga tayanmasligini aytadi.

Reytingning yakuniy bahosi quyidagi elementlarga asoslangan:

- Jamg'armani boshqarishning umumiy tarkibi;
- Boshqaruv kengashi va boshqaruv o'rtasidagi munosabatlar;
- Mustaqil boshqaruv kengashi a'zolarining ulushi;
- Boshqaruv kengashi a'zolarining biografik ma'lumotlari va ularning mustaqilligi;
- Mukofot va imtiyozlar;
- Menejrlarning ta'lim darajasi;

Korporativ madaniyat umumiy ballning 40% ni tashkil etadi va xususan, ishonchli majburiyatlarni o'z ichiga oladi. Tahlil qilingan jihatlar fondning investitsion jarayonning axborot va barqarorligini qanday namoyon etganini ko'rsatadi. Nazorat sifati reytingning 20 % ni tashkil qiladi. Bu hukumat harakatlari investorlar manfaatlari bilan muvofiqligini ko'rsatadi. Kengash a'zolarining kamida 75 % mustaqil bo'lishi kerak, bu esa SEC talablariga javob beradi. Uzoq muddatli rivojlanishni qo'llab-quvvatlaydigan kompensatsiya tuzilishi ijobiy hisoblanadi va aksincha. Asosan fondning faoliyati va faoliyati natijalariga asoslangan reytinglar o'zaro fondlarni ko'rib chiqishda asosiy investitsiya mezonlari hisoblanadi. Ayniqsa, AQShning Morningstar fondi reytingidagi o'zgarishlarga bozor munosabatini kuzatishda yulduz reytingining ta'siri sezilarli darajada oshib bormoqda. AQSh va Buyuk Britaniyadagi o'zaro fondlarga qarshi kurash oqimlari asosan Morningstar reytingiga va uning o'zgarishiga bog'liq, shuning uchun AQSh va Buyuk Britaniyadagi reytinglar bilvosita o'tgan ko'rsatkichlarga bog'liq. Jamg'armaning o'tmishdagi ishlashi sizning fikringizcha muhim emas, chunki o'tgan ko'rsatkichlar kelajakdagi daromadlarni taxmin qilmaydi. Biroq, o'tgan ko'rsatkichlar fondning ma'lum bir vaqt ichida qanday o'zgaruvchan yoki barqaror ekanligini ko'rsatadi. Ko'proq uchuvchi fond, yuqori investitsiya xavfi. O'tgan natijalar, odatda, uzoq muddatli istiqbolda doimiy emas. Ushbu reyting bo'yicha adabiyot, bu reyting umuman kelajakdagi ko'rsatkichlar yoki aktivlar aylanmasini taxmin qila oladimi, degan savolga aniq javob bermaydi. Biroq, boshqaruv sifati va korporativ madaniyat eng muhim ko'rinadi. Boshqa tomondan, menejning motivatsiyasi komponenti juda kam ahamiyatga ega. Biroq, yuqorida aytib o'tilganidek, reytinglar faqat korporativ omillarni aks ettiradi va tajribasiz investorlar ko'pincha investitsion qarorlar qabul qilishda e'tiborga olinishi kerak bo'lgan boshqa omillarni e'tiborsiz qoldiradilar. Investorlar, shuningdek, ishlashga ta'sir qilishi mumkin bo'lgan doimiy va osongina kuzatiladigan elementlarga e'tibor berishlari kerak. Ilmiy adabiyotlarda bu elementlar alohida muhokama qilinadi. Topilgan omillar investorlar uchun afzalliklar yoki kamchiliklarni ko'rsatishi mumkin bo'lgan ba'zi xususiyatlarni ko'rsatadi.[1]

Ular orasida, misol sifatida quyidagilarni aytish mumkin:

- Jamg'arma to'lovlari va xarajatlari;
- Jamg'arma bankka tegishli;
- Jamg'arma hajmi, aktivlar oqimlari va chiqish xavfi;
- Boshqaruv tuzilishi;
- Fond yoki oila fondida boshqaruvchi va boshqaruv a'zosining ulushi;
- Menedjerning ta'lim darajasi;

