

ХАМРАЕВ Қ. И.

**ЎЗБЕКИСТОН РЕСПУБЛИКАСИ
ИНВЕСТИЦИЯ ФОНДЛАРИНИНГ СОФ
АКТИВЛАРИДАН САМАРАЛИ
ФОЙДАЛАНИШНИ ЭКОНОМЕТРИК
МОДЕЛЛАШТИРИШ**



ТОШКЕНТ



65.9
X-18

47a

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

Қ. И. ХАМРАЕВ

**ЎЗБЕКИСТОН РЕСПУБЛИКАСИ
ИНВЕСТИЦИЯ ФОНДЛАРИНИНГ
СОФ АКТИВЛАРИДАН САМАРАЛИ
ФОЙДАЛАНИШНИ ЭКОНОМЕТРИК
МОДЕЛЛАШТИРИШ**

(Монография)

ТОШКЕНТ – 2022

УЎК: 330.115:330.3(571.1)

КБК: 67.404 (5Ў).

X 46

Қ.И.Хамраев. Ўзбекистон Республикаси инвестиция фондларининг соф активларидан самарали фойдаланишни эконометрик моделлаштириш. (Монография). – Т.: «Инновациян ривожланиш нашрийот-матбаа уйи», 2022. 138 бет.

ISBN 978-9943-7687-6-5

Монографияда инвестиция фондлари ривожланишининг илмий-назарий жиҳатлари кенг ёритилган, шунингдек, инвестиция фондларининг соф активлари ва унга таъсир этувчи омиллар орасидаги боғланишлар эконометрик таҳлил қилинган ҳамда Ўзбекистон Республикаси инвестиция фондларининг соф активларидан самарали фойдаланишни эконометрик моделлаштириш усуллари ишлаб чиқилган.

Ушбу монографиядан иқтисодийнинг барча йўналишларида таълим олаётган талабалар, магистрантлар, докторантлар, олий таълим муассалари профессор-ўқитувчилари ва иқтисодий соҳасига кизикувчи китобхонлар фойдаланишлари мумкин.

УЎК: 330.115:330.3(571.1)

КБК: 67.404 (5Ў).

Масъул муҳаррир:

И. Абдуллаев – иқтисодий фанлари доктори, профессор.

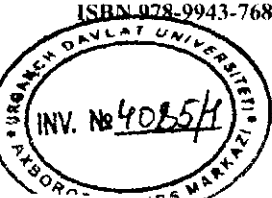
Тақризчилар:

Ш.Б.Рузметов – УрДУ “Менежмент ва маркетинг” кафедраси доцентги, иқтисодий фанлари номзоди;

Ф.О.Абдуллаев – Ўзбекистон Республикаси Президенти ҳузуридаги Давлат бошқаруви академияси Урганч ҳулудий филиали директори, и.ф.н., доцент.

Урганч давлат университети Кенгаши томонидан 2022 йил 29 декабрдаги 6-байномаси қарорига асосан нашр этилди.

ISBN 978-9943-7687-6-5



© «Innovatsion rivojlanish nashriyot-matbaa uyi», 2022.

билан боғлиқ муаммоларни ечиш бўйича илмий изланишлар олиб боришни тақозо этади.

Ўзбекистонда кейинги йилларда фаол инвестиция сиёсати доирасида молия бозорининг асосини ташкил қилувчи фонд бозорини ривожлантиришга, унда аҳоли пул маблағларини инвестиция қилишда ушбу бозорда воситачилик қилувчи инвестиция фондларининг фаоллигини кескин оширишга алоҳида эътибор қаратилмоқда. “Иқтисодий ва юқори суръатлар билан ривожлантириш учун фаол инвестиция сиёсатини изчил давом эттириш зарур”². Шундан келиб чиққан ҳолда инвестиция фондлари соф активларидан самарали фойдаланиш мақсадида жараёнларни моделлаштиришнинг услубий тақомиллаштириш, фондларнинг соф активларига таъсир этувчи омилларни моделлаштириш орқали соф активлардан самарали фойдаланиш усулини ишлаб чиқиш, соф активларга таъсир этувчи омилларнинг кўп омилли эконометрик моделини тузиш ҳамда омиллар динамикасидаги ўзгаришларни баҳолашнинг кўп вариантли прогнозларини ишлаб чиқиш бўйича тадқиқотларни чуқурлаштириш мақсадга мувофиқ.

Инвестиция фондлари фаолияти билан боғлиқ муаммоларнинг назарий, амалий ва услубий жиҳатлари У. Шарп, Г. Марковиц, Э. Фама, К. Френч, Л. Гитман ва бошқа тадқиқотчиларнинг ишларида акс эттирилган³.

МДХ давлатларида инвестиция фондларининг шаклланиши ва фаолият кўрсатиши масалалари А.Абрамов, А.Антипов, Н.Карнаухова, В.Котиков, В.Миловидов, З.Макарчук, Э.Мусасев, Ё.Булатова, К.Келимбетов, С.Чебанов каби олимларнинг ишларида тадқиқ этилган⁴.

²Ўзбекистон Республикаси Президентининг Олий Мажлисга Мурожаатномаси. 24 январь 2020 йил.
Гитман Л. Дж., Джонс М.Д. Основы инвестирования / Пер. с англ. – М.: Дело, 1997. – 1008 с.; Шарп У. Ф., Александер Г.Ж., Бэйли Ж.В. Инвестиции / Пер. с англ. – М.: ИНФРА-М, 2007. – 1028 с.; Fama, Eugene F. and French, Kenneth R., The Equity Premium. *Journal of Finance*, Vol. 57, pp. 637-659, 2002.; Markowitz, H.M. (March 1952). "Portfolio Selection". *The Journal of Finance*. 7 (1): 77-91.

³Абрамов А. Инвестиционные фонды: Доходность и риски, стратегии управления портфелем, объекты инвестирования в России. М.: *Альпина Бизнес Букс*, 2005. – 416 с.; Антилов А. Пассивные инвестиционные фонды // *Финансы*. 1999. № 1. С. 59-60.; Карнаухова Н.П. Политика Европейского Союза в сфере

Шунингдек, инвестиция фондларининг кимматли қоғозлар бозорини ривожлантиришдаги ўрнини кучайтириш билан боғлиқ айрим масалалар ўзбекистонлик иқтисодчи олимлар А.Вахабов, М.Хамидуллин, М.Султонбоева, В.Котов, И.Бутиков, Ш.Шоҳазамий, М.Алиев, Н.Хусанов, С.Муминов, М.Султанов⁵ ва бошқаларнинг илмий асарларида акс этган.

Миллий иқтисодиётни модернизациялаш шароитида инвестиция фондларининг соф активларини баҳолаш ва ундан самарали фойдаланишнинг эконометрик моделлаштириш масалалари алоҳида, мустақил илмий тадқиқот объект сифатида ўрганилмаган. Ушбу илмий муаммони иқтисодий адабиётларда етарли даражада ўрганилмаган.

регулирования деятельности суверенных фондов благосостояния // Международная экономика. – 2011. – №

Вахабов А. В., Худякова Н. К. Международные валютно-кредитные и финансовые отношения. Ч. 1. – Т.: Университет, 2003. – 276 с.; Хамидуллин М.Б. Развитие финансового механизма корпоративного управления: автореф. дис... док. экон. наук. – Т., 2011. – 40 с.; Султонбаева М.Б. Ўзбекистонда инвестиция фондларини ривожлантиришнинг концептуал жиҳатлари. Иқтисодиёт фанлари доктори (DSc) диссертацияси автореферати. БМА.-Т.: 2017.-64 б.; Ачилов М. Ф., Алиев М. Г., Котов В. А. и др. Рынок капитала Узбекистана: вчера, сегодня и завтра. Т.: Молия, 2002. – 268 с.; Бутиков И. Рынок ценных бумаг Узбекистана: проблемы формирования и развития. Т.: KONSALDITINFORM-NASHR, 2008. – 224 с.; Шоҳазамий Ш. Финансовый рынок и ценные бумаги. Книга I: Учебник. Т.: Iqtisod-moliya, 2005. – 725 с.; Ачилов М. Ф., Алиев М. Г., Котов В. А. и др. Рынок капитала Узбекистана: вчера, сегодня и завтра. Т.: Молия, 2002. – 268 с.; Хусанов Н. Д. Повышение эффективности привлечения инвестиций в национальную экономику через рынки ценных бумаг: автореф. дис... канд. экон. наук. Т., 2000. – 22 с.; Муминов С. Ф. Интеграция Узбекистана в международный фондовый рынок: экономико-правовые аспекты: автореф. дис.канд. экон. наук. – Т., 2004.; Султанов М.А. Ўзбекистонда инвестиция фондларини ривожлантириш истиқболлари. Ик.фан. бўйича фалсафа доктори (PhD)ил. дар олин учув. дис. автореф. – Т.: 2018. -26 б.

Г БОЪ. ИНВЕСТИЦИЯ ФОНДЛАРИ РИВОЖЛАНИШИНИНГ ИЛМИЙ-НАЗАРИЙ АСОСЛАРИ

1.1. Инвестиция фондларининг моҳияти ва уларнинг ўзига хос хусусиятлари

Иқтисодий адабиётларда инвестиция фондига нисбатан тур-лича ёндашувлар мавжуд.

Ю.Б.Рубин, В.И.Солдаткинларнинг фикрича, “инвестиция фонди кўпчилик капитал эгаларининг жамоавий инвестициялари-рини бошқарувчи юридик шахсдир”⁶. Шунингдек, жаҳон банки қондидаги иқтисодий ривожланиш институти мутахассисларининг фикрига кўра, “инвестиция фонди – бошқа компанияларнинг қимматли қоғозларига инвестиция қилишга ихтисослашган ком-паниядир”⁷.

Профессор А.Ю. Казак раҳбарлигидаги муаллифлар жамоаси “Инвестиция фондлари акция чиқариб, инвесторларнинг пул маблағларини йиғиш, уни фонд номидан қимматли қоғозларга, банклардаги ҳисобрақамларга ҳамда омонатларга қўйиш мак-садида амалга оширади”⁸, – деб таъриф беришган.

Биринчидан, мазкур таърифда бир қатор қарама-қаршилиқлар мавжуд. Агар кимдир «фонд номидан» қандайдир фаолиятни амалга оширса, бу инвестиция фонди эмас, балки ушбу китоб муаллифлари, бошқарув компанияларни назарда тутган ёки 1994 йилда инвестиция фондларини активларини ким бошқариши аниқ бўлмаган.

⁶Рубин Ю.Б., Солдаткин В.И. Инвестиционно-финансовый портфель. – М.: «Соминтэк», 1993. – с. 541.

⁷Шакилфаруқи. Англо-русский/Русско-английский Словарь банковских и финансовых терминов. Институт Экономического Развития при Всемирном банке, Государственная Финансовая Академия. Издано в США, 1993.

⁸Казак А.Ю. Финансы и кредит. Уч. для вузов. Екатеринбург, 1994. с.468.

Иккинчидан, инвестиция фонди маблағларини “банкдаги ҳисобрақамларга ваомонатга” сафарбар этишни тасаввур этиш кийин. Гап шундаки, инвестиция фондларининг инвесторлари ва акциядорлари (агарда пай фонди бўлмаса) бу фондга мурожаат қилишдан олдин банк билан муносабатларини ўйлаб кўриб, бир қарорга келган бўлишади.

Н.Я. Петраковнинг фикрича, “Инвестиция фондлари инвестиция жараёнида инвестиция ва жамғарма ўртасида «канал» бўлиб хизмат қилади. Инвестиция фондлари ўз акцияларини чиқариш орқали ҳар хил инвесторларнинг (асосан аҳолининг) пул маблағларини жалб қиладилар ва уларни турли хил эмитентлар қимматли қоғозларига йўналтирадилар. Шу орқали ўз акциядорларининг инвестиция рискин минималлаштиради”⁹.

Бу таърифда ҳам инвестиция фондларининг асосий мақсадлари ҳақидааниқ фикр айтилмаган.

Шунингдек, В.А.Галановнинг фикрича, “Инвестиция фонди – бу, бир томондан, молия-кредит, бозор муассаси ҳисобланса, бошқа томондан, у ўз акцияларини чиқариб сотувчи ва маблағларни турли қимматли қоғозларга инвестиция қилувчи, шунингдек, фонд капитали эгалари жамоавий инвестицияларини бошқарувчи юридик шахсдир”¹⁰.

Бизнингча, бу ерда бошқарувчи компания функцияси билан фонд функцияси чалкаштирилган, фонд «жамоавий инвестициялар»ни бошқараолмайди.

Бу соҳадароссиялик мутахассис А.Е.Абрамовнинг фикрича: “инвестиция фондлари бу – молиявий воситачилар бўлиб, қимматли қоғозлар чиқариш ёки шартномалар тузиш орқали иштирокчи маблағларини жалб қилишни таъминловчи, фойда олиш мақсадида қимматли қоғозлар ва бошқа объектларга диверси-

⁹ Петраков Н.Я. Инвестиционно-финансовый портфель. -М.: “Соминтэк”, 1993. 538-б.

¹⁰ Галанов В.А. Рынок ценных бумаг. -М.: “Финансы и статистика”, 1999. -124-б.

фикцияларни асосида маблағларни бирлаштириш ва инвестиция-
лани, шунингдек, инвесторларга тегишли бўлган соф жорий
қийматни мутаносиб улушларда тақсимлашдир”¹¹.

Ушбу ёндашувдаги аҳамиятли жиҳат унда “инвесторларга
тегишли соф активлар қийматини мутаносиб улушларда тақсим-
ланиши”га эътибор қаратилган. Бу акциядорлар учун дивиденд-
лардан ташқари даромад олишнинг иккинчи манбаси бўлиб,
кўпинча собиқ иттифоқдан кейинги давр тадқиқотчилари эъти-
боридан четда қолиб келган. Бу ҳолат эса, ўз навбатида, МДХ мам-
лакатларида қимматли қоғозлар бозорининг талаб даражасида
ривожланмаганлиги билан чамбарчас боғлиқдир.

Шунингдек, профессор А.Е. Абрамов инвесторлар учун ўзаро
фондларнинг самарали жиҳатларини қуйидагича ифодалайди:

инвестиция портфели бошқарувини профессионалларга
ўтказиш ва рискни ҳисобга олган ҳолда вақт бирлигида даромадни
пасаитирмаслик;

– инвестиция портфелининг даромадлилик ва риск даражасини
яхшилаш имконини берувчи, инвестицияларни диверсификация
қилиш самарадорлигига эришиш имкониятларини аниқлаш;

– инвестиция активлари доирасини кенгайтириш мақсадида,
кичик ҳажмли инвесторлар маблағларини тежаш;

– бизнес кўлами самарасини ҳисобга олиб, инвестор томонидан
тўланадиган харажатлар (биржа ва брокерлик комиссия
тўловлари, харажатлар ва бошқалар)ни тежаш;

акциядорлар (пайчилар)нинг манфаатларини инвестицион
бошқарувчилар, депозитарийлар ва бошқа молиявий воситачи-
ларнинг адолатсиз ҳаракатларидан ҳимоя қилиш учун самарали
воситалар мавжудлиги.

¹¹Абрамов А.Е. Инвестиционные фонды: Доходность и риски, стратегии управления портфелем, объекты инвестирования в России. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2005. – с. 56.

