

## ИНВЕСТИЦИЯ ФОНДЛАРИДА МОЛИЯВИЙ МУНОСАБАТЛАРНИ ТАШКИЛ ЭТИШНИНГ ЎЗИГА ХОС ХУСУСИЯТЛАРИ

Каримов Норбой Ганиевич,  
ТДИУ профессори, и.ф.д.  
E-mail: [norboy.karimov@mail.ru](mailto:norboy.karimov@mail.ru)

Султанов Махмуд Ахмедович,  
ТДИУ ҳузуридаги ИТМ катта илмий ходими  
E-mail: [makhmud.sultanov@bk.ru](mailto:makhmud.sultanov@bk.ru)

**Аннотация:** Ушбу мақолада инвестиция фондларининг молиявий ресурсларини шаклланиши ва улардан фойдаланишнинг ўзига хос жиҳатлари очиб берилган ҳамда молиявий ресурсларни шакллантириш ва уни самарали жойлаштиришдаги муаммолар тадқиқ этилиб, ушбу муаммоларни бартараф этиш юзасидан таклиф ва тавсиялар ишлаб чиқилган.

**Аннотация:** В данной статье раскрываются особенности формирования и использования финансовых ресурсов инвестиционных фондов, а также исследованы проблемы формирования и эффективного размещения финансовых ресурсов и разработаны рекомендации и предложения их устранения.

**Abstract:** In this article features of formation and use of financial resources of investment funds are raised, and also problems of formation and effective allocation of financial resources are investigated and recommendations and proposals for their elimination are developed.

**Калит сўзлар:** молия бозори, фонд бозори, молия сектори, молиявий воситачилар, коллектив инвестициялаш институтлари, институционал инвесторлар, инвестиция фондлари, дивиденд, қатъий белгиланган харажатлар.

### Кириш

Ушбу мақола мавзусининг долзарблиги қуйидагилар билан асосланади:

Биринчидан, ҳозирда мамлакатимиз миллий фонд бозори пул ресурсларини тақсимлаш ва қайта тақсимлашдек, яъни инвестицияларни самарали жалб этишдек муҳим вазифасини тўлиқ уддалай олмаяпти. Маълумки, жаҳон иқтисодиётида халқаро капитал ҳаракати кўп жиҳатдан мамлакатлар миллий фонд бозорининг ривожланиш даражасига бевосита боғлиқдир. Фикримизнинг далили сифатида айтишимиз мумкинки, ҳозирда хорижий давлатларда фонд бозори ёки қимматли қоғозлар бозорининг ЯИМдаги салмоғи сезиларли даражада ошиб бормоқда. Хусусан, 2017 йил бошига ушбу кўрсаткич АҚШда 37 фоизни, Японияда 35, Францияда 33, Италияда 32, Германияда 31, Жанубий Кореяда 24, Голландияда 23, Хитойда 19 фоизни ташкил этиб турган бир шароитда, мамлакатимизда бу кўрсаткич атиги бир фоизни ҳам ташкил этмайди. Бу эса, мамлакатга инвестицияларни самарали жалб этиш учун, аввало, миллий фонд бозорини ривожлантиришни ва институционал инвесторларнинг фаолиятини такомиллаштиришни тақозо этади;

Иккинчидан, мамлакатимизда институционал инвестор сифатида фақатгина тижорат банклари ва қисман суғурта компаниялари молиявий секторнинг ривожланишига ҳисса қўшиб келмоқда. Инвестиция фондлари эса йилдан-йилга камайиб бориш тенденциясига эга бўлмоқда. Тараққий этган мамлакатларда молия бозорида инвестиция фондларининг турли кўринишларини фаоллиги ва уларни

аҳолининг бўш пул малағларини инвестицияларга айлантирувчи асосий институтлардан бири эканини кузатишимиз мумкин;

учинчидан, Республикамизда инвесторларни қимматли қоғозлар бозорига жалб қилиш ва фонд бозорини фаоллаштириш бўйича *харакатлар стратегияси* доирасида “Ўзбекистон Республикаси молия бозорини ўрта муддатли ва узоқ муддатли истиқболда ривожлантириш концепцияси”[1]ни ишлаб чиқиш зарурлиги;

тўртинчидан, Республикамиздаги инвестиция фонд (ИФ)ларининг тўлақонли фаолият юритиш механизмининг етарли эмаслиги, акционер жамиятлари фаолиятидаги муаммолар, фонд бозорининг етарли ривожланмаганлиги, аҳолининг молиявий саводхонлиги каби бир қатор ечимини кутаётган масалалар инвестиция фондларини ривожлантириш бўйича комплекс таъсирчан чора тадбирларни амалга оширишни тақозо этади. Шунинг учун ушбу йўналишдаги вазифаларни долзарб вазифалардан бири сифатида белгиланиши ҳамда ушбу соҳани ривожлантиришда бир қатор муаммоларнинг мавжудлиги бу йўналишда чуқур илмий тадқиқотларнинг олиб борилишини тақозо этади;

бешинчидан, инвестиция фондлари молиявий муносабатларининг амалдаги ҳолати ҳамда хусусиятлари тегишли тарзда уч даражадаги муоммолар билан боғлиқдир: биринчи даража – *молия тизими, унинг соҳа ва бўғинлари* молиявий муносабатларини ташкил этиш ва самарали бошқаришни илмий мушоҳада этишдаги муаммолар; иккинчи даража – *молия бозори ва унинг ривожланиш қонуниятларини* тўғри тушунишдаги муаммолар; учинчи даража – инвестиция фондларининг *коллектив инвестиция институти вакили* ҳамда молия бозоридаги *институционал инвесторлар* бўғини сифатидаги фаолияти билан боғлиқ хусусиятларини тўғри англашдаги муаммолар.