Biznesni tark etish bo'yicha qarorlar kichik yoshdagi biznesmenlar va samarasiz mablag'lar va yuqori to'lovlarni to'laydigan mablag'lar bilan amalga oshirilishi mumkin. Kam mablag'ga ega bo'lgan eng kichik mablag'lar ko'pincha boshqaruv ostida bo'lgan aktivlar bilan bog'liq xarajatlarni qoplash imkoniyatiga ega emasligi sababli yo'q qilinadi. Kam samaradorlik faqat oila ichidagi birlashma holatlarida muhimdir. Noyob portfelni taklif etadigan o'zaro fondlar boshqa oilaga tugatilishi yoki sotilishi ehtimoli kamroq va oila ichidagi birlashmalar katta biznesmen oilalarida tez-tez uchraydi. Shu sababli, birlashish investitsiya strategiyasi bilan fondlar orasida juda ko'pdir, chunki bu amalga oshirish xarajatlarini kamaytiradi.[2]

Bank bilan bog'liq o'zaro fondlar manfaatlar to'qnashuvining kuchayib borayotganini ko'rsatadi, chunki fondni boshqarish tortishuvlarga sabab bo'ladi. Boshqaruv fond investorlariga nisbatan ishonchli majburiyatlarga ega bo'lsa-da, ular boshqa korxonalar bilan ishlaydigan bank tomonidan to'lanadi. Hozirgi vaqtda bankka tegishli bo'lish muhim omil hisoblanadi. Chunki, AQShda investitsiya fondlarining taxminan 40 foizi banklar bilan bog'liq. Ushbu mablag'lar yaxshi tadqiqot resurslari, tranzaksion xarajatlarning pastligi va ba'zan filialning mijozlari haqida ko'proq ma'lumotga ega bo'lishi mumkin. Ushbu ma'lumot fondga dastlabki aksiyalarni joylashtirish (IPO), ikkilamchi aksiyalarni joylashtirish (SEO) va bankning kredit biznesidan kelib chiqadi. Ushbu ma'lumotlarning bir qismi "oddiy" bozor ishtirokchilari uchun mavjud emas va shuning uchun shaxsiy ma'lumotdir.

Amalda o'zaro fondlar odatda SEO va IPO aksiyalarini o'z ichiga oladi. Bu shuni anglatadiki, ushbu investitsion fondlar teng bo'lmagan investitsiya banklarining affillangan fondlaridan kamroq samarali bo'lib, bu fondlardagi investorlar investitsiya bankiga tegishli bo'lgan mablag'larga salbiy ta'sir ko'rsatmoqda. Kechikish yillik boshiga 1.7 % uchun 1 % dan hisoblanadi. Yaqinda o'tkazilgan tadqiqotlar shuni ko'rsatadiki, aksariyat hollarda investitsiya banklari bilan bog'liq investitsiya fondlari investorlari o'z daromadlarini yo'qotadilar. 19 yil davomida kuzatilgan xarajatlar 14 marta investitsiya bankiga qo'shilishdan foyda ko'rdi. Investitsiya banklari investitsiya banklarida o'z daromadlarining katta qismini (65 % gacha) va ularning o'zaro fondlarida 10 % dan kamini ishlab chiqaradi.[3]

O'zaro fond menejerlari, ayniqsa, qisqa muddatda, bank va uning aksiyadorlari manfaati uchun, lekin bu salbiy ta'sir ko'rsatadigan o'zaro fond investorlari manfaati uchun emas. Uzoq muddatda bu bank aksiyadorlari uchun oqibatlariga olib kelishi

mumkin, chunki eng yomon ko'rsatkichlarga ega bo'lgan fond mablag'larning chiqishi bilan bog'liq bo'lishi mumkin, bu ham ota-bankka ta'sir qiladi. Korporativ boshqaruv va uning ta'siri mutaxassislar orasida tortishuvlarga sabab bo'ladi. Ba'zilar, investitsion fondlar "faqat" kutilgan rentabellikni tashvishlantiradi va portfelidagi aksiyalarni malakali boshqarish foniga tushadi. Boshqa tadqiqotlar shuni ko'rsatadiki, institutsional investorlar o'zlarining aktsiyalarini sotib olgan firma boshqaruvining yaxshi tuzilmasi muhimligini tan oldilar. Ushbu investorlar yaxshi boshqaruvda o'z ulushlarini oshiradilar. Natijada, umuman olganda, yaxshi boshqariladigan firmalar suiste'mol yoki moliyaviy firibgarlikda ishtirok etish ehtimoli kamroq.[4]

Birinchi, boshqaruv kengashi a'zolari uchun opsiyaga asoslangan to'lov bilvosita firmada ishtirok etish ulushini ifodalaydi, bu esa aksiyadorlar bilan yanada samarali muzokaralar orqali samaradorlikka ijobiy ta'sir ko'rsatadi.