Шунингдек, муаллиф инвестиция фондларини ривожлантиришга таъсир қиладиган омилларни регрессия моделини тузиб, қуйидаги гуруҳларга ажратган:

– уй хўжалиги фаровонлиги ва унинг мамлакат ялпи миллий маҳсулотидagi улушини ошириш чоралари. Уй хўжаликларининг даромадлари қанчалик кам бўлса, уларнинг фондларга инвестициялаш имконияти камаяди. Иқтисодиёти ривожланаётган давлатларнинг муаммолари пундаки, йил давомида яратилган ялпи маҳсулот тақсимланганда асосий даромад давлат бюджети шаклида валютин-валюта захиралари ҳамда йирик давлат компаниялари томонидан тўпланади;

– мамлакатдаги қимматли қоғозлар ва кўчмас мулк бозорларидаги капиталлашув ва ликвидликнинг ўсиши, молиявий активлар ва кўчмас мулк қийматининг ошиши ўз портфели қийматинини пасайиши ва янги иштирокчилар маблағларининг оқими ҳисобига инвестицион фондларнинг ўсишини таъминлайди. Активлар баҳосининг пасайиши портфелларнинг қадрсизланиши ва иштирокчиларнинг ўзаро фондлардан чиқиб кетишига олиб келади;

– мамлакатда пенсия фондлари ва суғурта ташкилотларининг ривожланиш даражаси. Пенсия фондлари ва суғурта ташкилотлари инвестиция фондларида ўз захираларини жалб қиладилар. Пенсия фондлари ва ҳаёт суғуртаси компанияларининг захиралари бўйича аҳоли жамғармаларининг кўпайиши инвестиция фондлари активларининг ўсиши демакдир;

– капитал бозори, шу жумладан, инвестиция фондларини у ёки бу сегментларининг ривожланиши нуқтаи назаридан давлат ва хусусий бизнес сиёсатининг самарадорлиги. Европа Иттифоқи мамлакатлари интеграцияси – ягона Европа валютасига ўтиш, инвестиция фондларини рўйхатга олиш ва фаолият юритиш қоидаларини соддалаштириш, Европа Иттифоқи давлатларининг ички фонд бозорлари учун чет эл фондларидан фойдаланишни

эркинлаштириш – Европа фондларида маблағлар ўсишини тезлаштиришга ёрдам беради ва уларнинг рақобатбардошлигини оширади. Ўзaro фондларга давлат сийсатининг ижобий таъсиринамисол сифатида Люксембург, Ирландия ва Гонконг каби давлатларда Халқаро молия марказларининг ташкил этилиши, инвестиция фондларининг ривожланиш даражаси нисбатан юқори бўлган давлатларгаайланганлигини келтириш мумкин;

инвестицион-молиявий махсулотлар сотиш ва маркетинг учун кулай муҳит яратиш, хусусий инвесторлар томонидан эркин ваоқилона инвестицион қарорлар қабул қилиш имконини беради;

аҳолининг молиявий саводхонлигини ошириш ва патернализмдан чиқиш имконини беради¹².

Р. Тьюлз¹³раҳбарлигидаги хорижлик иқтисодчи олимлар жамоаси тадқиқотларига кўра, инвесторлар ўзaro фондлардаги акцияларни сотиб олгандан сўнг, уларнинг трансфер агенти янги акцияларни чиқаради, уларнинг баҳоси акцияларнинг соф активлари жорий қиймати ва сотиш учун олинадиган комиссия суммаси билан белгиланади. Агар акциялар эгаси уларни сотиб олиш учун тақдим этса, трансфер агенти унга тушган соф активларнинг қийматини тўлайди ваакцияларни бсқор қилади.

Инвестиция фондлариакциялари инвесторларга уларга тегишли бўлган ёки унинг қийматига мос келадиган соф активлар қийматида кўшимча ҳақ билан таклиф этилади.

А.Р. Алиевнинг фикрича¹⁴, инвестиция фонди очик турдаги акциядорлик жамияти ҳисобланиб, унинг фаолият предмети қимматли қоғозларга, кўчмас мулкка ёки кўчмас мулк ҳуқуқига инвестиция қилишдир. Инвестиция фондининг инвестицион

¹² Абрамов Е.А. Институциональные инвесторы в мире: особенности в деятельности и политика регулирования. В 2 кн. Кн.1. –М.: Дело, 2014. –с.63-76.

¹³ Тьюлз Р., Бродли Э., Тьюлз Т. Фондовый рынок. –6-сизд.: Пер.с англ. –М.:ИПФРА-М, 2000. –с.474-475.

¹⁴ Алиев А.Р. Рынок ценных бумаг в России. Учебное пособие. –М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2017. –с.103.

декларацияси – унинг асосий ҳужжати ҳисобланиб, унда инвестиция фондининг асосий йўналишлари, фаолиятининг имкониятлари ва мақсади, қимматли қоғозлар ва кўчмас мулкка жалб қилиниши мумкин бўлган мулкдаги улушининг максимал ва минимал имкониятлари кўрсатилади.

Айрим иқтисодчи олимларнинг тадқиқотларига кўра, инвестиция фондлари – бу инвестициялар ҳақида энг яхши билимга эга бўлган ва истеъдодли, йирик инвесторлар билан тўлган, профессионал инвестициялар бозорида оқилона нархларда иштирок этиш имкониятидир. Бунда инвестициялаш жараёнидан қониқиш ҳосил қилиш васамара олиш учун иштирокчилар жиддий иш қилаётганликларини ҳис қилишлари лозим¹⁵.

Иқтисодчи олим В.М. Аскинадзининг хулосасига кўра¹⁶, инвестиция фондлари фақат акциядорлик инвестиция фондлари ва ёниқ пай инвестиция фондлари бўлиши мумкин ва улар тўғридан-тўғри инвестиция фондлари, ипотека фондлари, венчур фондлари, ижара фондлари, кўчмас мулк ва кредит фондларига тегишли категориядир.

Инвестиция фондлари фақат акциядорлик инвестиция фондлари ва ёниқ пай инвестиция фондлари бўлган холдаулар хедж фондлар ва товар бозори фондлари тоифаларига тегишли бўлиши мумкин¹⁷.

Ўзбекистонлик иқтисодчи олим И.Л. Бутиковнинг талқинича, “инвестиция фондлари – бу юридик ва жисмоний шахслар маблағларини тўпловчи ҳамда фойда олиш, акциядорлар хатарларини қамайтириш мақсадида ушбу маблағларни фонд номидан

¹⁵ Экономика инвестиционных фондов: монография / А.Е. Абрамов, К.С. Акшенцева, М.И. Чернова, Д.А. Логинова, Д.В. Новиков, А.Д. Радыгин, Ю. В. Сивай; под общ. ред. А.Д. Радыгина. — М.: Издательский дом «Дело» РАНХиГС, 2015. —С.18.

¹⁶ Аскинадзи В.М. Коллективные и венчурные инвестиции. Учеб.пос. —М.: Изд.центр. ЕАОИ, 2011. —с.46.

¹⁷ Аскинадзи В.М. Коллективные и венчурные инвестиции. Учеб.пос. —М.: Изд.центр. ЕАОИ, 2011. —с.46.

қимматли қоғозларга, банк ҳисоб-рақамларига ва омонатларга жойлантирувчи ташкилотдир”¹⁸.

Профессор Ш.Ш.Шоҳазамийнинг фикрича, “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 шахсдир”¹⁹. Ушбу таърифдаги “масъулияти чекланган жамиятлар улушларига” ибораси хусусийлаштириш инвестиция фондининг махсус давлат кредитини сўндирилгандан кейин инвестиция фондига айлантирилган сифатига тегишли бўлса керак.

М.Б.Султонбоевнинг хулосасига кўра, инвестиция фонди – қимматли қоғозларни муомалага чиқариш ёки шартнома тузиш орқали инвесторларнинг маблағларини, улар бўйича қатъий белгиланган даромадни кафолатламаган ҳолда, жалб қилиш ва жамланган маблағларни фонд мулкини кўпайтириш мақсадида, диверсификациялаган ҳолда, қимматли қоғозлар ва бошқа қонунчиликда рухсат этилган объектларга инвестиция қилиш билан шуғулланувчи молиявий воситадир²⁰.

Шунингдек, муаллиф тадқиқотларида инвестиция фондининг фаолияти қуйидаги муносабатларни қамраб олишини асослаб беради:

- инвесторларнинг пул маблағлари ва бошқа мулкларини жалб этиш;

¹⁸Бутиков И.Л. Қимматли қоғозлар бозори. Дарслик. – Т.: Консаудитинформ, 2011. 202-б.

¹⁹Shoха'zamiy Sh.Sh. Moliya bozori va qimmatli qog'ozlar./Darslik. – Т.: «Fan va texnologiya», 2012.-7-б.

²⁰Султонбоева М.Б. Ўзбекистон Республикасида инвестиция фондларини ривожлантиришда хориж тажрибасидан фойдаланиш. И.ф.и илмий даражаси олиш учун диссертация автореферати. – Т.: 2012.-8-б.

– инвесторлар мулкини ягона мулк мажмуи (фонд)да бирлаштириш ва тасарруфини инвестиция фондиниш ўзига ёки ихтисослашган бошқарув компаниясига бериш;

– инвестициядан олинадиган даромад (дивиденд, фоиз ва бошқ.) кўринишида ёки инвестиция объектларини қайта сотишдан фойдалиш мақсадида фонд маблағларини диверсификация тамоёйлига амал қилган ҳолда, қимматли қоғозлар ва бошқа инвестиция объектларига жойлаштириш²¹.

Фикримизча, мазкур талқиннинг қатор мунозарали жиҳатлари мавжуд: биринчидан, ушбу таъриф А.Е. Абрамов томонидан молиявий воситачилар сифатида инвестиция фондларига берилган таърифга яқин: “Инвестиция фонди – инвесторлар маблағларини қайтарувчанлик, муддатлилик ва тўловчанлик кафолатларисиз жалб этилишидир”²²; иккинчидан, “инвесторларнинг маблағларини, улар бўйича қатъий белгиланган даромадни кафолатламаган ҳолда, жалб қилиш” ҳолатига урғу бериш инвестиция фондларига инвесторларни жалб этишнинг нафакат жорий амалиёти учун тактик жиҳатдан, балки инвестиция фондлари ривожланиш истиқболларини мустаҳкамлаш учун стратегик жиҳатдан ҳам зарарлидир; учинчидан, таърифда инвесторларнинг жалб этиладиган пул маблағлари билангина чегараланиб қолинган, яъни қимматли қоғозлар, улушлар, шунингдек кўчмас мулк ва бошқа мол-мулк, мулкый ҳуқуқлар (“Инвестиция ва пай фондлари тўғрисида”ги Ўзбекистон Республикаси Қонунининг 11-моддаси) ҳисобга олинмаган; тўртинчидан, таърифда инвестиция фонди фаолиятида иштирокчилар манфаатининг муҳофаза этилиши ёхуд назорат масалалари эътибордан четда қолган; бешинчидан, таърифда инвестиция фондлари фаолиятига тизимли тарзда ёндашув талабларидан фойдаланилмаган. Шу билан бирга

²¹ Султонбоева М.Б. Ўзбекистонда инвестиция фондларини ривожлантиришнинг концептуал жиҳатлари. Иқ.фан.док. (DSc) дисс. автор. –Тошкент: 2018. – 6.14-15.

²²ae.abramov@mail.ru

муаллифнинг таъкидлашича, “Банк, сугурта компаниялари, пенсия жамғармаларидан фаркли равишда, инвестиция фондлари тўланадиган суммалар муддати ва миқдори бўйича ҳеч қандай кафолат бермайди. Инвестор инвестиция фондидан чиқаётганда унга тўланадиган маблағ миқдори олдиндан келишилмайди. Бонқача қилиб айтганда, бу сумма инвестиция фондининг соф активлари қиймати ва ушбу активларнинг инвесторга тегишли улушига боғлиқ”²³. Ушбу масалада муаллиф “Инвестиция фондлари тўғрисида”ги Низом (ЎЗР ВМ 29.12.2008 й. 283-сон Қарори)нинг 69-бандидаги “Инвестиция фондига ёзма ҳолда ёки реклама қилиш йўли билан инвесторларга ижобий даромад олиш учун кафолат бериш тақиқланади” деган хулосага асослангандир. Бироқ, Низомнинг 64-бандидаги “Дивидендларни тўлаш шартлари, тартиби ва муддатлари конун ҳужжатлари ва инвестиция фонди устави билан белгиланади” таҳриридаги кўрсатма инвестиция фонди акциядорларига дивиденд кўринишида даромад олиш имкониятини мавжудлигини тасдиқламоқда ва муаллиф таъкидидаги хатони асослайди.

Ў.Д. Алмардонов, М.Б. Султанбаева, С.А. Абдувалиевларнинг фикрича, кўпчилик ҳолларда инвестиция фонди деганда хусусий шахслар ва компанияларнинг пул маблағларини жамловчи, кейинчалик уларни фонд бозорига жойлаштирувчи фонд тушунилади²⁴.

Бизнинг фикримизча, ушбу ёндашувда инвесторлар доираси, жалб этилажак инвестицион ресурс шакли ва инвестициялаш шартлари, манфаатлар муштарақлиги, риск диверсификацияси, назорат тадбирлари ҳисобга олинмаган:

²³Султанбаева М.Б. Ўзбекистон Республикасида инвестиция фондлари ривожлантиришида хориж тажрибасидан фойдаланиш. И.ф.и илмий даражаси олиш учун диссертация автореферати. Т.: 2012.-8-б.

²⁴Алмардонов Ў.Д., Султанбаева М.Б., Абдувалиев С.А. Глобал молиявий-иқтисодий инқироз шароитида молия бозори барқарорлигини таъминлаш: назарий-концептуал ва амалий жиҳатлар. Т.: «Академишара», 2012.-47-б.

Инвестиция фондларининг асосий мақсади коллектив инвестициялар бозори механизмини ривожлантириш учун даромад келтирадиган активларни инвестициялаш орқали аҳоли ва бошқа инвесторларнинг пул маблағлари, мулкни реал иқтисодий секторга киритишга қўмаклашиш орқали жадал суръатларда макроиқтисодий ўсиш ва аҳоли турмуш даражасини оширишдан иборат.

Умуман, инвестиция фондлари дунёда кенг тарқалган бўлиб, уларда жалб қилинган маблағларидан ҳар бир инвесторнинг инвестицияларига мутаносиб равишда улуши бўлган, малакали бошқарув, қимматли қоғозларни диверсификация қилиш, харажатлар ва риск даражаси камайтирилган ягона портфель шакллантирилади. Шу билан, инвестиция фондларига хос бўлган инвесторлар ва аҳолининг кенг қатламини молия бозорига киришига имконият яратиш, жамғармаларни шакллантириш ва уларни кўпайтиришга муқобил имкониятлар яратиш, инвестициялар диверсификацияси ва инвестиция портфелини бошқариш каби функцияларнинг янада самарали бажарилишига эришилади.

Инвестиция фондларининг бажарадиган операциялари улар фаолиятидаги қуйидаги муносабатларни камраб олади:

– инвесторларнинг пул маблағлари ва бошқа мулкларини оммавий жалб қилиш;

– инвесторлар мулкни ягона мулк комплекси (фонд) кўришида бирлаштириш ва тасарруфини инвестиция фондининг ўзига (бирлашган трастга) ёки шартномаасосида махсус бошқарувчи компанияга профессионал ишончли бошқарувга бериш;

– инвестицион даромад (дивиденд, фоиз ва бошқалар) кўришида ёки инвестиция объектларини қайта сотишдан фойдаолиш мақсадида фонд маблағларини диверсификация тамойилига амал қилган ҳолда қимматли қоғозлар ва қонунда рухсат этилган бошқа инвестиция объектларига жойлаштириш.

Инвестиция фондлари фаолиятининг асосий тамойиллари барча иштирокчилар томонидан ривож этилувчи муҳим талаблар ва шарт-шароитлар йиғиндисини ифодалайди.

Ижтимоий-иқтисодий тизимлаштириш қодалари асосида инвестиция фондининг ижтимоий-иқтисодий мазмуни, улар фаолиятининг ҳуқуқий-мەъърий асослари, объектлари, субъектлари, мақсади, функциялари, қамраб олувчи муносабатлар ёки бажарадиган операциялари, тамойиллари ва таснифланишини кўриб чиқиш асосида инвестиция фондининг янгича талқинини беришимиз мумкин: “Инвестиция фондлари – яхлит ташкилий-ҳуқуқий асосларда унинг субъектлари ва объектларининг умумий инвестицион самарага ва манфаатлар муштараклигига эришиш мақсадида инвесторлар пул маблағлари ва бошқа мулкларини қимматли қоғозларни муомалага чиқариш ёки шартномалар тузиш орқали қимматли қоғозларга ва қонунда рухсат этилган турли активлар ва молиявий инструментларга фойдаолиш мақсадида диверсификация асосида инвестициялаш, соф активлар қиймати ва инвестицион даромадни инвесторларга тегишли улушларга пропорционал тарзда тақсимлаш ва тизим иштирокчилари фаолиятида манфаатларнинг муҳофаза этилишини таъминлашга оид назорат мажмуини ташкил этувчи молиявий воситачилардир”.

Инвестиция фондлари таснифи уларга оид тушунчалар, муносабатлар, хоссалар ва хусусиятларнинг ўзаро боғлиқлигини очиб беришга ҳамда бу боғлиқликни мантиқан қурилган тизим кўринишида ифода этади. Шу йўсинда тасниф инвестиция фондларининг мазмун-моҳиятини, ундаги иқтисодий-ҳуқуқий муносабатлар жараёнларига хос хоссалар ва қонуниятларни чуқурроқ ва кенгроқ тушунишга ихтиёс қилади.