#### **Мавзуга оид адабиётлар таҳлили**

Молиявий сектор, жумладан фонд бозори субъектлари қатори коллектив инвестициялаш институтларидан бири бўлган инвестиция фондларининг молиявий фаолиятини ташкил этишнинг умумназарий масалаларини иқтисодчи-олимлар, жумладан немис олими П. Штольте ҳам тадқиқотлар олиб борган. У инвестиция фондида инвесторнинг манфаатдорлигини, “қимматли қоғозлар бозорида инвестор бу ўз капитал қўйилмаларини хавфсизлигига, мумкин қадар ўз капитал қийматининг ўсишига, қимматли қоғозларни сотиб олиб, аввалом бор дивиденд шаклида даромад олишга манфаатдор шахсдир”[2] - деб эътироф этади. Фикримизча, у инвестиция фондларининг Германияга хос ташкилий моделларига урғу берган ҳолда инвесторнинг ҳимояланганлик даражасига алоҳида эътибор қаратган. Шунингдек, Джерри М. Розенбергнинг терминологик луғатларида инвестиция фондининг бир типи сифатида “ўзаро фонд (mutual fund) ёки ўзаро инвестиция фонди (mutual investment fund) – бу ўз акцияларини соф активларни жорий қиймати бўйича чиқаришга тайёр бўлган инвестиция компанияси бўлиб, акция қиймати жорий даврда фонддаги қимматли қоғозлар портфелини бозор қийматиغا боғлиқ бўлиб, улар одатда инвесторларга янгидан-янги акцияларни тавсия этади” дейилган. Шунингдек, кўпчилик ҳолларда амалиётда инвестиция фондларини (Investment fund), инвестиция компанияларининг (Investment company) синоним атамаси сифатида ҳам қабул қилишади. Шундай экан, “Investment company” - бу ўз капиталини бошқа компанияларга инвестиция қиладиган компания ёки трастдир[3]. Бу атамалар асосан инвестиция фондларини ташкил этишнинг англо-саксон моделига хос бўлиб, АҚШ амалиёти ёки тажрибаси хусусиятларини ўз ичига олган. Маълумки, У. Шарп

инвестиция фондлари портфелига таъсир қилувчи омиллар тадқиқи билан шуғулланган ва ўзининг дунёда оммабоп саналадиган ва иқтисодчилар ўртасида машҳур китобда[4] “Инвестиция компанияси – молиявий воситачиликнинг бир тури бўлиб, улар инвесторлар маблағларини жалб этиб, акция ва облигациялардек молиявий активларни сотиб оладилар, шу билан бирга инвесторлар компания томонидан харид қилинган активлар ва улардан келадиган даромадларга нисбатан маълум бир ҳуқуқга эга бўлади”-деб таъриф берган. Ушбу таъриф ҳам АҚШ тажрибасига хос бўлиб, унда фонд бозорларининг либераллиги, очиқлиги, фаол ва шу билан бирга инқирозларга таъсирчанлиги инobatга олиниб, молиявий воситачи сифатида шуғулланиши ҳам айтиб ўтилган. Россиялик иқтисодчи – олим А.Е.Абрамов инвестиция фондларининг гибридаг асосланган ташкилий моделини ўз ичига олган таърифида “инвестиция фондлари бу- молиявий воситачилар бўлиб, қимматли қоғозлар чиқариш ёки шартномалар тузиш орқали иштирокчи маблағларини жалб қилишни таъминловчи, фойда олиш (топиш) мақсадида қимматли қоғозлар ва бошқа объектларга диверсификациялаш асосида уларни (маблағларни) бирлаштириш ва инвестициялаш, шунингдек, инвесторларга тегишли бўлган соф жорий қийматни мутаносиб улушларда тақсимлашдир[5]- деган бўлса, Ўзбекистонлик таниқли олим ва тажрибали амалиётчи профессор Ш. Ш. Шохазамий инвестиция фонди “инвесторларнинг пул маблағларини ишга солиш мақсадида акциялар сотиб оладиган ва чиқарадиган ҳамда маблағларни фонд номидан қимматли қоғозларга, масъулияти чекланган жамиятлар улушларига, банклардаги ҳисобварақларга ва омонатларга қўядиган юридик шахс инвестиция фондидир”[6] -деб таъриф берган. Шунингдек, жаҳон банки ҳузуридаги иқтисодий ривожланиш институти мутахассисларини фикрига кўра, “инвестиция компанияси – бошқа компанияларнинг қимматли қоғозларига инвестиция қилишга ихтисослашган компаниядир”[7] - деб таъриф берганлар. Келтирилган таърифлардан кўриниб турибдики, олимлар ҳамда мутахассисларнинг инвестиция фондлари тўғрисидаги фикрлари хилма-хилдир. Фикримизча, таърифларнинг аниқлигига (Ўзбекистон фонд бозори хусусиятларига мослигига) кўра россиялик иқтисодчи олим А.Е.Абрамов яқин келган. Унинг таърифида “инвесторларга тегишли соф активлар қийматини мутаносиб улушларда тақсимланиши”га эътибор қаратиб, пай фондларига тегишли хусусиятлари инobatга олинган. Бу акциядорлар (пайчилар) учун дивидендлардан ташқари даромад олишнинг иккинчи манбаси бўлиб, кўпинча собиқ иттифоқидан кейинги давр тадқиқодчилари эътиборидан четда қолиб келган. Бу ҳолат эса, ўз навбатида, МДҲ мамлакатларида қимматли қоғозлар бозорининг талаб даражасида ривожланмаганлиги билан чамбарчас боғлиқдир. Шунингдек, Ш.Ш. Шохазамий томонидан берилган таъриф, Ўзбекистонда инвестиция фондлари фаолияти хусусиятларини қамраб олган.

Шунга қарамай, инвестиция фондлари молиявий муносабатларини ташкил этиш ва бошқаришга оид кўпчилик қарашлар ҳозирги кунда жиддий аниқлаштиришни, тўлдиришни ва айрим ҳолатларда эса янги инновацион-инвестицион бизнес-муҳити нуқтаи назаридан қайта кўриб чиқишни талаб этади. Шу боис инвестиция фондлари тараққиётининг амалдаги ҳолатини ва улар молиявий муносабатларини 3-чи даражадаги муносабат-муаммолар нуқтаи назаридан кўриб чиқишни лозим топдик.

#### **Тадқиқот методологияси**

Ушбу мақолани ёзишда тадқиқотнинг вазифаси сифатида илмий

абстракциялаш, эмпирик, статистик маълумотларни гуруҳлаш, қиёсий таҳлил, танлама кузатув усулларидадан фойдаланилган.