Ikkinchi, samaradorlik bilan bog'liq to'lovlar boshqaruv kengashi a'zolarining bir vaqtning o'zida turli xil boshqaruv Kengashlarining ishlarida ishtirok etishiga turtki berishi mumkin. Bir nechta kengashlarda joy egallagan mustaqil boshqaruv kengashi a'zolarining yetishmasligi, zaif ishlagan menejerlarga nisbatan ko'proq bag'rikenglikdir. O'zaro fondni boshqarish reytingi o'zaro fondlar portfelidagi aktsiyalarning korporativ sifati bilan ijobiy bog'liq. Bundan tashqari, yuqori boshqaruv reytingiga ega mablag'lar bunday kompaniyalarni monitoring qilish uchun ko'proq vaqt sarflaydi. Yomon boshqariladigan investitsiya fondlari odatda fondga sarmoya kiritadigan boshqaruv foydasiga ovoz beradi. Ishonchnoma bo'yicha ovoz berishda faol monitoring va ishtirok etish qimmat. Shuning uchun, mutaxassislar ko'p hollarda o'zaro mablag'larini bunday harakatlar jalb qilmay deb taklif, va ularning noroziligini izhor va korporativ jinoyatlarni kashf qachon ularning aktsiyalarini sotish.

Boshqaruvning umumiy darajasi va portfel aylanmasi doimiy ravishda salbiy bog'liqdir. Korrelyatsiya 80 kvantilga nisbatan kuchliroq va mazmunli bo'lib, keyinchalik korrelyatsiya ta'siri kamayadi va 90 kvantilda ahamiyatsiz bo'ladi. Boshqaruv sifati va korporativ madaniyat eng muhim tarkibiy qismlardir. Yaxshi boshqariladigan investitsion fondlardan yomon boshqariladigan alfadagi farq har yili 1dan 1,5% gacha, menejerni rag'batlantirish esa faqat kichik ta'sirga ega, ya'ni ba'zi kvantillarda.

Yaxshi korporativ madaniyat odatda barqaror va ishonchli natijani bildiradi. Bu umuman investorlar va kompaniya (o'zaro investitsiya fondi) uchun foydalidir. Kamroq o'zgaruvchan natijalar menejerlarga (potentsial) zararni qoplash uchun xavfni oshirish uchun kamroq rag'batlantirishni taklif qiladi.

Statistik ma'lumotlarga ko'ra, yaxshi boshqariladigan mablag'lar yomon boshqarilganlardan yiliga 1,5% gacha. Yomon boshqariladigan investitsiya fondlarining past samaradorligi ushbu natijaga jiddiy ta'sir ko'rsatadi.[5]

Yaxshi korporativ madaniyat uchta asosiy elementni o'z ichiga oladi:

1. Xulq-atvor qoidalari va qoidalari konsensusi korporativ huquqbuzarliklarni aniqlashni osonlashtiradi va ularni oldini oladi.

2. "Maqsadlarni muvofiqlashtirish" qaror qabul qilishda noaniqlikni pasaytiradi va murakkab munozaralar ehtimolini kamaytiradi.

3. Motivatsiya va harakatni kuchaytirish, chunki xodimlar o'z harakatlarining mazmunli ekanligini va ular mustaqil ekanliklarini his qilishadi.

Boshqaruvni rag'batlantirish elementlari juda samarali emas. Buning ajablanarli joyi yo'q, chunki menejerlar uchun rag'batlantirishga kiritilgan boshqaruv xoldinglari va mukofot tuzilishi odatda o'zaro investitsiya fondining xatti-harakatlariga teskari ta'sir ko'rsatadi.