Инвестиция фондларини таснифлаш мезонларини, яъни гуруҳлаш шартларини белгилашда қуйидаги хусусиятлар ҳисобга олинадилар: мамлакатларнинг миллий қонунчилиги, халқаро миқёсда ўз-ўзини бошқарувчи ташкилотларнинг стандартлари,

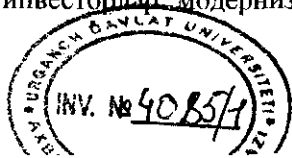
рейтинг агентликларининг усуллари, инвестиция фонди ва ишончли бошқарувчи тартиблари.

Инвестиция фондларининг ўзига хос жихати шундаки, уларнинг иштирокчилари сифатида фонд бозорида умуман тажрибага эга бўлмаган кенг жамоатчилик вакиллари ҳам қатнашиши мумкин. Ушбу иштирокчилар мустакил ҳолатда фаолият юритганда рискларни тўғри баҳолай олмаслиги, турли фирбгарликлардан ўзини ҳимоя қилолмаслиги ҳам мумкин. Айни пайтда, улар томонидан инвестиция маблағларининг бой берилиши кескин ижтимоий зиддиятларга ҳам сабаб бўлиши мумкин (масалан, АКШдаги “Bernard L. Madoff Investment Securities LLC” инвестицион компанияси ва Россияда “МММ” каби молиявий пирамидалар катта ижтимоий зарар ва инвесторлар ишончига жиддий путур етказдилар). Шу боисдан инвестиция фондлари давлат томонидан қатъий тартибга солинади.

Инвестиция фондларининг ахамияти шундан иборатки, агар улар талаб даражасида ривожланишга эришса иқтисодиётнинг баромстригаайланиши ва дунё бозоридан муносиб жой олиши мумкин.

«Инвестиция фонди» тушунчалари бўйича келтирилган иқтисодчи олимларнинг илмий ғоялари ва назарий қарашлари ҳамда миллий иқтисодиётнинг ўзига хос ривожланиши ва фаолият юритишини инобатга олган ҳолда, фикримизча, инвестиция фонди – бу аҳоли ёки хўжалик юритувчи субъектларнинг (инвесторларнинг) бўш пул маблағларини инвестициялаш орқали даромад (фойда) олиш мақсадида, фонд бозори ва бошқа инвестиция объектларига жойлаштирувчи ихтисослашган бошқарув компаниясидир.

Инвестиция фондлари фаолиятининг талаб даражасида ижобий йўлга қўйилиши натижасида бизнес вааҳоли ўртасида яхши воситачи, яъни ҳар қандай акциядор ёки пайчи ҳисобланмиш инвесторлар модернизация ва инновацион жадал ривожланиш



Йўлидаги саноат жараёнларида ҳамда жаҳон иқтисодиётида молиявий маблағларнинг глобал қайта тақсимланишида фаол иштирок этаолади.

Инвестицион фаолликнинг таъминланиши ва инвестициялаш шакллари самарадорлигини ошириш масаласи молия бозори иштирокчиларига, коллектив инвестициялаш институтларига ва шу жумладан, инвестиция фондларига ҳам улкан масъулиятлар юклайди.

Умуман, иқтисодиёт модернизацияси ва либераллашуви шароитида инвестиция фондлари фаолиятида молиявий менежмент асосларини тўғри ташкил этаолиш аҳамияти кун сайин ўсиб боради. Бу нарса шунда ифодаланадики, инвестиция фондлари ўз молиявий асосларига кўпроқ таянадилар. Бошқа манбалар улуши вааҳамиятининг сезиларсизлиги инвестиция фондларини кўпроқ ўз маблағлари ва қарзгаолинган маблағларгаасосланишини белгилайди ва бу маблағлардан самарали фойдаланаолиш инвестиция фондини бевосита кизиктиради.

Юқоридагиларни умумлаштирган ҳолда таъкидлаш мумкинки, инвестиция фондларининг иқтисодиёт модернизацияси ва либераллашуви шароитидаги фаолиятида молиявий менежмент асослари шундай ташкил этилиши лозимки, бунинг натижасида улар мавжуд маблағлари билан соф активлар қийматини ошириш бўйича юқори натижаларга эришишни таъминловчи кучли дастакка эга бўладилар. Буларнинг ҳаммаси иқтисодиёт модернизацияси ва либераллашуви шароитида инвестиция фондлари фаолияти шароитига мос келувчи молиявий менежмент асосларини кенг жорий этиш ва такомиллаштириш зарурлигини тасдиқлайди. Шунини таъкидлаш лозимки, инвестиция фондларида молиявий менежмент асосларини такомиллаштириш инвестиция фондлари ривожланиш хусусиятларини тизимли тарзда ўрганишни ва ҳисобгаолишни ҳамда ушбу муаммони комплекс ҳал этишни талаб қилади.

Инвестиция фондларида молиявий менежмент 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.

Юқоридаги таҳлиллардан кўриниб турибдики, инвестиция фондлари инвестиция стратегияси ваобъектига, инвесторлар танловига кўра, шунингдек, турли мамлакатлар меъёрий-ҳуқуқий ҳужжатларидаги фарқлар ҳисобига турлича ўзига хос хусусиятларга эга бўлади. Инвесторлар учун ўз кўйилмаларининг афзалликларини ва таваккалчилик даражасини кўрсатиш мақсадида инвестиция фондларини турли хусусиятлар бўйича таснифлаш муҳим ҳисобланади. Шунингдек, инвестиция фондлари таснифлаш инвесторлар ҳуқуқлари ва хатарли кўйилмалар, даромадлилиқ, инвестиция фаолиятининг мақсади юзасидан тажрибасиз инвесторлар учун шаффофликни таъминлайди.

1.2. Ўзбекистонда инвестиция фондлари ривожланишининг иқтисодий-ҳуқуқий асослари

Жаҳон амалиёти, тараққий этган мамлакатлар бой ижобий тажрибалари билан киёслаганда мамлакатимизда инвестиция фондлари фаолияти янги босқичга чиқаётгани, унинг тараққиёти иқтисодиёт равнаки учун истикболли масалалардан эканлиги улар фаолиятини амалдаги ҳолатини ўрганишнинг улкан аҳамиятини белгилайди.

Мустақиллик йилларида Ўзбекистонда замонвий молия бозорини шакллантириш борасида кўламли ишлар амалга

оширилди. Бунинг ортида давлат тасарруфидан чиқариш ва хусусийлаштириш, хусусий бизнесни қўллаб-қувватлаш ҳамда иктисодиётга чет эл сармоясини жалб қилишга йўналтирилган ва изчиллик билан олиб борилаётган иктисодий ислохотлар турибди. Қимматли қоғозлар бозори бозор иктисодиёти асосида ташкил этилган молия тизимининг таркибий қисми бўлиб, у ҳам юридик, ҳам жисмоний шахсларнинг бўш турган молиявий ресурсларини иктисодиётнинг керакли соҳаларига йўналтиришга ва бунинг натижасида молия бозорининг бошқа компонентларини тўлдиришга асосланган.

Ўзбекистонда хусусийлаштириш инвестиция фондлари (ХИФ) ва инвестиция фондларининг юзага келиши бевосита корхоналарни хусусийлаштириш ва давлат тасарруфидан чиқариш ҳамда иктисодий ислохотлар ўтказиш билан боғлиқ бўлган.

1994 йил 1 июндаочик акциядорлик жамияти шаклида ташкил қилинган Миллий хусусийлаштириш инвестиция фонди Ўзбекистонда инвестиция фондларини ташкил этишдаги илк кадам бўлди. Таъсисчилар сифатида Ўзбекистон Республикаси Давлат мулк қўмитаси ва Ўзмолияинвест ОАЖ иштирок этди. Учта эмиссия натижасида 35 млн. сўм қийматга эга устав жамғармаси шакллантирилди. Кейинчалик Ўзбекистон Республикасининг 1996 йил 24 апрелдаги “Акциядорлик жамиятлари ва акциядорларнинг ҳуқуқларини ҳимоя қилиш тўғрисида”ги 223-сонли Қонунга мувофиқ²⁵ давлат улуши сотиб юборилди ва тугатилди. Ушбу фонд аҳоли маблағларини жалб қилишга қаратилган ягона ҳолат ҳисобланиб, 1996 йилдан унинг ўрни ХИФларга бўшатиб берилди.

Ўтган асрнинг 90-йилларида Ўзбекистонда, МДХнинг барча мамлакатлари каби давлат корхоналарини хусусийлаштириш амалга оширилди. 90-йилларнинг биринчи ярмида хусусийлаштириш авж олган даврда Ўзбекистон раҳбарияти вामутахассислари

²⁵ Давлатнинг бошқарув ва ҳокимият органлари ХИФ таъсисчилари ва акционерлари бўла олмайдилар.

МДХ давлатлари ҳамда Шарқий Европа мамлакатларида хусусийлаштириш жараёни билан параллел равишда ИФларининг ҳам пайдо бўлиб боришини диққат билан кузатиб бордилар. Масалан, Россияда дастлаб ваучер (чекли) инвестиция фондлари пайдо бўла бошлади. Аммо, ИФлар фаолиятининг эндигина шакллана бошлаганлиги боис бу соҳага оид меъёрий ҳужжатлар такомил эмаслиги оқибатида инвестиция фондлари ғоясига путур тказилди. Натижада, маълум бўлдики, инвестиция фондлари моделини шакллантириш ва улар фаолиятини юритиш борасида ўйланмаган ҳаракатлар оддий инвесторлар учун ҳалокатли натижаларга олиб келади. Шу сабабли, ўтган асрнинг 90-йиллари ўрталарида Ўзбекистон Республикаси раҳбарияти аҳолининг кенг қатламини қимматли қоғозлар бозорига уларнинг омонатларини максимал ҳимоялаган ҳолда жалб қилиш механизмини яратиш масаласини кўндаланг қўйди. Улкан меҳнат натижасида хусусий омонатчиларни қимматли қоғозлар бозорига ХИФларининг пилот дастури орқали айнан шундай жалб қилиш механизми яратилди. Бундай фондларнинг фаолият механизми хусусийлаштириш жараёни билан боғлиқ.

Бунда хорижий тажриба, айниқса, инвестиция фондларини ривожлантиришнинг англо-саксон йўналиши бўйича тажрибага эга бўлган TACIS мутахассислари амалий ёрдам кўрсатдилар²⁶. 1996 йилдан 1998 йилгача бўлган даврда бутун мамлакат бўйича 86 та ХИФ ташкил этилди.

“ХИФ лар тўғрисидаги Низом”да ХИФларнинг амал қилиш муддати давлат кредитларини тўлик қайтаргунга қадар деб белгиланди, шундан сўнг улар ИФга ўзгаришлари лозим бўлиб, ХИФ ва ИФларни бошқа ташкилий-ҳуқуқий шаклларга тубдан ўзгариши ушбу низомда белгилаб берилмади.

²⁶ Англо-саксон йўналишида ёпиқ турдаги акционерлик инвестиция жамғармаси кенг ривожланади, яъни ўз акцияларини харид қилиш ҳуқуқисиз.

ХИФларасосан 1996–1997 йилларда шаклланди, 1998 га келиб ХИФ фаолияти гарчи кейинги йилларда етарлича катта самара келтирган бўлса-да, уларнинг ташкил этилиши бироз секинлашди.

Бизнинг фикримизча, бунинг сабаби Вазирлар Маҳкамасининг 1998йил 25 сентябрдаги №410-сонли Қарори бўлиб, унда ХИФларни ташкил этиш ва улар фаолият юритишларининг янги қоидалари кўрсатилган. Бу қарорда шунингдек, Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг 1996 йил 18 июндаги №220-сонли «Инвестиция фондларини фаолиятини ташкил этиш тўғрисида»ги Қарориди 1- ва 2- иловаларининг бскор қилиниши кўрсатилган эди.

Янги ХИФларнинг пайдо бўлишини тўхтатиб қўйган асосий омиллар ХИФларни ташкил этиш ва фаолият юритишларининг янги қоидаларида кўринади ва буни қуйидаги таққослашда кўриш мумкин (1.1.1-жадвал).

1.1.1-жадвал

1996–1998 йилларда ХИФлар фаолиятини тартибга солиш ҳукукийасосларининг қиёсий таҳлили

№220-сонли Қарорда	№410-сонли Қарорда
ХИФларга махсус давлат кредити 7 йилгача берилади.	ХИФларга махсус давлат кредити 5 йилгача
ХИФ ўзининг пул маблағларига хусусийлаштирилган корхонаакциялари пакетни сотиб олса, унга 5 баробар кўп миқдорда давлат кредит берилади.	ХИФ ўзининг пул маблағларига хусусийлаштирилган корхонаакциялари пакетининг 30%ини сотиб олса, давлат кредити (3 баробар кўп миқдорда) берилади.

1.1-жадвалдаги маълумотлардан кўриниб турибдики, давлат кредитини 7йилдан 5 йилгача қайтарилишини қисқариши ва харид қилинган акциялар тўлови улушини 16,64 фоиздан дан 30 фоизгача оширишдан далолат беради. Бу ўзгаришлар инвестиция фондларини келгусида ривожлантиришга салбий таъсир этади. 2000 йилнинг апрель ойида Хусусийлаштириш инвестиция фондлари

(ХИФ) пилот дастурини амалга ошириш туруҳининг хулоса ва тавсияларининг ҳисоботида: 410-сонли қарорни ижроси давомида махсус давлат кредитларини тақдим этиш қиймати ва муддатларидаги ўзгаришлар 16-20 нафар ХИФларни банкротликка олиб келади. Бу, авваломбор, акциялар бўйича олинган даромаднинг хусусияти ва ишларнинг реал ҳолати фақат 1,5 – 2 йилдан кейин акциялар харидидан сўнг дивидендлар кўришишида қўйилган капиталдан тушумни кўзла тутади. Бу вақтда эса кредит қисмининг қошаш муддати етиб келади. Шундай қилиб, 410-сонли қарорнинг шартлари бўйича ўз инвестиция портфелларини шакллантирган ХИФлар даромад тўплаб улгурмай, кредит тўлаш учун харид қилинган акцияларни сотишга мажбур бўладилар. Бунда улар ўз акционерларига дивидендларни тўлай олмайдилар, бу эса уларнинг порозилиги ва кўлаб шикоятларини келтириб чиқаради».

Ўзбекистонда инвестиция фондларининг янада шиддатли ривожланишига тўсқинлик қилувчи яна бир муҳим сабаб англо-саксон йўналишини танлаш ҳисобланади. Мазкур йўналиш ёпиқ турдаги акциядорлик инвестиция фондларини ташкил этишни кўзла тутади. Ёпиқ турдаги акциядорлик инвестиция фондлари ўз акцияларини харид қилиш ҳуқуқига эга эмаслар. Улар акцияларининг ликвидлилиги иккиламчи бозорда тасдиқланади. Жаҳон тажрибасига кўра, очик турдаги инвестиция фондлари айнан ўз акцияларининг ликвидлилиги шартларини яратиш орқали ёпиқ турдаги фондлардан сезиларли даражада устундирлар.

ХИФ ва ИФларнинг бундай ҳолатга келиб қолиши, авваломбор, бундай коллектив инвестициялаш институтлари фаолиятининг шаклланиш хусусиятлари билан боғлиқдир. Айнан, TACIS мутахассислари бутун МДХ мамлакатлари бўйлаб ишлаганлар. Фикримизча, инвестиция фондлари амал қилиши учун ҳуқуқий асос белгиланган тартибда ривожланган мамлакатлар сингари ўзаро рақобатлашувчи ва турли-туман фондларни яратиш шароитларини ўз ичига олиши лозим.

Навбатдаги сабаб, Ўзбекистонда инвестиция фондлари сони кескин кискаришига олиб келди – улар устав фондларда маҳаллий акциядорлик жамиятларини тартибга солишдаги уринишлардан зарар кўрдилар. ХИФ ва ИФнинг аҳамияти етарлича баҳоланмади.

Жаҳонда кўллаб инвестиция фондлари ўзлари чиқарган қимматли қоғозларининг ликвидлилик даражасини кўллаб-қувватлашлари, бу орқали инвесторларга уларнинг биринчи мурожаатлариданоқ инвестиция фондларининг инвестиция фондларига пул маблағларидаги кўйилмалари муомаласи ҳуқуқи берилади.