### **Таҳлил ва натижалар**

Иқтисодиётнинг барқарор ўсиш суръатларидаги тараққиёти билан инвестиция фондлари молиясининг мазмунигина эмас, балки уларнинг вазибалари ҳам туб ўзгаришларга дуч келди. Фикримизча, “инвестиция фондлари молияси” тушунчасини тор ва кенг маънода ифодалаш мумкин. *Тор маънода* инвестиция фондлари молияси алоҳида олинган инвестиция фонди устав фаолиятини амалга ошириш учун улар ихтиёрида юзага келувчи пул фондлари (низом жамғармаси, мулк ва бошқа активлар) ва уларнинг қонунда рўхсат этилган тарзда ишлатилиши жараёнида намоён бўлувчи муносабатлар мажмуини ифодалайди.

*Кенг маънода* “инвестиция фондлари молияси” тушунчаси ижтимоий такрор ишлаб чиқаришнинг турли соҳаларида фаолият юритаётган, бир-бири билан узвий боғлиқ бўлган коллектив инвестициялаш институтлари ва молия бозорининг институционал инвесторлари молиявий фаолиятини ифодалайди.

Шу асосда *инвестиция фондлари молиясини* корхоналар ва иқтисодиёт тармоқлари молиясининг, молиявий сектор, нобанк молиявий воситачилари молиясининг, молиявий институтлар молиясининг муҳим таркибий қисми сифатида талқин этиш мумкин. Ўз моҳиятига кўра, улар давлат томонидан тартибга солиб туриладиган пул муносабатлари бўлиб, мазкур муносабатлар инвестиция фондларининг ҳудуд ва умумдавлат миқёсидаги аҳоли омонатларини жалб қилиш ва инвестицион имкониятларни яхшилашга оид эҳтиёжлари, фондлари ва молиявий ресурсларининг ташкил этилиши, тақсимланиши ва ишлатилиши жараёнида вужудга келади.

Инвестиция фондларининг молиявий фаолияти таҳлилининг *молиявий ресурсларининг шаклланиши* ва харажатлар хусусиятлари орқали кўриб чиқиш мақсадга мувофиқдир.

ИФлар шаклланишидан олдин хусусийлаштириш инвестиция фонд (ХИФ)лари бўлгани сабабли улар *молиявий ресурсларнинг шаклланиши* ўзига хос хусусиятга эга бўлган:

биринчидан, ХИФлар махсус аукционда хусусийлаштирилган корхонанинг умумий акциясидан 30 фоизини номинал қийматида сотиб олиш имкониятига эга;

иккинчидан, ХИФлар бир эмитентнинг қимматли қоғозларига ўзининг умумий активининг (мол-мулкнинг) 10% дан ортиқ бўлмаган қисминигина инвестиция қилиш имкониятига эга;

учинчидан, ХИФ ёпиқ турдаги инвестиция фонди бўлганлиги сабабли ўз қимматли қоғозларини қайта сотиб олиш мажбуриятисиз эмиссия қилган (сотган).

Инвестиция фондлари фаолиятини таҳлил қилишда молиявий ҳолат, соф активларини баҳолаш “Инвестиция фондлари молиявий фаолияти таҳлилининг ўтказиш услубиёти” [8] ва “Инвестиция фондининг соф активлари қийматини баҳолаш тартиби тўғрисида”ги низоми [9]га асосан амалга оширилади.

Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг 1998 йил 25 сентябрдаги “Инвестиция фондлари фаолиятини ташкил этиш тадбирлари тўғрисида”ги 410-сонли Қарори 2017 йил 12 февралдаги янги таҳрирининг 2-иловаси (“Инвестиция фондлари тўғрисида”ги Низом) 9-боби “Молиявий ҳолатни, соф активларни баҳолаш ва фойдани тақсимлаш” деб номланган ва унинг 62-63-бандларида айнан фонд фойдасининг тақсимланиши тартиби кўрсатилган.

Соф активлар қиймати (САҚ) кўрсаткичи инвестиция фондлари фаолиятининг асосий индикаторларидан ҳисобланиб, инвестиция фонди бошқарувидаги мол-мулклар қийматидир.

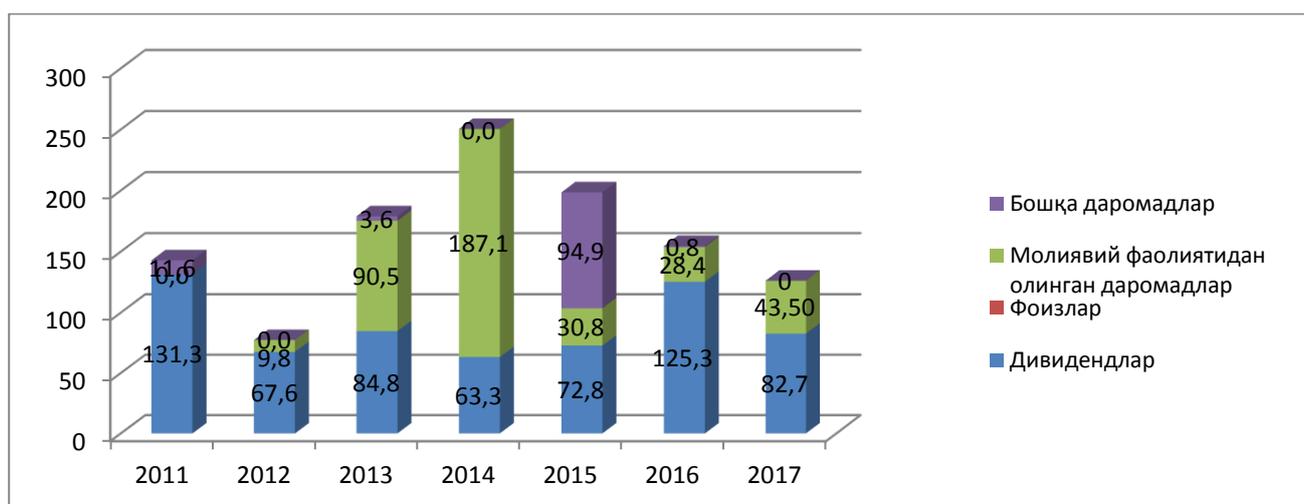
Инвестиция фонди САҚи таркиби қуйидагилардан иборат:

- узоқ муддатли молиявий қўйилмалар (муддати 1 йилдан ортиқ бўлган облигациялар ва акциялар);
- қисқа муддатли молиявий қўйилмалар (муддати 1 йилдан кам бўлган облигациялар, депозит маблағлари ва ҳисоб-китобдаги маблағлар);
- фондга келиб тушадиган дивидендлар;
- қимматли қоғозлар бўйича баҳолаш кунига қадар жамғарилган фоизлар;
- пул маблағлари, ҳисоб-китобдаги маблағлар ва бошқа активлар (акциядорлардан сотиб олинган ўз акциялари қиймати ва таъсисчиларнинг устав капиталига бадаллари бўйича қарзларидан ташқари).