Agar aktivlar standartdan farq qiladigan bo'lsa, o'zaro fondlar o'zlarining mos yozuvlar ko'rsatkichlaridan oshib ketishi mumkin. Ma'lumot ko'rsatkichidan chetga chiqish omillarni tanlash yoki aksiyalarni tanlash imkoniyati tufayli yuzaga keladi. Aksiyalarni tanlash imkoniyati haqida gap ketganda, u alohida tanlangan aksiyalar bilan ifodalanadi. Shunday qilib, aksiyalarni faol ravishda tanlaydigan mablag'lar ham menejerlar yaxshi aloqalarga ega bo'lgan va shuning uchun asosan aksiyalarni tanlagan fondlardir. Olingan ma'lumotlarga ko'ra, xavf ostida bo'lgan va faol ulushi o'zgargan investitsion fondlar odatda kamroq samarali ishlaydi. Eng ko'p faol ulushga ega bo'lgan investitsiya fondlari yiliga 1,5–2,4 % komissiyalar tushgunga qadar nazorat ko'rsatkichidan oshib ketadi, bu esa aksiyalarni tanlash qobiliyatini ko'rsatadi. Eng kam faol ulushga ega bo'lgan mablag'lar mos yozuvlar bo'yicha 0,1 % dan 0,6 % gacha bo'lgan ulushni tashkil qiladi. Statistik ma'lumotlarga ko'ra, eng yuqori faol ulushga ega bo'lgan ikkita kvintilda joylashgan investitsion fondlar yiliga 1 - 2 foizga, eng kam faol ulushga ega bo'lgan kvintillardan ustundir. Bundan tashqari, kichik mablag'lar odatda kattalarga nisbatan faolroq. Aksariyat hollarda o'zaro fondlarning faol ulushi taxminan 70 %, fond esa 1 milliard dollar hajmga ega emas. Shundan so'ng, fond hajmi 60 milliard dollarga yetgunga qadar faol ulush 10% ga kamayadi, natijada faol ulush 50% ga kamayadi. Kichik mablag'lar katta investitsion fondlarga nisbatan ko'proq investitsiya imkoniyatlari va likvidlik cheklovlari bilan tavsiflanadi. Keyingi qadam, o'zaro fondlarni faol ulushga ta'sir qilish va kuzatuv xatolari nuqtai nazaridan ularning ishlashiga mos ravishda baholashdir.

Natijada, ushbu tadqiqot investorlar tomonidan investitsion fondlarni tanlashda qanday mezonlardan foydalanish kerakligini tahlil qildi. Investitsiya fondlari investorlari boshqa muhim omillarni hisobga olmaganda, o'tgan natijalarga eng ko'p e'tibor berishadi. Bu, masalan, o'zaro fondlar, boshqaruv masalalari yoki o'zaro fondlarning faol ulushi bilan bog'liq xarajatlar. Xarajatlar va to'lovlarni kamligini baholash qiziqish uyg'otadi. Chunki bu xarajatlar investorlarning daromadlariga bevosita salbiy ta'sir ko'rsatadi. O'zaro fondlarni, ayniqsa, chakana investorlarni tanlashda boshqaruv mezonlari ahamiyatsiz bo'lib chiqadi, bu esa ushbu mezonlarning ahamiyatini tushunmasligidan dalolat beradi. Shunga qaramay, so'nggi janjallar

chakana investorlar orasida ham ushbu mezonlarga nisbatan xabardorlikni oshiradi. Yevropada o'zaro fondlarning aksariyati banklar orqali taqsimlanadi, shuning uchun banklar bilan bog'liq mablag'lar banklar bilan bog'liq bo'lmaganlarga nisbatan ancha zaif natijalar oqimini ko'rsatadi. Yana bir haqiqat shundaki, Evropada investitsiya fondlari ko'pincha banklar bilan bog'liq bo'lmagan investitsion fondlarga qaraganda qimmatroq.

Yuqoridagi modellar ayrim investorlar o'zaro fondlarning asosiy funksiyalarini tushunishmaydi va faqat banklarning maslahatiga amal qilishadi. Bundan tashqari, ayniqsa, mukammal ishlash manbalariga nisbatan ko'plab tadqiqotlar o'tkazish kerak. Buning sababi, adabiyotda odatda boshqa jihatlarni qo'shmasdan "faqat" kichik jihatni aks ettiradi.

### FOYDALANILGAN ADABIYOTLAR:

1. A. Mamatov Investitsiyalarni tashkil etish va moliyalashtirish. Toshkent-2007.[1]
2. Xujankulov D. Yu., Ismailov D. A. Investitsiya loyihalarini boshqarish. qo'llanma.[2]
3. M. S. Qosimov Investitsiya loyihalarini tahlili Toshkent-2011[3]
4. www.ziyonet.uz.[4]
5. www.liblary.uz[5]
6. Игонина Л.Л. «Инвестиции» Учебник. 2-изд. М.: Магистр 2008[6]
7. Есипов В.Е. и др. Коммерческая оценка инвестиций. Учебное пособие КНОРУС М.: 2009. 258-450 стр.[7]
8. Джеральд Аппель «Эффективность инвестиции» СПб.: Питер 209 стр.[8]
9. Кольмыкова Т.С «Инвестиционный анализ» Учебное пособие М.: ИНФРА-М 2009. Учебники экономического факультета МГУ им. Ломоносова[9]
10. Кравченко Н.А. Инвестиционный анализ Изд. «ДЕЛО» М.: 2007 стр. 219-233[10]
11. Сухарев О.С., Шманов С.В., Курьянов А.М. «Экономическая оценка инвестиций» М.: Альфа-пресс. 2008 стр. 9-137[11]