Бизнинг ХИФ ва ИФ ларимиз ёпик турда бўлган, яъни улар ўз акцияларини харид қилмайдилар. 1.1.2-жадвал маълумотлари шуни кўрсатадики, Ўзбекистондаги инвестиция фондларини ичида “Даромад-плюс” ва “Камалак” ИФларининг акцияларини ҳажми юқори ҳисобланади. Шунингдек, “Даромад-плюс” инвестиция фонди қимматли қоғозлар бозори 632 млрд.сўмлик акциясини жойлаштирган. “Камалак” ИФ эса, қимматли қоғозлар бозори 618 млрд.сўмлик акциясини эмиссия қилган. Бундан кўришиб турибдики, қимматли қоғозлар бозорида инвестиция фондларининг қимматли қоғозлар айланмасида “Даромад-плюс” ва “Камалак” ИФларини қимматли қоғозлар айланмаси деярли 77 фоизни ташкил этган.

Бу шуни англатадики, иккала инвестиция фондларининг акцияларини муомаласи юқори эканлигидан далолат беради.

Шундай қилиб, қимматли қоғозлар бозорига аҳолининг кенг қатламини жалб этиш жараёни бошида рўйхатга оланган 86 та ХИФдан ҳозирги кунда 2 та ХИФ ва 5 та ИФ сақланиб қолган. Умуман, ХИФлар қолмаслиги лозим, чунки уларни ИФларга ўзгартириш бўйича барча муддатлар тугаган.

Ўзбекистон Республикасида фаолият юритаётган инвестиция фондлари ҳақида маълумот (2019 йил 1 январ ҳолатига)²⁷

№ т/р	ИФларнинг номи	Инвестиция активларини ишончли бошқарувчи	Чиқарилган акцияларнинг умумий ҳажми (дона)	Акциянинг номинал қиймати	Чиқарилган акцияларнинг умумий ҳажми (млн. сўмда)
1	ХИФ «Дўстлик»		590 000	100	59
2	«OLIM-F» ХИФ ОАЖ		1 090 091	100	109
3	«DaromadPlus» ОАЖ ИИФ	«KAFOLAT-INVEST» МСҲ	1 263 808	500	632
4	«Камалак» ИФ ОАЖ	«CARBON-INVEST» МЧЖ	229 021	2 700	618
5	«SEMURG» ОАО ИФ		756 018	100	75
6	«BARAKA» ОАЖ ИИФ		838 742	100	83
7	«OLTIM INVEST» ИФ ОАЖ		535 288	100	53
Чиқарилган акцияларнинг умумий суммаси:					1631

Бу ХИФлар уларнинг компания бошқарувчилари турли сабабларга кўра уларни бошқараолмайдилар. Бугунги кунда мавжуд бўлганларга келсак, 5та ИФ мавжуд бўлиб, улардан иккитаси одатий амал қилмоқда, чунки устав жамғармаси 400 минг АҚШ долларини ташкил этган, қолган учтаси устав жамғармаси

²⁷Инвестиция фондлари маълумотлари асосида муаллиф томонидан тайёрланган.

қиймати қонунчиликка мос келмаганлиги учун амал қилмаётгани.

Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2003 йил 24 январдаги Фармониининг 3 бандига кўра: «2003 йилнинг 1 февралданочик акциядорлик жамиятларининг устав фондларини энг кам қиймати Ўзбекистон Республикаси Марказий банкининг курси бўйича 50 000 АҚШ долларига тенг қийматни ташкил этади²⁸...».

Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2008 йил 18 ноябрдаги Фармониининг 1-бандига мувофиқ: «2009 йилнинг 1 январидан қайта ташкил этилган очик ва ёпик акциядорлик жамиятлари учун устав жамғармасининг энг кам қиймати Ўзбекистон Республикаси Марказий банкининг курси бўйича 400мингАҚШ долларига тенг қийматни ташкил этади²⁹...»

Бинобарин, ХИФ ва ИФлар очик акциядорлик жамиятлари шаклидаочилган экан, фармонларнинг юқорида қайд этиб ўтилган бандлари бевосита ХИФларга ҳам, ИФларга ҳам тааллуқлидир. Агарда фармонларни тайёрлашда мутахассисларга бу ҳолат ХИФ ва ИФларга тааллуқли эмаслигигаоид кичик изоҳ беришса кифоя бўларди, натижада кўплаб акциядорлар ва ХИФ ҳамда ИФларнинг ўзлари ҳам сақлаб қолинарди. Қуйида биз, ХИФ ва ИФлар сони жуда кам бўлганлиги, асосийси, улар одатий акциядорлик жамиятларидан мутлақо фарқланишини кўрсатиб ўтамиз. Бу моҳиятига кўра, қўйилмалари ҳимояланиш ва эҳтиёткорлик билан муомала қилишни талаб этувчи инвесторларни оддий бирлаштиришдир.

²⁸Ўзбекистон Республикаси Президентининг “Ўзбекистон иқтисодиётида хусусий тармоқнинг улуғи ва аҳамиятини мувофиқ ошириш чора-тадбирлари тўғрисидаги”ИФ 3202-сонли Фармони 2003 йил 24 январь.// Халқ сўзи, 25.01.2003 й.

²⁹Ўзбекистон Республикаси Президентининг “Иқтисодиётнинг реал сектори корхоналарининг молиявий барқарорлигини янада ошириш чора-тадбирлари тўғрисидаги” №4053-сонли Фармони 18.11.2008й. //Халқ сўзи, 19.11.2008 й.

Албатта, Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2008 йил 18 ноябрдаги Фармониининг 1-бандига мувофиқ «ўз устав фондларини мазкур низомда белгиланган миқдорга етказолмайдиган акциядорлик жамиятлари ўртасида, уларни бошқа ташкилий-ҳуқуқий шаклига ўзгартириш бўйича кенг тушунтириш ишлари олиб борилган». Бироқ, буларнинг ҳаммаси мамлакатнинг оддий очик ва ёпиқ акциядорлик жамиятларига тааллуқли бўлади. Уларнинг устав жамғармаси қиймати учун 50 000 АҚШ доллари кулай ҳисобланади, лекин устав жамғармасининг қийматиши 400 000 АҚШ долларигача етказиш – бу албатта муаммодир. Гап шундаки, энг йирик ХИФ ва ИФлар Ўзбекистон Республикаси Марказий банкининг курси бўйича 60 минг АҚШ долларидан ошмаган устав жамғармасига эга бўлганлар.

Низомга мувофиқ, Ўзбекистон Республикаси акциядорлик жамиятлари ўз устав фондларини ошириш имкониятига эгалар. ИФларга эга акциядорлик жамиятлари ўз акцияларини тахминан 8-10 баробар оширган қийматга келтира бошладилар, аввало номинал ва кейинчалик ИФлар ўртасида ҳосил бўлган фарқни тақсимланмаган фойда ҳисобига кўпайтира бошладилар. Бу ИФ тақсимланмаган фойда ҳисобига ўзининг устав фондини тахминан шунчага оширишларини аниқлади. Шу орқали улар устав жамғармасининг қийматини Ўзбекистон Республикаси Марказий банки курси бўйича 400 минг АҚШ долларига етказдилар.

Ўзбекистон Республикасининг «Инвестиция ва пай фондлари тўғрисида»ги 2015 йил 25 августда ЎРҚ392-сон қонуни қабул қилинган бўлиб, ушбу қонуннинг мақсади инвестиция ва пай фондлари фаолияти соҳасидаги муносабатларни тартибга солишдан иборат. Қонунда инвестиция фондига «Инвесторларнинг пул маблағларини жалб этиш ва уларни инвестиция активларига қўйиш мақсадида акциялар чиқаришни амалга оширувчи юридик шахс акциядорлик жамияти» деб таъриф берилган.

Шу билан бир қаторда, қонундаишончли бошқарувчининг ҳуқуқлари, вазифалари ва мажбуриятлари этиб куйидагилар белгиланган:

ишончли бошқарувчи деганда ушбу Қонунда инвестиция фондларини ва (ёки) пай фондларини ишончли бошқариш шартномаси асосида ишончли бошқаришни амалга оширувчи юридик шахс тушунилади. Ишончли бошқарувчи қимматли қоғозлар бозорининг профессионал иштирокчисидир;

–ишончли бошқарувчи ўзи бошқарадиган инвестиция активлари ўртача йиллик қийматининг камида 5 фоизи миқдориди ўз капиталига (устав капиталига қўйилган номоддий активларни ҳисобга олган ҳолда) эга бўлиши керак;

–инвестиция фондини ва (ёки) пай фондини бошқарувга қабул қилган ишончли бошқарувчи ишончли бошқариш шартномасида назарда тутилган доирада бу фондларга (фондга) нисбатан мулкдорнинг ҳуқуқларини амалга оширади;

– ишончли бошқарувчининг ҳуқуқ ва мажбуриятлари қонун ҳужжатларида, инвестиция фондининг уставида, ишончли бошқариш шартномасида ҳамда инвестиция фондининг ижроия органи тўғрисидаги низомида белгиланади;

–ишончли бошқарувчи ўзининг уставида белгиланган таркибда ва тартибда ички аудит хизматини тапқил этиши шарт;

–ишончли бошқарувчи ўз бошқарувида бўлган инвестиция фондларининг акцияларини ва пай фондларининг инвестиция пайларини олишга ҳақли эмас;

–инвестиция ва пай фондлари тўғрисидаги қонун ҳужжатлари бузилган тақдирда, ишончли бошқарувчи инвестиция фонди акцияларининг ва пай фонди инвестиция пайларининг эгалари олдиди асказилган ҳақиқий зарар миқдориди жавобгар бўлади;

хизматлар кўрсатганлик учун ишончли бошқарувчига инвестиция фондининг ва (ёки) пай фондининг маблағлари ҳисобидан ишончли бошқариш шартномасига мувофиқ ҳақ

тўланади. Ҳақнинг умумий миқдори ва уни тўлашнинг ўзига хос хусусиятлари ушбу шартномада белгиланади.

Қонуннинг 11-моддасида инвестиция фондини ташкил этиш шакллари ва фаолият юритиш тартиби белгилаб қўйилган. Унга кўра:

– инвестиция фонди янги юридик шахсни таъсис этиш ёки бошқа инвестиция фондини қайта ташкил этиш йўли билан ташкил этилади;

– инвестиция фондини инвестиция фонди бўлмаган бошқа юридик шахсни қайта ташкил этиш орқали ташкил этишга йўл қўйилмайди;

– инвестиция фонди тижорат ташкилоти бўлиб, у ўзининг алоҳида ҳисобга олинадиган мол-мулкига, шу жумладан, устав капиталига берилган мол-мулкка эга бўлади;

– юридик ва жисмоний шахслар инвестиция фондининг муассислари (акциядорлари) сифатида иш юритиши мумкин;

– инвестиция фондини давлат рўйхатидан ўтказиш Ўзбекистон Республикаси Адлия вазирлиги томонидан амалга оширилади;

– инвестиция фондини ташкил этишда унинг акциялари қийматини тўлаш пул маблағлари, қимматли қоғозлар, улушлар, шунингдек кўчмас мулк ва бошқа мол-мулк, мулкий ҳуқуқлар билан амалга оширилади. Бунда унинг устав капиталининг камида 75 фоизи пул шаклида тўланиши керак;

– инвестиция фондининг акцияларини жойлаштириш фонд биржасида амалга оширилади, бундан ушбу фонд муассислари ўртасида ёпиқ обуна бўйича жойлаштириладиган акцияларнинг дастлабки чиқарилиши мустасно.

Шунингдек, қонунида инвестиция ва пай фондларининг фаолиятини тартибга солишни амалга ошириш механизмлари белгилаб берилган. Инвестиция ва пай фондлари фаолиятини тартибга солиш қимматли қоғозлар бозорини тартибга солиш бўйича

ваколатли давлат органи томонидан қуйидагилар орқали амалга оширилади:

– инвестиция ва пай фондларини ишончли бошқариш тартибини, шу жумладан ушбу фондларнинг инвестиция активлари ҳисобини юритиш ҳамда уларнинг фаолияти тўғрисидаги ахборотни ошқор этиш тартибини белгилаш;

– ишончли бошқарувчи мансабдор шахсларининг ҳамда аффилланган шахсларининг инвестиция ва пай фондлари операцияларида иштирок этишини чеклаш;

– инвестиция декларациясининг мазмунига ҳамда инвестиция ва пай фондларининг бошқа ҳужжатларига доир талабларни белгилаш;

– инвестиция ва пай фондларининг, ишончли бошқарувчиларнинг ва Қимматли қоғозлар марказий депозитарийсининг фаолиятини назорат қилиш;

– ишончли бошқарувчи билан тузилган шартнома асосида ишончли бошқарувчи помидан ва унинг ҳисобидан фаолият юритувчи Қимматли қоғозлар марказий депозитарийсигина инвестиция пайларини бериш, муомаладан чиқариш ва алмаштириш бўйича агент бўлиши мумкин. Қимматли қоғозлар марказий депозитарийсининг инвестиция пайларини бериш, муомаладан чиқариш ва алмаштиришга доир фаолияти тартиби қимматли қоғозлар бозорини тартибга солиш бўйича ваколатли давлат органи томонидан белгиланади.

Ўзбекистон Республикаси Президентининг «Ўзбекистон Республикаси капитал бозорини ривожлантириш агентлиги фаолиятини ташкил этиш тўғрисида»ги 2019 йил 24 январдаги ПҚ-4127-сонли қарори бажарилиши бўйича амалга оширилаётган чоратадбирлар самарадорлигини таъминлаш, Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2019 йил 14 январдаги «Давлат активларини бошқариш, мононолияга қарши курашишни тартибга солиш тизимини ва капитал бозорини тубдан такомиллаштириш

чора-тадбирлари тўғрисида»ги ПФ5630-сон Фармонидатовар ва молия бозорларида фаолият юритаётган хўжалик юритувчи субъектлар устав капиталидаги (фондидаги) давлат иштирокини камайтириш бўйича таклифларни ишлаб чиқиш кўзда тутилган.

Фармонда капитал бозорини ривожлантириш соҳасида қуйидагилар давлат сиёсатининг асосий йўналишлари этиб белгиланди:

– капитал бозорини ривожлантиришнинг яхлит стратегиясици шакллантириш ва ушбу соҳада ягона давлат сиёсатини амалга ошириш;

– капитал бозорининг самарали инфратузилмаси шаклланишига кўмаклашиш;

– иккиламчи қимматли қоғозлар бозорини жадал ривожлантириш ва унинг кўламини кенгайтириш, корпоратив бошқарув тизимини такомиллаштириш;

– корпоратив бошқарув ва капитал бозорини тартибга солиш соҳасида халқароалоқаларни ривожлантириш.

Шу билан бир қаторда, Давлат активларини бошқариш агентлигининг асосий вазибалари этиб қуйидагилар белгиланган:

– давлат активларини самарали бошқариш бўйича ягона давлат сиёсатини юритиш;

– ўзига берилган давлат иштирокидаги корхоналар устав капиталидаги давлат акциялари пакетлари (улушлари) бўйича акциядор (таъсисчи ва иштирокчи) ҳуқуқларини амалга ошириш;

– илғор хорижий тажрибаасосида давлат иштирокидаги корхоналарда замонавий корпоратив бошқарув шакл ва усулларини жорий қилиш, уларни бошқаришда кузатув кенгаши ва акциядорларнинг ролинини тубдан ошириш;

– давлат иштирокидаги корхоналарни, шу жумладан, халқаро молия институтлари тавсиялари асосида босқичма-босқич ички ва ташқи бозорларда рақобатлашаоладиган, самарали корхоналарга айллантиришга кўмаклашиш;

– давлат иштирокидаги корхоналар фаолиятининг самарадорлиги ва шаффофлигини таъминлаш, бошқарув тузилмасини оптималлаштириш, юқори даромадлилик ва капитализацияни ошириш, соҳасига кирмайдиган ва фойдаланилмаётган активларини чиқариб ташлашга қаратилган ривожлантириш стратегияларини ишлаб чиқиш ва тасдиқлашни мувофиқлаштириш;

– давлат манфаатларини таъминлаган ҳолда, шу жумладан, давлат акция пакетларини (улушларини) ишончли бошқарувга бериш орқали инвестиция фаолиятини амалга ошириш;

– давлат иштирокидаги корхоналарнинг облигация ва акцияларини чиқариш ва реализация қилиш, шу жумладан маҳаллий ва хорижий фонд биржаларида IPO/SPO бўйича эмиссияларни жойлаштириш ҳисобига, шу жумладан тўғридан-тўғри хорижий инвестицияларни, шунингдек портфель инвестицияларни жалб қилиш;

– давлат активларини реализация қилиш (хусусийлаштириш) ва ижарага беришнинг очик ва шаффоф механизминини таъминлаш, инвесторлар томонидан қабул қилинган инвестиция ва ижтимоий мажбуриятлар бажарилиши устидан мониторинг қилиш, шунингдек, давлат хусусий шерикчилиги бўйича таклифларни тайёрлашда иштирок этиш;

– таҳлил асосида давлат иштирокидаги фаолият юритмаётган, паст рентабелли ва зарар кўриб ишлаётган корхоналарни аниқлаш, уларни молиявий соғломлаштириш ҳамда фаолияти самарадорлигини ошириш дастурларини ишлаб чиқиш ва амалга оширишда иштирок этиш;

– банкротлик тўғрисидаги ишлар бўйича давлат сиёсатини амалга ошириш;

– Ўзбекистон Республикаси Молия вазирлиги билан биргаликда давлат иштирокидаги корхоналарда самарали дивиденд сиёсатини олиб бориш;

– баҳолаш фаолиятининг давлат томонидан тартибга солинишини таъминлаш, мол-мулкни баҳолаш стандартларини тасдиқлаш, шунингдек риэлторларни сертификатлаштириш.