Бошқа қимматли қоғозлар ва молиявий қўйилмалар шакллариининг қиймати бухгалтерия ҳисобининг миллий стандартларига мувофиқ амалга оширилади.

Соф активлар қиймати – бу инвестиция фонди активлар қийматидан, фонд мажбуриятлари ўлчамини чегириб ташлаш орқали аниқланадиган миқдор [5] ёки активлар қиймати билан баланс пассиви суммасининг фарқидир[9]. Инвестиция фонди САҚни баҳолаш ва ҳисоблаб чиқишдан *мақсад* – фонд акцияларини қимматли қоғозлар иккиламчи бозорида сотиш ва сотиб олиш баҳоларини аниқлаш ҳамда ишончли бошқарувчи мукофоти (шунингдек бошқа қатъий белгиланган харажатлар) миқдорини билишдан иборат. Агар активлар қийматидан мажбуриятлар қиймати ошиб кетган бўлса, инвестиция фондининг молиявий ҳолати ёмонлашганлигини англатади, аксинча, активлар қиймати мажбуриятларга нисбатан ошган бўлса, фонднинг молиявий фаолияти ижобий деб баҳоланади.

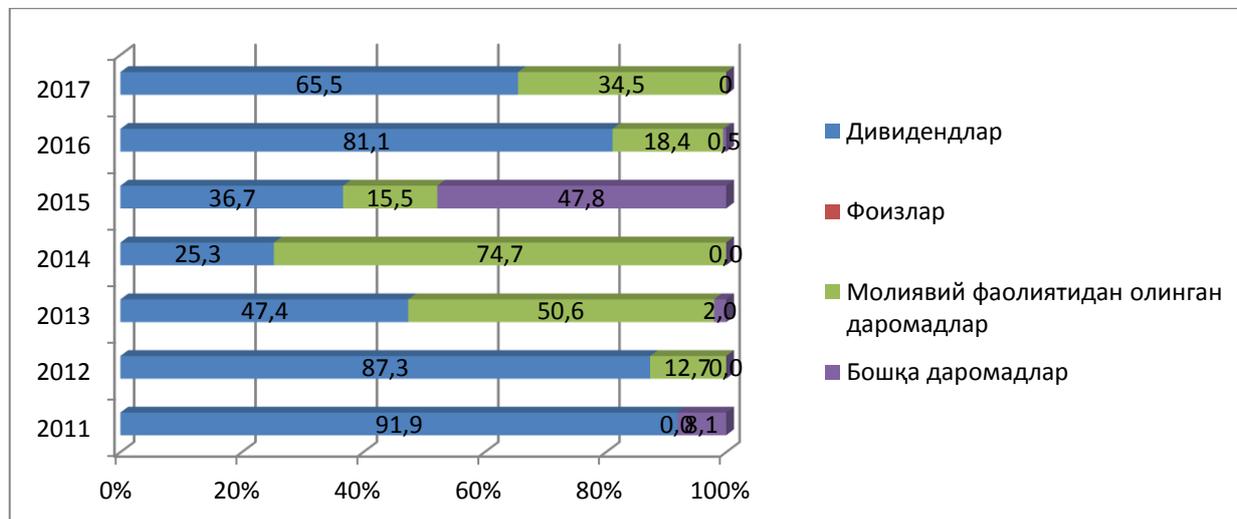
Инвестиция фондларини даромадлари асосан дивидендлар, фоизлар, бошқа фаолиятдан олинган даромадлар ва бошқа даромадлар натижасида шаклланади. Биз ушбу даромадлар таркибини аниқлаш мақсадида танлаб олинган “Камалак” ИФ АЖ маълумотларини таҳлили[11]ни амалга оширамиз.



**1-расм. “Камалак” ИФ АЖнинг 2011 - 2017 йиллар давомидаги даромадлари таркиби (млн.сўм)**

Манба: “Камалак” ИФ АЖнинг маълумотлари асосида тайёрланди.

Ушбу фонднинг даромадлари асосан дивидендлардан иборат бўлиб, 2011 йилда 131,3 млн. сўмни ташкил қилган бўлса, кейинчалик фонд стратегияси ва дебиторлик қарзлар таъсирида ўзгариб турган ва 2017 йилга келиб 82,7 млн сўм бўлган. Тадқиқот даврини 2013-2014 йилларида молиявий фаолиятдан, яъни портфелидаги корхона акцияларини сотиш натижасида 90,5 ва 187,1 млн. сўм қўшимча даромадга эришган.



**2-расм. “Камалак” ИФ АЖнинг 2011 - 2017 йиллар давомидаги даромадлари таркиби (фоизда)**

Манба: “Камалак” ИФ АЖнинг маълумотлари асосида таёрланди.

Диаграмма маълумотларига асосан, “Камалак” ИФ АЖнинг 2011 - 2017 йиллар давомидаги даромадлари таркиби (фоизда) дивидендлар улуши 25,3%дан 91,9 %гача диапазонда бўлган. Лекин 2013-2014 йилларда молиявий фаолиятдан олинган даромадлар умумий даромадлар таркибида 50,6 %дан 74,7 %гача ошган. Буни ҳам фонд стратегияси билан боғлаш мумкин.

ИФлар молиявий ресурслари харажати фонднинг инвестиция активларини ишончли бошқарувчиси 3 томонлама қатъий назорат остида бошқариб боради: бир томондан, миллий депозитарий давлат корхонаси ва хизмат кўрсатувчи банк томонидан назорат қилинади ҳамда уларда ҳар бир ИФларнинг имзоларининг намунаси мавжуд бўлади; иккинчи томондан, тартибга солувчи орган томонидан назорат қилиб борилади, уларда эса қимматли қоғозларни олиш-сотиш бўйича тузилган барча шартномалар рўйхатдан ўтади, учинчи томондан, ИФнинг Кузатув Кенгаши назорат қилиб боради.