Шунингдек, Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2019 йил 24 январда «Ўзбекистон Республикаси капитал бозорини ривожлантириш агентлиги фаолиятини ташкил этиш тўғрисида»ги ПҚ-4127-сонли қарори қабул қилинди. Ушбу қарордаагентлик:

– қимматли қоғозлар бозорини тартибга солиш бўйича ваколатли давлат органи ҳисобланади;

– ўз ваколатларини мустақил равишда ва барча давлат органлари ҳамда ташкилотлари, уларнинг мансабдор шахсларидан мустақил ҳолда олиб боради ҳамда ўз фаолиятида бевосита Ўзбекистон Республикаси Бош Вазирига бўйсунди ва ҳисобот беради;

– фонд биржалари фаолиятини ва қимматли қоғозлар бозорида профессионал фаолиятни лицензияловчи орган ҳисобланади;

– лотереялар ташкил этиш фаолиятини тартибга солиш ва лицензиялаш бўйича ваколатли давлат органи ҳисобланади.

Умуман олганда, фаолият юритган Ўзбекистон Республикаси «Хусусийлаштирилган корхоналарга кўмаклашиш ва рақобатни ривожлантириш давлат кўмитаси» ва «Қимматли қоғозлар бозори фаолиятини мувофиқлаштириш ва ривожлантириш маркази»нинг қимматли қоғозлар бозорини, шу жумладан қимматли қоғозлар савдосини ташкил этувчиларни ва «Қимматли қоғозлар марказий депозитарийси»ни тартибга солиш, шунингдек корпоратив бошқарувни ривожлантириш борасидаги барча ҳуқуқлари, мажбуриятлари ва шартномалари бўйича ҳуқуқий вориси ҳисобланади.

Шунингдек, қарорда манфаатдор вазирлик ва идоралар билан биргаликда халқаро молия институтлари ва экспертлар билан ҳар томонлама муҳокама қилиниб, илғор хорижий тажрибани ўрганиш асосида ишлаб чиқилган ва қуйидагиларни назарда тутувчи



капитал бозорини ривожлантириш стратегиясини ишлаб чиқиш кўзда тутилган:

– аҳоли, тадбиркорлар ва иқтисодийнинг инвестициявий татабларини максимал даражада қаноатлантириш мақсадида молия бозорининг уйғун фаолияти ва унинг барча сегментлари ривожланишини таъминлаш;

– капитал бозорининг барча, шу жумладан хорижий иштирокчилар учун тенг шароит ва тадбиркорлик фаолияти эркинлигини яратиш, шу аснода соғлом рақобат муҳитини шакллантириш;

– халқаро молия бозорлари билан фаол интеграциялашув, замонавий ахборот-коммуникация технологияларидан кенг фойдаланиш ва хорижда муваффақиятли синовдан ўтган илғор ёндашувлардан фойдаланиш орқали барча тоифадаги инвесторлар учун капитал бозорининг қулайлигини ошириш;

– илғор халқаро амалиётни жорий қилиш, ортиқча тўсиқлар, чекловлар ва соҳанинг ҳаддан ташқари тартибга солинганлигини бартараф этиш орқали фонд бозорида ривожланиш мақсадларига йўналтирилган инвестицияларни фаол молиялаштириш учун зарур шарт-шароитларни яратиш;

– инвесторлар учун жозибador механизмларни жорий қилиш ҳисобига капитал бозорининг капиталлашуви ва рақобатбардошлигини ошириш, банк томонидан кредитлашнинг самарали муқобил механизмини яратиш;

– тегишли халқаро мезонлар ва тажрибаларни жорий қилган ҳолда, капитал бозорини тартибга солишнинг яхлитлигини, тизимли таваккалчиликларнинг олдини олишни таъминловчи зарур қонунчилик базасини ишлаб чиқиш;

– иқтисодий сиёсат мақсадлари ва саноатни мутаносиб ривожлантириш зарурати билан боғлиқ ҳолда капитал бозорини яхшилаш бўйича чора-тадбирларнинг тартибли мувофиқлаштирилишини таъминлаш;

– хорижий молия бозорларида рақобатбардошликни ошириш учун фойдаланиладиган асослантирилган имтиёз ва преференцияларни бериш орқали капитал бозорида инвестициявий ва ишбилармонлик фаолиятини ҳар томонлама рағбатлантириш ҳамда кенгайтириш;

– капитал бозорини замонавий талабларга мос кадрлар билан таъминлашнинг барқарор тизимини ривожлантириш, истиқболли, шу жумладан хорижий мутахассисларни жалб қилиш учун жозибадор шарт-шароитларни яратиш.

Демак, мамлакатимиз молия бозорида фаолият юритаётган инвестиция фондлари фаолиятини мувофиқлаштириш, ҳукукий тартибга солиш ва имкониятлар яратишни тараққий этган давлатлар тажрибалари асосида «Капитал бозорини ривожлантириш агентлиги» амалга оширади.

1.3. Инвестиция фондлари соф активларидан самарали фойдаланишда хориж тажрибаси

Жаҳонда инвестиция фондларининг ривожланиш тарихи XIX асрнинг биринчи ярмига тўғри келади. Биринчи инвестиция фондлари 1822 йилда Белгияда, 1849 йилда Швейцарияда ва 1852 йилда эса Францияда ташкил топган. АҚШ да биринчи инвестиция фонди 1860 йилда тузилган бўлиб³⁰, у корпоратив инвестиция фонди бўлган. АҚШда дастлабки очик турдаги инвестиция фонди (mutual fund - ўзаро фонд) 1924 йилда Бостонда ташкил этилган. Бироқ, бу пайтда ўзаро фондлар инвесторларнинг ишончига жуда қийинчилик билан эришганлар. 1950 йилгача ўзаро фондларнинг фаолияти сезиларли даражада ривожланмаган. Ҳаттоки, АҚШ ҳукумати томонидан 1940 йилда қабул қилинган инвестициялар тўғрисидаги ҳамда 1939 йилда қабул қилинган трастлар тўғрисидаги қонунлар ҳам ёрдам бермаган. Ўзаро фондлар

³⁰<http://www.swfinstitute.org/statistics-research>.

сонининг жуда тез ўсиши факат 1950 йилдан бошланди. 1951 йилга келиб АҚШда уларнинг миқдори юз нафардан ошиб кетди, мазкур фондларнинг акциядорлари сони эса 1 миллиондан ортган³¹.

АҚШ ва Европада инвестиция фондларининг бирмунча таракқий этили Иккинчи жахон урушидан кейинги даврда бошланди. XX асрнинг охирига келиб, инвестиция фондлари дунёнинг ривожланган мамлакатлари иктисодиётидаалоҳида роль ўйнай бошладилар ҳамда уй хўжаликлари жамғармаларини инвестициялашнинг асосий субъектлари сифатида намоён бўлдилар. Ҳозирги вақтда дунёда инвестиция фондлари активларининг асосий қисмигаочик фондлар эғалик қилмоқда.

Қонунчиликда инвестиция фондларини ташкил этиш шакллари сифатида акциядорлик ёки пай инвестиция фондлари белгиланиши мумкин. Таҳлилларимизнинг кўрсатишича, пай инвестиция фондлари ва траст фондлари айнан инвестиция фондининг бир шаклини ифода этади. Бунда траст фонди англо-саксон ҳуқуқий тизимида тааллуқли бўлса, пай инвестиция фондлари роман-герман ҳуқуқий тизимида мансубдир.

Акциядорлик инвестиция фондлари (АИФ) ривожланган ва ривожланаётган мамлакатларнинг қонунчилик тизимида инвестиция фондининг энг кенг тарқалган шакли ҳисобланади.

АИФ очик турдаги акциядорлик жамияти бўлиб, унинг фаолият предмети сифатидатасарруфидаги мулки ҳисобидан қимматли қоғозлар ва бошқа қонунчиликда тақиқланмаган объектларга инвестиция қилиш саналади. АИФ фаолияти лицензия асосида йўлга қўйилади. Фаолият турлари эса унинг низомидаакс этирилади. Фонд томонидан инвестиция киритиладиган мулкый объектлар рўйхати эса инвестиция декларациясида қайд этилади. Декларацияга ўзгартириш ва қўшимчалар киритиш акциядорлар умумий йиғилиши ёки директорлар кенгаши (агар низомда ваколат берилган бўлса) томонидан амалга оширилади.

³¹<http://www.pif-news.ru/article/1572>.

Акцияларни муомалага чиқариш бўйича барчаочик турдаги акциядорлик жамиятлари учун белгиланган тартиб амал қилади.

АҚШда инвестиция фондлари ичида энг кўп тарқалгани бошқарув компанияларидир. Бу компаниялар ўзидаакциядорлик жамиятларини ифодалайди, маблағ кўйиш уларнинг акцияларини сотиб олиш орқали амалга оширилади. Акциядор ўз фойдасини дивиденд кўринишида, шунингдек, акциялар қийматининг ошиши ҳисобига олади. Бошқарув компанияси очик инвестиция компанияларига ёки ўзаро фондларга (mutual funds) ҳамда ёпиқ инвестиция компанияларига, шунингдек, ёпиқ турдаги трастларга бўлинади. Россияда биринчисига ўхшаш бўлиб, пай инвестиция фондлари, иккинчисига ўхшаш бўлиб эса, акциядорлик инвестиция фондлари ҳисобланади. Инвестиция компанияларининг барча турларидан энг ташиқлиси ўзаро фондлар бўлиб, 93,3 фоизни ташкил этади. Уларнинг Россия пай фондлари билан ўхшашлиги шундаки, ўзларининг акцияларини қайтариб сотиб олишади ва акцияларининг қиймати соф активлар асосида аниқланади. Бироқ, улар фаолият тамойили жиҳатидан Россиянинг пай фондларидан фарқ қилишади.

Ўзаро фондларнинг фаолияти қимматли қоғозлар ва биржалар бўйича Комиссия (Securities and Exchange Commission (SEC)) томонидан 1933 йилдаги қимматли қоғозлар тўғрисидаги қонунга асосан тартибга солинади.

Шунингдек, 1940 йилда қабул қилинган инвестиция компанияси тўғрисидаги қонунга мувофиқ, фондлар АҚШда пассивлар ва активларни жойлаштириш хусусиятларига кўра, асосан уч турга бўлинади. Айни пайтда, АИФлар фаолияти схемаси жиҳатидан уларнинг таркибий тузилиши содда кўринишга эга бўлиши мумкин. АҚШ қонунчилигида баҳоловчилар ҳақида сўз бормайди. Ваҳоланки, баҳоловчи компаниялар инвестиция фондларининг ноликвид активлари билан ишлашда муҳим роль уйнайди. АҚШ қонунчилигига кўра, акциялар билан ишлаш

бўйичаагентнинг мавжуд бўлиши, шунишдек, аудитор, реестрни сакловчи ва депозитарий талаб этилади.

АҚШда трастлар жамоавий инвестициялашнинг фаол бўлмаган шакли ҳисобланади. Барчаолинган маблағлар одатда пайчиларга тўловлар учун йўналтирилади. Траст фаолиятини тартибга солиш The trust Indenture Act of 1939 номли қонун актида батафсил баён этилган.

Инвестиция компанияси тўғрисидаги қонуннинг 17 бўлимида инвестиция фонди активларини саклаш бошқа муассаса томонидан амалга оширилиши лозимлиги қайд этилган. Бундай муассаса сифатида қонуннинг 26 бўлими талабларига жавоб берувчи банк, ёки миллий биржааъзоси ҳисобланган компания иштирок этиши мумкин. SEC вақти-вақти билан бундай фаолиятни амалга ошириш ваколатини бошқарувчи компанияга ҳам топшириши мумкин.

Ўзаро фондлар фақат оддий акциялар чиқариш ҳуқуқига эга, у бўйича инвестор учун даромадни олдиндан аниқлаш мумкин эмас. У фонд капиталини бошқаришнинг муваффақиятли бўлишига боғлиқдир.

Ғарбий Европа мамлакатларида инвестиция фондлари фаолиятининг хусусияти ушбу минтақанинг ўзига хос шарт-шароитларидан келиб чиқади. Шундай экан Европа Иттифоқида (20.12.1985 Кенгаш Директиваси) “UCITS” - “Undertaking for Collective Investment in Transferable Securities” концепцияси киритилган.

Ушбу ҳужжатга мувофиқ UCITSнинг инвестиция ресурсларини оммавий жалб этиш, таваккалчилик диверсификацияси тамойилига риоя қилиш, инвесторлар талаблари бўйича фонд қимматли қоғозларини қайтариб сотиб олиш талабларини қўяди. Бунда инвестиция фондининг ҳуқуқий шакли шартномавий, шунишдек, трастёки корпоратив каби бўлиши мумкин. Шундай қилиб, UCITS моҳияти бўйича кўпроқ АҚШнинг ўзаро фондларига ўхшайди. Ҳозирги вақтда UCITSнинг жами активлари улуши

Европа Иттифоқи мамлакатларидаги барча инвестиция фондлари активларида қарийб 80 фоизни ташкил этади.

Буюк Британия ва Германияда инвестиция фондларининг фаолиятини ташкил этиш Европа Иттифоқининг бошқа давлатларидан фарқ қилади. Буюк Британияда инвестиция фондлари юнит-трастлар (ёки пайтрастлари) ҳамда инвестиция трастлари деб аталадиган турларга ажратилади. Юнит-трастлар моҳияти бўйича ёпиқ турдаги фондлар ҳисобланади. Бундай фонд фаолиятининг мақсади шундаки, инвесторўзининг пул тўловларини ишончли бошқарувга топширади. Пай баҳоси юнит-трастнинг портфелида жойлашган кимматли қоғозларнинг умумий қийматини чиқарилган пайларнинг миқдорига бўлиш йўли билан аниқланади. Талаб ошганда бошқарувчилар янги юнитларни чиқариш ҳақида қарор қабул қилишади.

Буюк Британияда мулкчилик ҳуқуқини бошқа шахсга пулга бериш имконияти мавжуд. шунингдек, инвесторнинг пули юнит-трастга тушгандан кейин уларнинг ишончли эгаси васий (траст) деб аталадиган бўлади. АҚШда ушбу тамойил амал қилмайди, шунинг учун ўзаро фондлар акциядорлик жамиятлари шаклига эга.

Инвестиция трастлариюнит-трастлардан фарқли равишда ўзининг пайларини қайтариб сотиб олиш ёки доим очикариш ҳуқуқига эга эмас. У доимий, фақат унинг опирилиши тўғрисидаги акциядорлик қарорини қабул қилиниши сабабли вақти-вақти билан ўзгариши мумкин бўлган устав капиталигаэга. Шунингдек, кейинги йилларда Буюк Британияда юнит-трастлар ўрнига очик инвестиция компаниялари юзага кела бошлади.

Германияда инвестиция механизмлари бошқа мамлакатлар билан солиштирганда янада ўзига хосхусусиятга эга. Бу банкларнинг алоҳида роли билан боғлиқдир. Немис қонунлари бўйича инвестиция компаниялари кредит ташкилотлари бўлиб ҳисобланади ҳамда уларга кредит ташкилотларига тегишли барча қонуний меъёрлар татбиқ этилади. Немис инвестиция фондларининг яна

бир ўзига хос муҳим хусусияти бўлиб, улар депозитарийлари тузилиши ҳисобланади. Бунда, фондларни бошқариш компаниясига назорат қилиш ва қимматли қоғозларни сақлаш масъулияти юклатилган. Фондларнинг депозитарийлари фақат банклардан иборат бўлиши мумкин. Натижада, Германияда акциялар чиқариш ҳисобига молиялаштириш бошқа мамлакатлар билан солиштириганда капитал қўйилмаларнинг бирмунча кам улушини ташкил этади. ЯИМда капиталлашув даражасининг солиштирмаоғирлиги (20-25 фоиз) бўйича Германия АҚШдан икки марта, Буюк Британиядан эса беш марта ортиқ туради. Йирик корхоналарнинг узок муддатли капиталга бўлган эҳтиёжларининг катта қисмини банклар қондиради. Германияда банк қонунчилиги ва банкларнинг етакчилик роли немис инвестиция компанияларини тартибга солишда дунёдаги энг мустақамлардан бири ҳисобланади.