**ИФ харажатларига келсак**, ИФ маблағларининг харажати Қимматли қоғозлар бозорини мувофиқлаштириш ва ривожлантириш маркази (ҚҚБМ ва РМ ёки марказ)дан тасдиқланган ва Адлия Вазирлигида рўйхатдан ўтган “ХИФ ёки ИФ пул маблағларининг ишлатилиши ва фойдасининг тақсимланиш тартиби” орқали қатъий тартибга солиб борилади.

Фонд маблағлари ҳисобидан қопланадиган харажатларга қўйидагилар киради: шартномага мувофиқ инвестиция активларини ишончли бошқарувчиси кўрсатган хизмати учун мукофотлаш, шартномага кўра йил натижаси бўйича тўланадиган бошқарувчи компанияни қўшимча мукофотли тақдирлаш, шартномага мувофиқ Марказий депозитарий давлат корхонасига ИФга хизмат кўрсатгани учун мукофот, ИФ

уставига, эмиссия проспектига ва ИФ фаолиятини амалга ошириш билан боғлиқ бошқа ҳуқуқий ҳужжатларга ўзгартиришлар киритиш ва тўлов ҳужжатларига мувофиқ уларни рўйхатдан ўтказиш харажатлари, шунингдек бирламчи жойлаштиришда ИФ акцияларини ёки акция сертификатларини тайёрлаш харажатлари; фонд рекламасига тўлов ва аҳоли ўртасида акцияни жойлаштириш харажатлари, ИФ ни кузатув кенгаши аъзоларини ўз мажбуриятларини бажариши билан боғлиқ харажатларни қоплаш ва мукофотлаш, ИФ фаолияти билан боғлиқ солиқлар (инвестиция активларини ишончли бошқарувчиси, марказий депозитарий, ИФ акцияларини тарқатувчилар ва кузатув кенгаши аъзолари оладиган мукофотлардан ушлаб қолинандиган солиқлардан ташқари): аудит, акционерлар умумий йиғилишини ўтказиш ва фонд акционерларига банк орқали дивидендлар тўлаш ва (ёки) ИФ кузатув кенгаши розилик берган ва ИФ акционерларининг умумий йиғилишида тасдиқланган миқдорда бошқарувчи компанияга харажатлар, ИФнинг кузатув кенгаши белгиланган миқдорда ИФга малакавий хизмат кўрсатган юридик ва жисмоний шахсларга харажатлар.

Харажатлар таркибида бошқариш учун қатъий белгиланган харажатлар соф активлар қийматига нисбатан белгиланади. Уни ҳисоблаш қуйидаги жадвалда келтирилган.

**1-жадвал**

**“Камалак” ИФ АЖнинг 2011 - 2017 йиллар давомидаги харажатлари таркиби  
(млн.сўм)**

Кўрсаткичлар\йиллар	2011 йил	2012 йил	2013 йил	2014 йил	2015 йил	2016 йил	2017 йил
<b>Бошқариш учун қатъий белгиланган харажатлар, шу жумладан:</b>	<b>51,0</b>	<b>51,1</b>	<b>52,0</b>	<b>56,2</b>	<b>68,2</b>	<b>71,3</b>	<b>62,1</b>
Ишончли бошқарувчига мукофот	39,2	39,9	40,0	43,2	53,4	56,3	56,1
Ишончли бошқарувчига рағбатлантирувчи мукофот	0	0	0	0	0,4	2,2	0,0
Марказий депозитарийга мукофот	9,4	9,6	9,6	10,4	11,2	9,4	2,6
Кузатув кенгаши аъзоларига мукофот	2,4	2,4	2,4	2,6	3,2	3,4	3,4
<b>Бошқариш учун қатъий белгиланмаган харажатлар, шу жумладан:</b>	<b>6,5</b>	<b>6,4</b>	<b>6,8</b>	<b>5,2</b>	<b>3,3</b>	<b>6,3</b>	<b>6,8</b>
Давлат кредитлари учун фоиз тўловлари	0	0	0	0	0	0	0
Кузатув кенгашида мажлислар ва акциядорларни умумий йиғилишини ўтказиш учун харажатлар	3,3	2,5	2,6	0,4	0,1	0	0
Аудиторлик текширувни ўтказиш учун харажатлар	0,5	1,0	1,0	1,0	1,5	1,5	2,0
Банк хизматлари тўлови	2,6	2,0	2,8	3,6	1,6	4,0	1,2
Битимларни амалга ошириш харажатлари	0	0	0,3	0	0	0,7	0
Қимматли қоғозларни қайта баҳолашдан келадиган зарар	0	0	0	0	0	0	0
Бошқа харажатлар (зарарлар)	0,1	0,9	0,1	0,2	0,1	0,1	3,6
Солиқ ва бошқа мажбурий тўловлар	0	0	0	0	0	0	0,0
<b>Жами харажатлар</b>	<b>57,5</b>	<b>57,5</b>	<b>58,8</b>	<b>61,4</b>	<b>71,5</b>	<b>77,6</b>	<b>68,9</b>

Манба: “Камалак” ИФ АЖнинг маълумотлари асосида мустақил таёрланди.

Ушбу маълумотлардан кўриниб турибдики, фонд томонидан қилинадиган харажатлар бошқариш учун қатъий белгиланган харажатлар ва бошқариш учун қатъий белгиланмаган харажатлардан ташкил топган. 2011 йилда қатъий белгиланган

харажатлар 51,0 млн. сўмни ташкил қилган бўлса, 2016 йилга бориб ушбу харажатлар 71,3 млн. сўмгача ошган, 2017 йилда эса бундай харажатлар фонд даромадларига боғлиқ бўлгани учун ҳам, фонд томонидан олинган даромадларни пасайиши ҳисобига қатъий белгиланган харажатлар ҳам 61,1 млн.сўмгача камайган.

ИФ акцияларининг **ишончлилиги** қуйидагилар орқали таъминланади:

- биринчидан, пул маблағлари бир жойга тўпланиб, улар турли хил тармоқ ва ҳудудларга қарашли бўлган рентабелли корхоналарнинг акцияларига диверсификация қилинади;

- иккинчидан, бошқарув компанияси ходимлари қимматли қоғозлар бозорида ишлари учун етарли даражада профессионал билимга ва тажрибага эгалар.

ИФлар ташқи инвестор сифатида тармоқ ассоциацияси ва холдинглари билан хусусийлаштирилган корхоналарни бошқариш бўйича жиддий рақобатлаша олади. Барча ташқи инвесторлар, шу жумладан, хорижий инвесторлар ИФлардек ҳамкорларга эга ва бу ИФларнинг хусусийлаштирилган корхоналар акцияларида улушлари мавжуд бўлганлиги сабабли бу корхоналарга инвестиция йўналтириш самарали бўлиб қолмоқда. ИФлар ўзларининг ягона инвестиция ва дивиденд сиёсатини ўтказишлари орқали корхоналарининг таркибан қайта тузилиши ва ривожланишига катта таъсир кўрсатади.

ИФлар турли тармоқларга тегишли бўлган корхоналарнинг йирик акция пакетларига эгалик қилувчи сифатида ҳамда йирик инвестиция капитали эгаси сифатида молия-саноат гуруҳларини ҳамда пахта, пилла, тери, қишлоқ хўжалиги маҳсулотларини қайта ишловчи горизонтал технологик циклларини ташкил этишлари мумкин. ИФлар лойиҳаларнинг бизнес-режаси ва техник - иқтисодий асосланишини ишлаб чиқиш жараёнида қўшимча инвестицияларни, шу жумладан, хорижий капитални ҳам жалб қилиш мумкин.

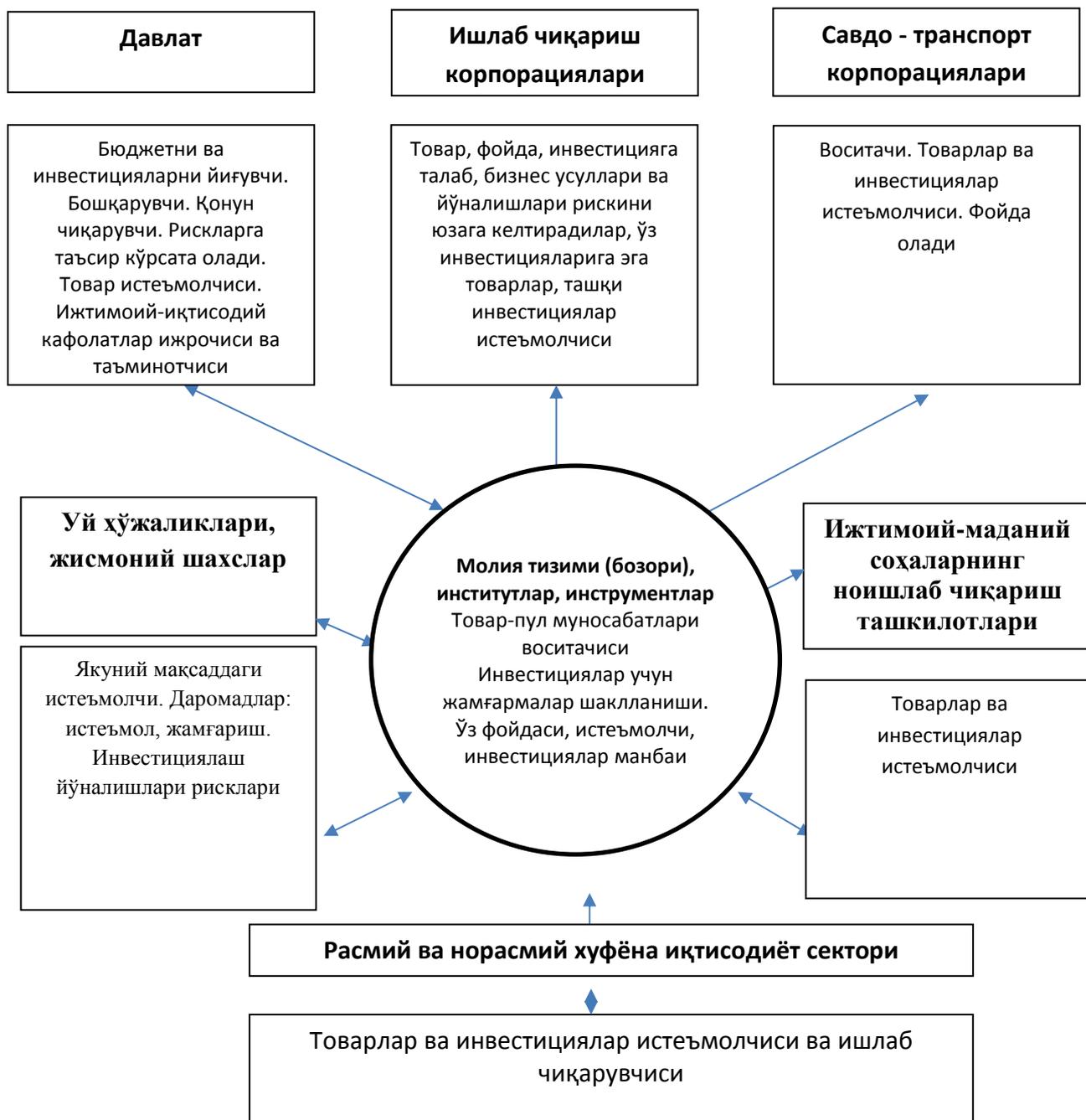
Инвестиция фондлари нафақат жаҳон амалиётида синалган иқтисодий тизимнинг, шу жумладан, молия тизимининг ҳам янги инвестиция институти сифатида фаолият юритмоқда (3-расмга қаранг).

Жамиятда иқтисодий муносабатлар ҳар қандай давлатнинг тараққий этиши, ялпи ички маҳсулотнинг ўсиши, натижада аҳоли фаровонлигини ошиши учун хизмат қилиши керак. Бунда иқтисодий муносабатларни ҳаракатга келтирадиган молия бозори, жумладан қимматли қоғозлар бозори катта аҳамиятга эга.