Япония ва Осиёнинг бошқа давлатларида инвестиция фондлари заиф ривожланган, чунки бу мамлакатларнинг аҳолиси АҚШ ёки Ғарбий Европа мамлакатларидаги каби инвестиция жараёнининг унчалик фаол иштирокчиси ҳисобланмайди.

Россия Федерациясида инвестиция фондлари фаолиятини қимматли қоғозлар бозори бўйича федерал комиссия тартибга солиб туради. Бунда мазкур орган қуйидаги фаолиятни амалга оширади:

- инвестиция фондлари фаолияти устидан доимий давлат назоратини ўрнатиш;
- фонд активларини бошқариш, тақсимлаш ва уларни сақлаш;
- пай инвестиция фондлари фаолиятига жавоб берувчи ташкилотларни қўп томонлама қарама-қарши назорат қилишни ташкил этиш;
- инвесторларнинг ижобий қарорлар қабул қилиши учун зарур бўлган маълумотларни таъминлашга доир шароитлар яратиш;
- ҳисобот тизимини такомиллаштириш ва бошқалар.

Шунингдек, ушбу орган пай инвестиция фондларидаги икки томонлама соликқа тортишни бартараф этди. Бир қатор чоратадбирларнинг амалга оширилиши туфайли кўплаб инвесторларнинг мазкур молиявий институтга бўлган ишончини мустаҳкамлади.

Жамоавий инвестициялаш шаклларида фарқли тарзда (уларни ташкил қилиш юзасидан қонунчилик ҳужжатлари мавжуд бўлмаган) пай инвестиция фондлари фақат Россия қимматли қоғозлари бўйича комиссияси (ФКЦБ) томонидан 30дан ортиқ меъёрий ҳужжатлар ишлаб чиқилиб, қабул қилингандан сўнггина ташкил қилина бошланди. Ушбу ҳужжатлар 1995 йилнинг август ойидан бошлаб яратила бошланган, биринчи ПИФлар фақатгина 1996 йилнинг ноябр ойида рўйхатга олинган³². Айни пайтда, Россия қимматли қоғозлар бўйича комиссияси қуйидагиларни белгилаб берган:

- давлатнинг ПИФлар фаолияти устидан назоратини ўрнатиш тартибини белгилаш;

- фондлар активларини бошқариш ва уларни сақлаш юзасидан фаолиятни ажратиш;

- ПИФ фаолияти бўйича масъул ташкилотлар устидан кенг қамровли назоратни ўрнатиш;

- инвесторлар томонидан қарорларни қабул қилишга ёрдам берувчи маълумотларни очиш бўйича қатъий талабларни қўйиш;

- ҳисоботлар тизимини такомиллаштириш;

- икки томонлама соликқа тортиш амалиётига барҳам бериш.

Амалга оширилган тадбирлар инвесторларнинг ушбу янги вааксарият россияликлар учун ноанъанавий бўлган молиявий институтларга бўлган ишончини оширишга хизмат қилган.

Қозғоғистон Республикасининг иктисодиётни барқарорлаштириш ва тараққиёт фонди, яъни суверен инвестиция фонди

³² Кудряшов В. Суверенные фонды – новый тип институциональных инвесторов // *Vozro, pulvakredit*. -2010. №6. -с.22-25.

“Қозоғистон миллий фонди” ҳисобланади. Мазкур фонд Қозоғистон Республикасининг 2000 йил 23 августдаги “Қозоғистон Республикаси миллий фонди тўғрисида”ги 402-сонли Фармони асосида ташкил этилган бўлиб, унинг маблағлари 2016 йил июнь ҳолатига 77,0 млрд. АҚШ долларини ташкил этди. Маблағлари асосан нефть, газ ва металл маҳсулотлари экспортдан келган тушумлардан шаклланади. Халқаро шаффофлик рейтингига 2га тенг. Миллий фонднинг активлари Қозоғистон Миллий банки томонидан назорат қилинади³³.

Фонднинг асосий мақсади мамлакатнинг барқарор иқтисодий-ижтимоий ривожланишини таъминлаш, келажак авлодларга халқаро молиявий маблағларни жамғариш, турли салбий ташқи омиллар билан миллий иқтисодиётнинг боғлиқлигини, республика ва маҳаллий бюджетларнинг жаҳон бозоридаги нархлар конъюнктурасига боғлиқлигини пасайтириш ҳисобланади. Фонд маблағларидан фойдаланиш ва унинг ҳажмини аниқлаш Қозоғистон Республикаси Ҳукумати ва унинг Президенти томонидан белгиланади. Ҳукумат ҳар йили фонд маблағларини шаклланиши ва улардан фойдаланиш тўғрисидаги йиллик ҳисоботни Республика Президентига тасдиқлаш учун тақдим этади. Фонд асосан икки хил, яъни жамғариш ва барқарорлаштириш вазифасини бажаради.

Фонднинг ишончли бошқаруви Қозоғистон Республикаси Миллий банки томонидан, ушбу банк ва ҳукумат ўртасида тузилган ишончли бошқарув тўғрисидаги шартнома асосида амалга оширилади. Шунингдек, Қозоғистон Республикаси Бюджет кодексининг 4-боб, 11-моддаси Қозоғистон Республикаси миллий фондига бағишланган. Фонд ўзининг барқарорлаштириш функциясини бажариши учун қарийб ЯИМнинг 20 фоизи миқдорида маблағга эга бўлиши мақсадга мувофиқлиги белгиланган.

³³<http://www.swfinstitute.org/swfs/kazakhstan-national-fund/>.

Қозоғистон Республикасининг миллий фонди куйидаги йўналишларга ўз маблағларини сафарбар этиши мумкин:

- маълум бир молия йилида республика бюджети доирасидаги дастурларни амалга ошириш учун миллий фонддан кафолатланган ўтказмаларни амалга ошириш;

- мамлакат президенти томонидан белгиланган тартибда республика бюджетига мақсадли ўтказмалар қилиш;

- фонд бошқаруви ва унинг аудит текширувлари учун харажатлар;

- фонд ўз маблағларини номоддий активлардан ташқари белгиланган хорижий молиявий воситаларга миллий фонд активларини сақлаш, ликвидлигини таъминлаш, узок муддатли истикболда хавф-хатарни пасайтирган ҳолда фонд даромадлигини ошириш ва инвестициядан олинадиган даромадларни олиш учун жойлаштириши мумкин;

- фонд маблағлари сафарбар этиладиган хорижий молиявий воситалар рўйхатини Миллий банк ҳукумат билан биргаликда аниқлаб беради;

- миллий фонд маблағларидан жисмоний ва юридик шахсларга кредитлар ва мажбуриятлар бўйича кафолатлар берилмайди;

- фонднинг кафолатланган ўтказмалар ҳажми умумий активларнинг учдан бир қисмидан ортмаслиги лозим.

Ғарб мамлакатларида ўзаро фондларнинг фаолияти бирмунча мустаҳкам назорат орқали амалга оширилади. Одатда, бу билан алоҳида орган шуғулланади ҳамда қимматли қоғозлар муомаласини назорат қилади.

АҚШда ўзаро фондлар Қимматли қоғозлар ва биржалар бўйича Комиссия - Securities and Exchange Commission (SEC) томонидан тартибга солинади. Бу орган дунёга қимматли қоғозлар муомаласи ва биржалар иши соҳасидаги хоҳлаган қоидаларнинг бузилишига ўзининг жудақаттиқ муносабати билан танилган. SEC компанияларни агарда у акциялар эмиссиясининг ёки биржа

савдосининг баъзи бир тартибларини бузса ёшиши ҳам мумкин. Ўзаро фондларнинг доимий равишда омонатчиларига маълумот бериш мажбурияти, ҳисоб-китобларни пухтаолиб бориши, активлар кийматини аниқ ҳисобга олиши, қимматли қоғозларни эгаллашгача эмитентни чуқур таҳлилини ўтказиши ва бошқалар комиссия томонидан инвестиция институти сифатида назорат қилинади.

2017 йилда АҚШнинг жами тартибга солинадиган очик турдаги инвестиция фондлари соф активларидаги салмоғи 44,9 фоизни ташкил этган. Европанинг ушбу кўрсаткичи эса, 36,0 фоизга етган. Европа давлатларидан Люксембург инвестиция фондлари ривожланиши бўйича етакчи давлатлардан бири ҳисобланади. Унинг тартибга солинадиган очик турдаги инвестиция фондлари соф активлари 2017 йилда қарийб 5,0 трлн. АҚШ долларици ташкил этган ҳолда, Европанинг тартибга солинадиган очик турдаги инвестиция фондлари соф активлари таркибида 28,1 фоиз салмоққа эга бўлган³⁴. АҚШнинг бутун дунё тартибга солинадиган очик турдаги инвестиция фондлари жами соф активларидаги салмоғи энг катга бўлганлиги сабабли унинг амалиётини батафсил таҳлил қилишни тақозо этади.

2017 йилда АҚШда барча инвестиция фондлари сони 16818 тани ташкил этган. Бу эса, 1997 йилга нисбатан 2058 тага кам демакдир. АҚШда инвестиция фондлари таркибида бирлашган инвестиция трастларининг сони 1997–2017 йилларда кескин камайган (11593тадан 5035гача) ва бу умумий инвестиция фондлари сонининг камайишига олиб келган. Очик турдаги фондлар сони охирги беш йил давомида ўсиш тенденцияга эга бўлиб, 2017 йилда 9356 тани ташкил этган. Биржада акциялари котировка қилинадиган фондлар сони ҳам юқори ўсиш тенденцияга эга бўлиб, 2017 йилда 1897 тани ташкил этган ва 2010 йилга нисбатан 2 баравар ошган³⁵.

³⁴2018 Investment Company Factbook. - p. 272 (www.icifactbook.org)

³⁵2018 Investment Company Fact Book. -p.52 (www.icifactbook.org).

Жаҳондаги кўпгина ривожланган ва ривожланаётган мамлакатларда инвестиция фондлари фаолиятини тартибга солиш учун махсус меъёрий-ҳуқуқий ҳужжатлар қабул қилинган. Улардаги инвестиция фондлари фаолиятини тартибга солувчи қонунчилик ҳужжатлари қуйидаги асосий меъёрларни кўзда тутди.

Хорижий мамлакатларда инвестиция фондлари фаолиятини тартибга солувчи асосий қонунчиликнинг одатдаги таркибий тузилиши қуйидагича:

1. **Умумий тавсиф.** Инвестиция фондларига таъриф берилади, фондларнинг айрим турлари бу таърифлашдан чиқарилиши мумкин.

2. **Таснифи.** Инвестиция фондлари ҳар хил тоифаларга кўра гуруҳланади. Иккитаасосий тоифаси бўлибчиқ турдаги фондлар ва ёлиқ турдаги фондлар ҳисобланади.

3. **Бошқарув тузилмаси.** Бунда фонд раҳбарлари, бошқарувчилар ва ишончли шахслар ёки фонд активларининг васийлари ўртасидаги муносабатлар белгиланади.

4. **Воситачилик ҳақлари ва йиғимлар.** Бу ерда бошқарув учун тўлов ундириш усуллари ифодаланади, шунингдек, бундай тўловларнинг юқори чегараси ўрнатилиши мумкин.

5. **Рўйхатдан ўтиш ва лицензиялар бериш.** Фондни ташкил қилиш ва уни бошқариш учун лицензия олинг тартиблари тавсифланади.

6. **Тартибга солувчи органларнинг ваколатлари.** Бу ердатартибга солувчи органларнинг ваколатлари ҳамда маълум тармоқлар бўйича масъулиятли бошқаруш органларга бошқариш бўйича ваколат бериш белгиланади.

7. **Манфаатдор шахс.** Бу бўлим фонд бошқарувчиларида юзага келувчи манфаатлар тўқнашувини олдини олишга йўналтирилган. Масалан, бошқарувчилар бир вақтнинг ўзида васий бўлиши мумкин эмас.

8. **Инвестиция ва қарзлар.** Фонд инвестиция сиёсатига баъзи

чекловлар мавжуд. Масалан, фонд бир компаниянинг маблағини белгиланган фоздан ортиқ сарфлаши мумкин эмас.

9. Капитал тузилиши. Кўплаб фондлар айниқса ёпик турдагилари оддий ва имтиёзли акциялар каби ҳар хил инвестиция турларидан ташкил топади. Фонд томонидан таклиф қилинувчи акция турлари ва у билан боғлиқ ҳақ-ҳуқуқлар белгиланади.

10. Ҳисоботлар. Фондлар бошқарув органлари ва акциядорлар олдида мунтазам ҳисоб беришлари зарур. Бу бўлимда ҳисоботларнинг тузилиши ва даврийлиги белгиланади.

11. Ҳисоб-китоб ва аудит, ҳужжатларни киритиш. Қонунчилик аудит ва ҳисоб-китоб тартиблар, ҳужжатларни тузишнинг даврийлигини ва тузилишини белгилаб беради.

12. Депозитарий. Депозитарий ёки васийнинг мажбурияти белгиланади.

13. Акциядорлар ёки пай эгаларининг ҳуқуқлари. Акцияларга ёки инвестиция фондининг пайларига эгалик қилиш муҳим ҳуқуқлар беради, улар асосий қонунчиликда батафсил ёритилади.

14. Директорларнинг мажбуриятлари. Инвестиция фонди директорларининг ҳуқуқий мажбуриятлари асосий қонунчиликда умумий шаклда кўрсатилган.

15. Эмиссиялар проспекти, жамоатчилик билан алоқалар ва маркетинг. Асосий қонунчиликнинг мақсади ёлгон баёнотлар тарқатишга йўл қўймайди.

16. Қўйилиш ва тарқатиш. Инвестиция фондларини тарқатиш вақўшиш тартиблари кўрсатилган.

Ўқоридаги тадбирларнинг фаол равишда амалга оширилиши натижасида хорижий мамлакатларда инвестиция фондлари фаолияти самарали тарзда ривожланмоқда. Бу эса, ўз навбатида, ушбу мамлакатларда инвестиция муносабатларини тараққий этишига қулай замин яратмоқда.

Ўзаро фондларнинг бошқа молиявий ташкилотлар, жумладан,

банклар, омонат кассалари, суғурта компаниялари ва пенсия фондлари билан солиштирганда фаркланувчи ўзига хос томони операцион шаффоликнинг юқори даражадалигидадир. Банклар ва суғурта компанияларидан фарқи равишда ўзаро фондлар кредитлар бермайди ва хавф-хатарлардан суғуртақилмайди, шунинг учун муддати ўтган қарзларни қоплашга захиралар ташкил этишга эҳтиёж сезмайди. Ўзаро фондлар бозор воситаларига инвестициялайди ва ўзининг активларини бозор баҳосида қўйишга қобилиятли бўлади. Лекин, инвестиция таваккалчилиги фақат инвесторларга тарқалади.

Ўзаро фондлар учун ривожланган, юқори ликвидли ва қоидаларга тўғри амал қилишни тавсифловчи қимматли қоғозлар бозори талаб этилади. Қимматли қоғозлар бозорининг белгиланган қоидаларга мувофиқ фаолият юритиши ушбу бозорда фаолият юритувчи субъектларнинг ҳаққонийлигини тақозо этади. Бундан ташқари, у бозорнинг барча иштирокчиларини корпоратив бошқарув соҳасидаги белгиланган, жумладан, ҳақиқий рақобатга тегишли бўлган қоидалар ва стандартларга риоя этилишини назарда тутади.

Алоҳида мамлакатларда ўзаро фондлар фаолиятининг ривожланиши уларда амал қилувчи ҳуқуқий тартибларга боғлиқ бўлади. Шундай экан, акцияларга инвестициялашнинг ўзаро фондлари умумий ҳуқуқ тизимидаги мамлакатларда, облигациялардан ташкил толувчи активлар билан ўзаро фондлар эса фуқаролик ҳуқуқи тизимидаги мамлакатларда кенг тарқалган.

Умуман олганда, ривожланаётган мамлакатларда инвестиция фондлари активларининг турли соҳалар бўйича диверсификациялаш учун етарли шарт-шароитлар яратиб берилган. Уларда пай, хусусан, ёпик инвестиция фондлари билан бир қаторда суверен инвестиция фондлари ҳам яхши ривожланган.

II БОБ. ИНВЕСТИЦИЯ ФОНДЛАРИНИНГ СОФ АКТИВЛАРИ ВА УЛАРГА ТАЪСИР ЭТУВЧИ ОМИЛЛАРОРАСИДАГИ БОҒЛАНИШЛАРНИНГ ЭКОНОМЕТРИК ТАҲЛИЛИ

2.1. Ривожланган хорижий мамлакатларда инвестиция фондларининг соф активларисамарадорлигини баҳолаш

Маълумки, 2007–2008 йилларда глобал молиявий инкирознинг чуқурлашуви шароитида дунёнинг етакчи фонд биржалари индекслари кескин тушиб, қимматли қоғозлар баҳосида пасайиш тенденцияси мавжуд бўлган экан, бундан инвесторлар ва уй хўжаликларининг ресурсларини жалб қилиш ва уларни асосан қимматли қоғозларга инвестиция қилувчи инвестиция фондлари катта талофат кўриши табиий эди.

Тадқиқотларнинг кўрсатишича, 2008 йилда глобал молиявий инкироз шароитида халқаро тартибга солинадиган очик турдаги инвестиция фондлари соф активлари 2007 йилга нисбатан кескин пасайган. Хусусан, бутун дунё очик турдаги инвестиция фондлари соф активлари 2007 йилга нисбатан 27,6 фоизга камайган. Бунда энг катта пасайиш (44,6 фоиз) Осиё ва Тинч океани давлатлари инвестиция фондлари хиссасига тўғри келган. Шунга қарамай, 2009 йилда тартибга солинадиган инвестиция фондлари активларида ўсиш кузатилди. 2008–2017 йиллар мобайнида халқаро ўзаро инвестиция фондлари таҳлили шуни кўрсатдики, Осиё ва Тинч океани минтақасида тартибга солинадиган инвестиция фондлари активлари дунёнинг бошқа минтақаларига нисбатан жадал суръатларда ўсган (218,7%) (2.1.1-жадвал).

Жахондаги тартибга солинадиган очик турдаги инвестиция фондларининг ялли соф активлари динамикаси, млрд. АҚШ доллари, йил охирига

Жахон китъалари ва мамлакатлар	Йиллар										2017/2008 ўзгариш, % хисобида
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	
Бугун дунё	20631,0	25088,9	27374,4	26578,6	32252,4	36351,9	38031,61	38190,1	40556,5	49296,9	+138,9
Америка китъаси	11130,3	13355,4	14591,5	14583,2	16486,4	18862,4	20007,8	19557,6	21093,0	24880,3	+123,5
Шу жумладан, АҚШ	10151,9	11889,7	12825,4	12680,5	14391,6	16723,7	17847,9	17752,7	18868,1	22147,1	+118,2
Европа	7393,8	8912,1	9573,9	8949,1	11929,1	11929,1	13804,5	13740,2	14119,4	17742,2	+140,0
Шу жумладан, Люксембург	2042,3	2538,9	2799,0	2587,1	3145,2	3606,8	3757,6	3817,2	3901,3	4988,6	+144,36
Осиё ва Тинч океани	2037,5	2715,2	3067,3	2921,3	3691,6	3744,9	4072,8	5008,3	5198,3	6492,5	+218,7
Африка	69,4	106,3	141,6	125,0	145,1	142,9	146,5	122,1	145,8	181,8	+162,0

Маъба: 2018 InvestmentCompanyFactbook. - p. 272 (www.icifactbook.org) маълумоглари асосида муаллифлар томонидан тузилган.

2017 йилда дунёдаги барча тартибга солинадиган очик турдаги инвестиция фондларининг соф активлари 2008 йилга нисбатан 138,9 фоизга ошган ва қарийб 49,3 трлн. АҚШ долларига етган. 2017 йилда АҚШнинг жами тартибга солинадиган очик турдаги инвестиция фондлари соф активларидаги салмоғи 44,9 фоизни ташкил этган. Европанинг ушбу кўрсаткичи эса, 36,0 фоизга етган. Европа давлатларидан Люксембург инвестиция фондлари ривожланиши бўйича етакчи давлатлардан бири ҳисобланади. Унинг тартибга солинадиган очик турдаги инвестиция фондлари соф активлари 2017 йилда қарийб 5,0 трлн. АҚШ долларини ташкил этган ҳолда, Европанинг тартибга солинадиган очик турдаги инвестиция фондлари соф активлари таркибида 28,1 фоиз салмоққа эга бўлган. АҚШнинг бутун дунё тартибга солинадиган очик турдаги инвестиция фондлари жами соф активларидаги салмоғи энг катта бўлганлиги сабабли унинг амалиётини батафсил таҳлил қилишни тақозо этади.

2017 йилда АҚШда барча инвестиция фондлари сони 16818 тани ташкил этган. Бу эса, 1997 йилга нисбатан 2058 тага кам демакдир. АҚШда инвестиция фондлари таркибида бирлашган инвестиция трастларининг сони 1997–2017 йилларда кескин камайган (11593 тадан 5035 гача) ва бу умумий инвестиция фондлари сонининг камайишига олиб келган. Очик турдаги фондлар сони охириги беш йил давомида ўсиш тенденцияга эга бўлиб, 2017 йилда 9356 тани ташкил этган. Биржада акциялари котировка қилинадиган фондлар сони ҳам юкори ўсиш тенденцияга эга бўлиб, 2017 йилда 1897 тани ташкил этган ва 2010 йилга нисбатан 2 баравар ошган (2.1.2-жадвал).

Айни пайтда, биржада акциялари котировка қилинадиган фондларнинг сони юкори суръатларда ошган бўлса ҳам, шунга қарамай, 2017 йилда АҚШ инвестиция фондлари таркибига сони жиҳатидан энг катта улуш очик турдаги инвестиция фондларига тааллуқли бўлган.

АҚШ инвестиция фондлари сонининг ўзгариши³⁶

Йиллар	Очиқ турдаги Фондлар (mutual funds)	Ёлиқ турдаги фон длар (closed-end funds)	Биржада акциялари котировка қилинадиган фондлар (exchange-traded funds, ETFs)	Бирлашган инвестиция трастлари (unit investment trusts)	Жами инвестиция фондлари
1997	6778	486	19	11593	18876
1998	7489	491	29	10966	18975
1999	8003	511	30	10414	18958
2000	8370	481	80	10072	19003
2001	8518	489	102	9295	18404
2002	8511	543	113	8303	17470
2003	8426	581	119	7233	16359
2004	8417	618	152	6499	15686
2005	8449	634	204	6019	15306
2006	8721	645	359	5907	15632
2007	8745	662	629	6030	16066
2008	8879	642	728	5984	16233
2009	8611	627	797	6049	16084
2010	8535	624	923	5971	16053
2011	8673	632	1134	6043	16482
2012	8744	602	1194	5787	16327
2013	8972	599	1294	5552	16417
2014	9259	568	1411	5381	16619
2015	9520	558	1594	5188	16860
2016	9507	532	1774	5100	16913
2017	9356	530	1897	5035	16818

³⁶2018 Investment Company Fact Book, -p.52 (www.icifactbook.org).

АҚШда очик турдаги инвестиция фондлари муомалага чиқарган кимматли қоғозларишнинг жорий соф актив кийматида (Net asset value - NAV) кайтариб сотиб олишга тайёр туришлари лозим. Соф актив киймати фонд жами активлари бозор кийматини фонд мажбуриятларини чегириб ташлаган ҳолда муомаладаги фонд акциялари сонига бўлиш орқали аниқланади.

Очик турдаги инвестиция фондларидан фарқли равишда, ёпик турдаги инвестиция фондлари кайта сотиб олинмаган акцияларни (redeemable shares) муомалага чиқармайди. Бошқача айтганда, ёпик турдаги инвестиция фондларининг акциялари бевосита фонд томонидан кайта сотиб олинмайди, балки унинг акциялари очик бозорда инвесторлар томонидан олди-сотди қилинади. Ёпик турдаги фондлар катъий белгиланган миқдорга эга бўлган кундалик равишда фонд биржасида бозор баҳосида савдо қилинадиган акцияларни муомалага чиқаради.

Шу боисдан ҳам, ёпик турдаги инвестиция фондлари чиқарган акцияларини сотиб олиш учун етарлича пул маблағлари захирасини сақлаш ёки активлари портфелидаги кимматли қоғозларни сотишга эҳтиёж сезмайди.

ETFs ҳам очик турдаги инвестиция фондининг бир кўриниши бўлиб, унинг акциялари фонд биржаларида ҳар куни бозор баҳосида савдо қилинади. У инвестиция компаниясининг энг янги тури ҳисобланади. Чакана инвесторлар ETFs акцияларини факатгина фонд биржасида брокер-дилер орқали харид қилиши мумкин. Бундан фарқли равишда, очик турдаги инвестиция фонди (mutual fund) акциялари фонд биржаси листингига киритилмайди. Шунингдек, очик турдаги инвестиция фондининг акциялари турли каналлар орқали ҳамда бевосита фонднинг ўзидан ҳам сотиб олинishi мумкин.

ETFs акциялари фонд биржасида мунтазам савдо қилиниши боис, турли вақтлардан икки инвестор томонидан харид қилинган акциялар баҳоси турлича бўлиши ва бу икки баҳоҳам соф актив

қийматидан фарқ қилиши мумкин. Очiq турдаги инвестиция фонди (mutual fund) акцияларини сотиб олиш ёки сотиш учун инвесторлар кун давомида буюртмаларни бериши мумкин. Бирок барча буюртмалар ягона баҳода қондирилади.

1998 йилда АҚШ инвестиция фондлари активлари 5,79 трлн. АҚШ долларини ташкил этган бўлса, глобал молиявий инкирозга қадар 2007 йил охирида қарийб 13,0 трлн. АҚШ долларига етган эди. 2008 йилда фондларнинг активлари сезиларли даражада (-20 фоиз) қисқарди ва 10,4 трлн. долларни ташкил этди. 2009 ва ундан кейинги йиллар давомида жаҳон иктисодиётидаги жопланиш туфайли инвестиция фондларининг активлари ўса бошлади ва 2017 йил охирида инкироз олди даражасидан ошиб, 22,1 трлн. АҚШ долларини ташкил этди.

2017 йилда АҚШ очiq турдаги инвестиция фондларининг умумий соф активларининг жами инвестиция фондлари активлари таркибидаги салмоғи 83,3 фоизни ташкил этган (2.1.3-жадвал).

2010–2017 йиллар мобайнида АҚШ барча турдаги инвестиция фондлари активлари қийматида ўсиш кузатилган. Хусусан, 2017 йилда 2010 йилга нисбатан ўсиш очiq турдаги инвестиция фондлари, ёпиқ турдаги инвестиция фондлари, ETFs, инвестиция трастларида мос равишда 58,4 фоиз, 15,5 фоиз, 242,8 фоиз ва 66,6 фоизни ташкил этган.

Таҳлилларнинг кўрсатишича, сўнгги ўн йилликда биржада акциялари котировка қилинадиган фондларнинг активлари юқори суръатларда ошган. Бу эса кейинги пайтларда ETFsларнинг роли ортиб бораётганлигидан далолат беради. Зеро, 2017 йилда бундай инвестиция фондларининг активлари 2005 йилга нисбатан қарийб 8 баробар кўпайган.

АҚШ инвестиция фондларининг умумий соф активлари, йил охирига млрд. АҚШ долларида³⁷

Йиллар	Очиг турдаги Фондлар (mutual funds)	Ёпик турдаги Фондлар (closed-end funds)	Биржада акциялари котировка қилинадиган фондлар (exchange-traded funds, ETFs)	Бирлашган инвестиция трастлари (unit investment trusts)	Жами Инвестиция фондлари
1998	5525	156	16	94	5790
1999	6846	147	34	92	7119
2000	6965	143	66	74	7247
2001	6975	141	83	49	7248
2002	6383	159	102	36	6680
2003	7402	214	151	36	7803
2004	8096	253	228	37	8614
2005	8891	276	301	41	9509
2006	10398	297	423	50	11168
2007	12000	312	608	53	12974
2008	9621	184	531	29	10365
2009	11113	223	777	38	12151
2010	11833	238	992	51	13114
2011	11632	242	1048	60	12983
2012	13057	264	1337	72	14729
2013	15051	279	1675	87	17091
2014	15875	289	1974	101	18240
2015	15652	261	2100	94	18107
2016	16344	263	2524	85	19215
2017	18746	275	3401	85	22507

Сўнги пайтларда молиявий воситачилик ролига бўлган рақобат янада кескин тус олаётган бўлиб, бунда тижорат банкларининг салмоғи пасайиш тенденциясига, инвестиция фондларининг салмоғи, аксинча, ўсиш тенденциясига эга бўлган. Бу эса, инвестиция фондларининг молия бозори барқарорлигини ошириш, хусусий инвесторлар учун хавф-хатарни камайтириш,

³⁷ 2018 Investment Company Fact Book. –p.34 (www.icifactbook.org).

инвестиция маблағлари ўсишини таъминлаш, қўйилма қилувчилар даромадларини ошириш, инвестиция қўйилмаларининг янги шакллариغا нисбатан талабни оширишга хизмат қилиши билан белгиланади.

Шунингдек, глобал молиявий инқирознинг молия бозори барқарорлигига салбий таъсирини юмшатиш, айниқса, уй хўжалиқларининг фонд бозоридаги фаоллигини оширишда инвестиция фондларининг ривожланиши муҳим аҳамият касб этади.

2017 йилда АҚШда очик турдаги инвестиция фондлари активларининг қарийб ярми (43 фоизи) акция фондлари хиссасига тўғри келган. Шунингдек, очик турдаги инвестиция фондлари таркибида пул бозори фондлари 21 фоиз, облигация фондлари 16 фоиз ва бошқа гибрид (hybrid) фондлар 8 фоиз салмоққа эга бўлган³⁸.

Дунёдаги барча тартибга солинадиган очик турдаги инвестиция фондларининг активлари 2015 йилда 37,2 трлн. АҚШ долларини ташкил этган. Шундан, 47,7 фоизи АҚШ, 34,3 фоизи Европа давлатлари, 13,0 фоизи Осиё ва Африка давлатлари, 5,0 фоизи эса Америка қитъасининг қолган давлатлари хиссасига тўғри келган. АҚШ ўзининг 17,8 трлн. АҚШ доллари миқдоридagi активлари билан умумжаҳон тартибга солинадиган очик турдаги инвестиция фондлари таркибида етакчи салмоқни сақлаб қолган.

Таҳлилларимизнинг кўрсатишича, АҚШ очик турдаги инвестиция фондларининг умумий активлари таркибида энг йирик 5, 10 ва 25та фондларнинг улуши 2000–2017 йилларда ўсиш тенденциясига эга бўлган. Хусусан, энг йирик 5та инвестиция фондининг жами очик турдаги инвестиция фондлари активларидаги салмоғи 2017 йилда 50 фоизни ташкил этган ва 2000 йилга нисбатан 18 фоизга ошган (2.1.4-жадвал).

³⁸2018 Investment Company Fact Book. –p.18 (www.icifactbook.org).

**АҚШда йирик очик турдаги инвестиция фондлари
активларининг салмоғи динамикаси, жами активларга
нисбатан фоиз ҳисобида³⁹**

Инвестиция фондлари гуруҳлари	Йиллар					
	2000	2005	2010	2015	2016	2017
Йирик 5 та фонд	32	36	42	45	47	50
Йирик 10 та фонд	44	47	55		58	60
Йирик 25 та фонд	69	69	74	75	76	77

Очик турдаги инвестиция фонди турларидан бири ҳисобланган фондларнинг фондлари (Funds of funds) бошқа инвестиция фондларининг акцияларига инвестиция қилиш билан шуғулланади. Айти пайтда, фондларнинг фонди таркибида гибрид фондлар активларининг салмоғи 91,6 фоизни ташкил этади. Гибрид фондларнинг пул маблағлари асосан базис активи акция, облигация бўлган қимматли қоғозларларга, шунингдек бошқа гибрид фондларга инвестиция қилинади.

2017 йилнинг охирига келиб, фондларнинг фондлари активлари 2216,4 млрд. АҚШ долларини ташкил қилган ҳолда, уларнинг сони 1404 тани ташкил этган. Унинг активлари 2017 йилда 2000 йилга нисбатан 40 баравар ортган. Шунга мос равишда уларнинг сони ҳам мазкур даврий ораликда 1185 тага кўпайган (2.1.5-жадвал).