Молия-кредит соҳаси бозор иқтисодиётидаги трансакцияларга хизмат кўрсатиш, молиявий ресурсларни жамлаш, тақсимлаш, бошқариш ва қайта тақсимлаш ҳамда уларни назорат қилиш функцияларини бажарувчи мураккаб тизимдир. Ҳозирда молия бозори юқори даражада ташкиллашган ва узлуксиз ривожланаётган, борган сари жаҳон миқёсида глобаллашиб бораётган алоҳида бир бутун ва ўз муҳитига эга муносабатлар ва институтлар мажмуаси сифатида намоён бўлувчи мураккаб тизим эканлиги аниқ бўлмоқда. Бунда молия бозорлари нафақат миллий иқтисодиёт ривожини, балки глобал иқтисодиёт ривожини ҳам белгиламоқда.

Умуман, молиявий фаолият тушунчасининг асосини ташкил этувчи молиявий муносабатлар таркибининг ёритилиши, инвестиция фондлари молияси ғоясини ривожлантиради ва мазкур масала юзасидан тўлиқ тасаввур яратишга имкон беради.

Бошқа сўз билан айтганда, бу ерда муҳим масала *инвестиция фондлари молиявий муносабатлари таркибини аниқлаш*дир.



**3- расм. Иқтисодий тизим ва инвестицион жараёнларнинг асосий субъектлари**

Мамлакатимизда инвестиция фондлари тараққиётининг илк босқичи кузатилаётган ҳозирги даврда мазкур муаммо янада муҳим аҳамият касб этади. Шу нарса аниқ тушунарлики, инвестиция фондлари молияси асосини ташкил этувчи иқтисодий муносабатларнинг мазмуни ҳақида тушунчага эга бўлмай туриб инвестиция фондларининг ривожланиш истиқболлари ҳақида фикр юритиб бўлмайди. Шу муносабат билан таъкидлаш лозимки, охириги вақтда матбуотда, ҳатто

махсус иқтисодий адабиётларда ҳам инвестиция фондлари тараққиётининг масалаларини умумий тарзда талқин қилиш учрамоқда.

Фикримизча, *инвестиция фондлари молиявий муносабатлари таркибига* қуйидаги пул муносабатлари киради:

1. Инвестиция фондининг фаолиятида иштирок этувчи субъектлар ўртасидаги муносабатлар:

- инвесторларнинг пул маблағлари ва бошқа мулкларини оммавий жалб қилиш жараёнидаги;

- инвесторлар мулкни ягона мулк комплекси (фонд) кўринишида бирлаштириш ва тасарруфини инвестиция фондининг ўзига (бирлашган трастга) ёки шартнома асосида махсус бошқарувчи компанияга профессионал ишончли бошқарувга бериш жараёнидаги;

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

2. Инвестиция фонди ва ишончли бошқарувчи (бошқарувчи компания) ўртасидаги муносабатлар.

3. Инвестиция фонди ва марказий депозитарий ўртасидаги муносабатлар.

4. Инвестиция фонди ва кузатув кенгаши ўртасидаги муносабатлар.

5. Инвестиция фонди ва аудиторлик компанияси ўртасидаги муносабатлар.

6. Инвестиция фондига хизмат кўрсатган бошқа юридик ва жисмоний шахслар ўртасидаги муносабатлар.

7. Қонунда рухсат этилган тарзда инвестиция фонди ва бошқа фонд бозори иштирокчилари ўртасидаги муносабатлар.

8. Инвестиция фондлари ва тижорат банклари ўртасидаги муносабатлар.

9. Инвестиция фондлари ва давлат ўртасидаги муносабатлар:

- давлат ва тегишли идоралар томонидан молиявий масалаларни тартибга солиш жараёнидаги;

- давлат бюджетига солиқлар, суғурта ташкилотларига бадалларни тўлашдаги;

- инновацион фаолиятни рағбатлантиришдаги, фаолиятнинг турли давлат дастурлари ва лойиҳаларида иштирок этишдаги ва ҳоказолар.

Шуни алоҳида таъкидлаш лозимки, инвестиция фондлари тараққиёти билан улар молиявий муносабатларининг таркиби ҳам янада ўзгариб боради. Шунинг учун инвестиция фондлари тараққиёти жараёнида унинг молиявий муносабатлари таркибий қисмидаги ўзгаришларни табиий бир ҳол сифатида қараш лозим.

Инвестиция фондлари тараққиёти ва унинг молиявий муносабатларини такомиллаштириш ўзаро боғлиқ муаммолардандир. Иқтисодиёт модернизацияси шароитида инвестиция фондлари тараққиёти билан унинг молиявий муносабатлари ҳам замон талаблари асосида ривожланиш учун муҳим туртки олди. Шу билан бирга, молия муносабатлари инвестиция фондлари тараққиётини рағбатлантиришнинг муҳим дастакларига эгадир. Бу нарса шу билан боғлиқки, коллектив инвестициялаш институтлари ва молия бозорининг институционал инвесторлари тизими ичида инвестиция фондлари учун “мукамал инвестицион муҳитга асосланган тизим”нинг яратилиши натижасида улар учун давлат кўмаги ва бевосита иштироки асосидаги қўшимча резервларнинг ташкил этилиши орқали инвестиция фондлари имкониятларининг янада мустаҳкамланишига эришиш ҳамда турли солиқ

имтиёзларининг қўлланилиши мақсадида инвестиция фондлари келгуси тараққиёти учун қулай иқтисодий шароитлар яратилади. Шундай қилиб, инвестиция фондлари тараққиёти улар амалдаги молия муносабатлари тизимининг қай даражада ривожланганлигига бевосита боғлиқ жараён дир. Бу ердаги *асосий масала* инвестиция фондлари тараққиёти даражаси ва унинг иқтисодиётдаги барқарор иқтисодий ўсиш суръатлари талабларига мос ҳолда инвестиция фондлари молиясини самарали бошқариш асосларини тўғри ташкил эта олиш ҳамда унинг таъсирчанлигини таъминлашда дир.

### **Хулоса ва таклифлар**

Иқтисодиёт модернизацияси шароитида инвестиция фондлари молиясини бошқариш вазифаларини аниқлаш ўта муҳим аҳамият касб этади. Мазкур шароитда инвестиция фондлари фаолиятининг амалий тажрибаси етишмаслиги билан боғлиқ объектив сабабларга кўра Ўзбекистон Республикасида инвестиция фондлари молияси деярли ўрганилмади. Гарчи кўпчилик томонидан молиявий менежмент асослари муносабатларининг тўғри ташкил этилиши ҳар қандай мустақил тизим самарали фаолиятининг гарови эканлиги тан олинсада, мутахассислар инвестиция фондлари молиясини самарали бошқариш йўналишларини ўрганиш масаласида ҳали шошмаётирлар.

Фикримизча, *инвестиция фондлари молиясини тадқиқ қилишда қуйидаги илмий асосларга* қаратилмоғи лозим:

1. Инвестиция фондларининг ижтимоий-иқтисодий моҳиятини *тизимли* тарзда тушуниш орқали инвестиция фондлари молиявий муносабатларини учта даражага ажратиш лозим: биринчи даража – молия тизими, унинг соҳа ва бўғинлари молиявий муносабатларини ташкил этиш ва самарали бошқаришни илмий мушоҳада этиш; иккинчи даража – молия бозори ва унинг ривожланиш қонуниятларини тўғри тушуниш; учинчи даража – инвестиция фондларининг коллектив инвестиция институти вакили ҳамда молия бозоридаги институционал инвесторлар бўғини сифатидаги фаолияти билан боғлиқ хусусиятлари молия тизими соҳа ва бўғинларида институционал таркибини, улар учун умумий фаолият талабларини аниқлашда янгича ёндашув зарурлигини асослаб беради;

2. Инвесторлар учун мақбул бўлган ва инвестиция фондлари мулкани ташкил этувчи молиявий активлар оптимал таркиби аниқланиб, амалдаги ҳуқуқий-меъёрий ҳужжатлар асосида умумлаштирилади;

3. Инвестиция фондларини тузиш учун устав фондига қўйилган талабнинг юқорилиги. пай ва ИФларни устав жамғармасини ҳуқуқат қарорига асосан “Ўзбекистон Республикаси Марказий банки курси бўйича эквивалентда 400 минг АҚШ долларини» сўзлари «1 600 млн. сўмни» сўзлари билан алмаштирилсин»[10] –деб белилаб қўйилган. Ушбу сумма ҳам ИФларини тузиш учун юқори ҳисобланиб, уни амалда миқдори мамлакатнинг ривожланиш даражасидан келиб чиқиб энг кам иш ҳақини 100 баробаридан ошмаслиги керак деб ҳисоблаймиз;

4. АЖдан фарқли равиш инвестиция фондларининг асосий даромади фақат акциялардан олинадиган дивидендлар (Камалак ИФ АЖ маълумотларига қаранг) бўлганлиги сабаб, уларни ликвидлигини ошириш мақсадида, агар акциядорларнинг умумий йиғилиши акцияларнинг муайян турлари бўйича дивидендлар тўламаслик тўғрисида қарор чиқарса, у ҳолда ИФлар учун АЖнинг захира фондидан дивиденд тўлашни мажбурий қилиб қўйиш керак. Бундай ҳолат, янги тузилган ОИФ АЖ ва пай фондлари фаолиятини шакллантиришда ҳам ҳисобга олиниши зарур.

Юқоридагиларни умумлаштирган ҳолда таъкидлаш мумкинки, инвестиция фондларининг иқтисодиёт модернизацияси ва либераллашуви шароитидаги фаолиятида молиявий асослари шундай ташкил этилиши лозимки, бунинг натижасида улар мавжуд маблағлари билан соф активлар қийматини ошириш бўйича юқори натижаларга эришишни таъминловчи кучли дастакка айланиши керак. Инвестиция фондлари молиявий асосларини такомиллаштиришга комплекс ҳолда ёндашувнинг зарурлиги инвестиция фондлари ривожланишининг хусусиятларидан ҳамда инвестиция фондлари тараққиётини қўллаб-қувватлаш ва рағбатлантириш бўйича Давлат Дастури мазмунидан келиб чиқади. Албатта, ушбу ҳолатда инвестиция фондлари тараққиётининг жаҳон амалиётига оид бой ижобий тажрибалар асосида унинг ташкилий моделлари ва ривожланиш тенденцияларини тўлиқ ҳисобга олиш ҳам талаб этилади.

### **Фойдаланилган адабиётлар**

1. Ўзбекистон Республикаси Президенти Ш.М. Мирзиёевнинг “Ўзбекистон Республикасини янада ривожлантириш бўйича ҳаракатлар стратегияси тўғрисида”ги 2017 йил 7 февраль, ПФ-4947-сонли фармони 8-илоvasи 125 банди.
2. Петер Штольте «Инвестиционные фонды» Финстатинформ». Москва, 1996 г.
3. Джерри М. Розенберг Инвестиции. Терминологический словарь. Москва. Инфра-М.1997.
4. Шарп У., Александер Г., Бэйли Дж. Инвестиции/Пер. с англ. М.: ИНФРА-М, 1998.
5. Абрамов А. Е. Инвестиционные фонды: Доходность и риски, стратегии управления портфелем, объекты инвестирования в России/– М.:Альпина Бизнес Букс, 2005 – стр-56
6. Shoxa'zamiy Sh.Sh. Moliya bozori va qimmatli qog'ozlar./Darslik.-Т.: Fan va texnologiya, 2012- 7 бет
7. Шакил Фаруки, Англо-русский/Русско-английский Словаре банковских и финансовых терминов. Институт Экономического Развития при Всемирном банке, Государственная Финансовая Академия. Издано в США, 1993 г.
8. “Инвестиция фондлари молиявий фаолияти таҳлилини ўтказиш услугиёти”. Ўзбекистон Республикаси Молия вазирлиги томонидан 1998 йил 21 июлда ишлаб чиқилган (2008 йил 15 май ўзгартиришлари билан).
9. “Инвестиция фондининг соф активлари қийматини баҳолаш тартиби тўғрисида”ги Низом. Ўзбекистон Республикаси Молия вазирлиги. 1999 йил 20 сентябрда ишлаб чиқилган (2009 йил 2 февраль ўзгартиришлари билан).
10. Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг № 810-сон “Ўзбекистон Республикаси ҳукуматининг айрим қарорларига ўзгартириш ва қўшимчалар киритиш, шунингдек баъзиларини ўз кучини йўқотган деб ҳисоблаш тўғрисида”ги қарорига 1-илова. Тошкент ш.,2017 йил 9 октябрь.
11. “Камалак” Инвестиция фондларининг баланс маълумотлари.