Шунингдек, очик турдаги инвестиция фондлари орасида индекс фондлари ҳам кенг оммалашган. Уларнинг активлари охириги йилларда сезиларли даражадаошган: 2005 йилдаги 619 млрд. АҚШ долларидан 2017 йилдаги 3,4 трлн. АҚШ долларигача. 2017 йилда индекс фондлари сони 453 тага етган, активларининг 33 фоизи S&P 500 индекси қимматли қоғозларини ташкил этган⁴⁰.

2017 йилда АҚШда 241 ETF янгидан ташкил этилиб, 114 таси туғатилган. 2017 йилда уларнинг акциялари соф эмиссияси 471

³⁹2018 Investment Company Fact Book. –p.47 (www.icifactbook.org).

⁴⁰2018 Investment Company Fact Book. p.125 (www.icifactbook.org).

млрд. АҚШ доллари миқдорига бўлиб, 2016 йилда эришилган энг юқори кўрсаткичдан 187 млрд. АҚШ доллар миқдорига ошган [46, -р.97, 100].

2.1.5-жадвал

Фондларнинг фондлари (funds of funds) сони ва соф активлари⁴¹

Йиллар	Сони	Активлари, млрд. АҚШ доллари
2000	215	56,9
2001	213	63,4
2002	268	69,0
2003	299	123,1
2004	372	199,2
2005	472	305,7
2006	598	469,4
2007	704	638,1
2008	839	469,3
2009	945	680,1
2010	980	914,7
2011	1085	1035,9
2012	1154	1269,4
2013	1257	1558,5
2014	1331	1693,4
2015	1404	1721,6
2016	1441	1870,3
2017	1400	2216,4

АҚШда ёпиқ турдаги инвестиция фондлари активларининг сезиларли даражада юқори қисми облигацияларга жойлаштирилган ва унинг улуши 2017 йилда 60 фоизни ташкил этган. Ёпиқ

⁴¹2018 Investment Company Fact Book. –p.256 (www.icifactbook.org).

турдаги фонди активларининг қолган қисми ўз маблаглари ҳисобидан амалга оширилган. Тарихга назар ташлайдиган бўлсак, ёпиқ турдаги инвестиция фондлари активлари таркибида облигация фондларининг салмоғи юқори бўлиб келган. Масалан, 2000 йилда барча ёпиқ турдаги инвестиция фондлари активларининг 75 фоизи облигация фондларига тегишли бўлган.

Ёпиқ турдаги инвестиция фондлари оддий акциялар билан бир қаторда капиталлашувни ошириш мақсадида имтиёзли акцияларни ҳаммуомалага чиқариши мумкин. 2017 йилда ёпиқ турдаги инвестиция фондларининг барчаакциялари қиймати 275 млрд. АҚШ долларини ташкил этган⁴².

Европа давлатлари орасида Люксембург, Франция, Ирландия, Германия, Буюк Британияда инвестиция фондлари, хусусан очик турдаги фондлар кенг тараккий этган. Мазкур бешта давлатнинг умумий тартибга солинадиган очик турдаги инвестиция фондлари активларидаги улуши 2017 йилда 81,2 фоизни ташкил этган (2.1.6-жадвал).

2.1.6-жадвал

Европаочик турдаги инвестиция фондлари активларида давлатларнинг салмоғи, фоиз ҳисобида

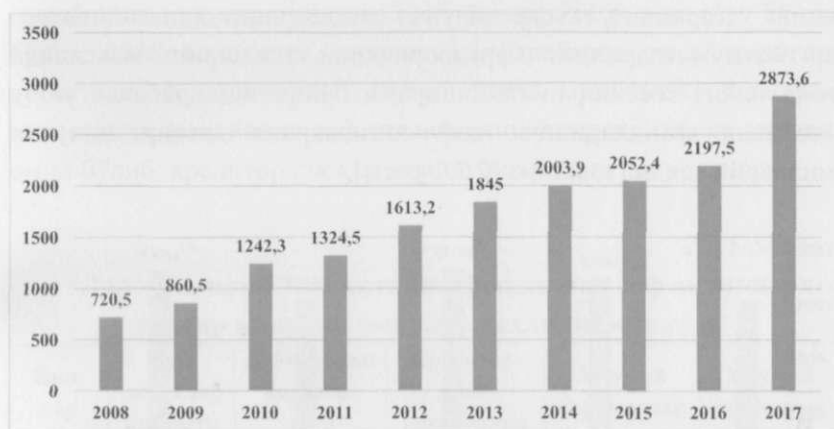
Давлатлар	Йиллар									
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Люксембург	27,6	28,5	29,2	28,9	29,3	29,5	27,4	27,9	27,6	28,1
Ирландия	9,7	9,7	13,0	14,8	15,4	15,5	15,7	16,2	15,6	16,2
Франция	21,5	20,3	16,9	15,4	14,4	13,1	15,1	14,3	13,3	13,0
Германия	15,3	15,1	14,5	15,2	15,5	15,6	14,4	14,1	13,4	13,1
Буюк Британия	6,8	8,2	8,9	9,1	9,6	10,0	11,7	12,4	10,7	10,8
Бошқа давлатлар	19,1	18,2	17,5	16,6	15,8	16,3	15,7	15,1	19,4	18,8
Жами Европа	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100	100

Манба: InvestmentCompanyInstitute (www.ici.org) маълумотлари асосида муаллифлар томонидан тузилган.

⁴²2018 Investment Company Fact Book. –p.107 (www.icifactbook.org).

Шунингдек, Ирландияда сўнги пайтларда инвестиция фондларининг фаол ривожланаётганлигини кўриш мумкин (2.1.1-расм).

2.1.1-расм маълумотларининг кўрсатишича, Ирландия тартибга солинадиган очик турдаги инвестиция фондларининг соф активлари қиймати 2017 йилда 2873,6 млрд. АҚШ долларини ташкил этган ва 2008 йилга нисбатан қарийб 3,5 баравар ошган.



2.1.1-расм. Ирландияда тартибга солинадиган очик турдаги инвестиция фондларининг соф активлари қийматининг ўзгариши динамикаси, млрд. АҚШ долларида

Манба: Investment Company Institute (www.ici.org) маълумотлари асосида муаллифлар томонидан тузилган.

Умуман олганда, жаҳон молиявий-иқтисодий инқирози таъсирида ривожланган давлатларда инвестиция фондларининг ривожланиш тенденцияси ўзгарган, яъни 2008 йилда сезиларли пасайиш юз бериб, 2009–2017 йиллар давомида ўсиш тикланган.

2.2. Инвестиция фондларининг соф активлари ва уларга таъсир этувчи омилларни барқарорлик тести (Augmented Dickey-Fuller (ADF)га текшириш услубияти

Ўзбекистон молия бозорида фоал иштирок этаётган инвестиция фондлар ҳисобланган “Камалак” ва “Даромад-плюс” очик акциядорлик жамиятларнинг соф активлари ҳамда уларни қийматининг ўзгаришига таъсир қилувчи омилларнинг динамик каторлар маълумотларининг барқарорлигини текшириш мақсадида ягона илдиз тестини амалга оширамыз. Биринчи навбатда ушбу инвестиция фондларининг соф активларига таъсир қилувчи омилларни таҳлил қиламыз (2.2.1-расм).



2.2.1-расм. “Камалак” инвестиция фондининг соф активларига таъсир қилувчи омиллар таҳлили, млн.сўм

2.2.1-расмдаги маълумотлардан кўришиб турибдики, “Камалак” ИФнинг соф активлари 2014 йилда 1018,3 млн. сўмни ташкил этган бўлса, 2018 йилда 1118,93 млн. сўмга етган. Инвестиция фондининг дебиторлик қарздорлиги йиллар кесимида тушиб бориш

тенденциясига эга эканлигини кўришимиз мумкин. Хусусан, дебиторлик қарздорлиги 2014 йилда 386,5 млн. сўм бўлган бўлса, 2018 йилда эса, 23 фоизга тушганлигини кўрамыз. Бунга асосий сабаб инвестиция фондининг кредиторлик қарздорлиги ўсиши ҳисобланади. 2018 йилда 131,3 млн. сўм бўлган бўлса, 2018 йилда 285,6 млн.сўмга кўтарилган. Бундан ташқари, кредиторлик қарздорлиги ошиши инвестиция фондининг умумий даромадининг камайишига таъсир қилган. 2014 йилда 250,5 млн.сўм бўлган бўлса, 2018 йилда эса, деярли 3,5 баробарга камайганлигини кўрсатади. Хулоса қилиб шуни айтиш мумкинки, “Камалак” инвестиция фондининг соф активларини ўсишига таъсир қилувчи омил бўлиб, кредиторлик қарздорлигини ўсиши ҳисобланади.

2.2.1-жадвал

“Даромад-плюс” инвестиция фондининг соф активларига таъсир қилувчи омиллар таҳлили, млн.сўм.

Йиллар	Соф активлар қиймати	Дебиторлик қарздорлиги	Кредиторлик қарздорлик	Умумий даромадлар	Умумий харажатлар
2014	3456,8	359,4	654,8	2032,3	182,1
2015	3518,3	344,9	954,4	263,4	201,9
2016	3528,7	378,2	9564,7	213,1	202,7
2017	4102,7	511,1	26272,9	574,1	325,4
2018	4111,2	674,4	27283,4	309,6	237,9
2019	4450,9	464,2	914,4	402,91	246,7

2.2.1-жадвалдаги маълумотлардан кўриниб турибдики, «Даромад-плюс» инвестиция фондининг соф активлари 2014 йилда 3456,8 млн. сўмни ташкил этган бўлса, 2019 йилда 4450,9 млн. сўмга етган. Инвестиция фондининг дебиторлик қарздорлиги йиллар кесимида ўсиб бориш тенденциясига эга эканлигини кўришимиз мумкин. Хусусан, дебиторлик қарздорлиги 2014 йилда 359,4 млн. сўм бўлган бўлса, 2019 йилда эса, 29 фоизга ошган. Бундан ташқари, инвестиция фондининг кредиторлик қарздорлиги

эса, 2018 йилда 27283,4 млн. сўм бўлган бўлса, 2019 йилда 914,4 млн.сўмга камайган. Хусусан, кредиторлик қарздорлиги кескин камайгани инвестиция фондининг умумий даромадининг кескин ошишига таъсир қилган. Инвестиция фондининг умумий даромади 2014 йилда 2023,3 млн.сўм бўлган бўлса, 2018 йилда эса, деярли 3 баробарга камайган. Хулоса қилиб шунни айтиш мумкинки, «Даромад-плюс» инвестиция фонди соф активларини ўсишига таъсир қилувчи омил бўлиб, кредиторлик қарздорлиги, дебиторлик қарздорлиги ҳамда умумий даромад омиллари таъсир қилишини кўрсатади.

Юқоридаги маълумотлар асосида ягона илдиз тестини амалга оширамиз ва уни амалга оширишдан мақсад юқоридаги инвестиция фондларининг соф активларига таъсир этувчи омиллар асосида кўп омилли эконометрик модель тузишда сохтамодел (spurious model) тузишни олдини олиш мақсадида ягона илдиз тести амалга оширилади. Тадқиқотимизда танланган “Камалак” ва “Даромад-плюс” очик акциядорлик жамиятларнинг соф активларига (Y) ва уларга таъсир қилувчи ўзгарувчилари ҳисобланган-дебиторлик қарздорлиги (X_1), кредиторлик қарздорлик (X_2), умумий даромадлар (X_3) ва умумий харажатлар (X_4) динамик каторлардаги маълумотлари ягона илдиз тести асосида кенгайтирилган Дикки-Фуллер тестлари орқали ўзгарувчиларининг трендининг тасодифий силжишлари ва барқарор эканлигини текширишга хизмат қилади. Ягона илдиз тестини ўтказиш ўзгарувчиларнинг барқарорлиги ва нобарқарорлигини текшириб, ушбу ўзгарувчиларнинг полинчи, биринчи ва иккинчи айирмада барқарорлик ҳолатига келтиришдан иборат. Ўзгарувчиларнинг нобарқарорлиги ҳолати экинчи модел орқали характерланади. Биринчиси тасодифий бутилишлар билан нобарқарор трендга эга жараён ҳисобланади. Ушбу жараён модели куйидаги кўринишга эга:

$$y_t = \mu + y_{t-1} + \varepsilon_t \quad (2.2.1)$$

Иккинчи тренд стационар модель бўлиб, чизиқли тренд стационар жараён ҳисобланади:

$$y_t = \alpha + \beta_t + \varepsilon_t \quad (2.2.2)$$

Иккала ҳолатда ҳам тасодикий жараён тақсимоги ε_t ҳисобланади.

y_t (2.2.1) формулага трендни кескин кўтарилиши ва тушишини инobatга олган ҳолда қуйидаги модель шакллантирилди:

$$y_t = \mu + \Phi y_{t-1} + \varepsilon_t \quad (2.2.3)$$

Бу ерда $\Phi > 1$ бўлса, бундай ҳолат инкор қилинади, чунки динамик қаторлари барқарорлиги аниқлаш имконияти йўқ. $\Phi = 1$ тенг бўлса, ўзгарувчининг тренди нобарқарор ҳисобланади.

Эконометрикада динамик қаторда ягона илдиз тести тренд циклини дeкoмпoзициясига эътиборни қаратади. Ушбу ҳолат y_t билан қуйидаги кўринишда ифодаланади:

$$\begin{aligned} y_t &= TD_t + z_t \\ TD_t &= k + \delta t \\ z_t &= \varphi z_{t-1} + \varepsilon_t, \varepsilon_t \sim WN(0, \delta^2) \end{aligned} \quad (2.2.6)$$

Бу ерда TD_t дитерминантланган чизиқли тренд, z_t эса, авторегрессия AR(1) лагбир жараёнини, агар $|\varphi| < 1$ бўлса, y_t нинг TD_t дитерминантланган чизиқли тренд $I(0)$ полинчи айирмада бўлади. Агар $\varphi = 1$ бўлса, $z_t = z_{t-1} + \varepsilon_t = z_0 + \sum_{j=1}^t \varepsilon_j$, стохастик тренд бўлади. Ягона илдиз тести трендини авторегрессияни ноль гипотезага асосан амалга оширилади. Ноль гипотезага $\varphi = 1$ (стационар айирма) бўлса, муқобил гипотеза эса, $\varphi < 1$ (стационар тренд) бўлиб ҳисобланади. Ушбу гипотеза ягона илдиз тести ҳисобланади. Чунки, z_t нинг полином авторегрессия ноль гипотезага асосан бирга тенг бўлишини қуйидагича акс эттирилган: $\varphi(z) = (1 - \varphi z) = 0$

Стационар тестининг нол гипотезасини қабул қилинса, y_t тренд стационар ҳисобланади. Агар y_t биринчи айирмада стационар бўлса, у қуйидаги формулада ифодаланади:

$$\Delta y_t = \delta + \Delta z_t \quad (2.2.7)$$

$$\Delta z_t = \varphi \Delta z_t + \varepsilon_t - \varepsilon_{t-1} \quad (2.2.8)$$

Тренд жараёнидаги стационарлик ҳолатини тест регрессион модель орқали нолинчи гипотеза ва муқобил гипотезасосида тренднинг нолинчи айирмада, биринчи айирмада, иккинчи айирмада барқарорлигининг аниқлашнинг имкониятини беради. Тренднинг стационарлигини текшириш иккита ҳолатда амалга оширилади, биринчиси тренднинг констант (constant) ҳолатида, иккинчиси, констант ва вақт тренди (constant and time trend) асосида амалга оширилади. Трендни констант ҳолатини текшириш орқали стационарликни амалга оширишда қуйидаги формуладан фойдаланилади:

$$y_t = c + \varphi y_{t-1} + \varepsilon_t$$

Константада гипотезагаасосан тренддаги барқарорлигини нолинчи гипотезаси бўлса, тренднинг ўртачаси нолга тенг эмаслигини муқобил гипотезасосида амалга оширилади:

$$H_0: \varphi = 1 \Rightarrow y_t \sim I(1) \text{ ўзгаришсиз}$$

$$H_1: |\varphi| < 1 \Rightarrow y_t \sim I(0) \text{ ўртачаси нолга тенг эмас}$$

Констант тренднинг барқарорлигини текшириш қуйидаги формула билан амалга оширилади:

$$y_t = c + \delta t + \varphi y_t + \varepsilon_t$$

Констант ва детерминант вақт тренди гипотезагаасосан тренднинг барқарорлиги аниқланади. Гипотеза тестида қуйидагича ифодаланади:

$$H_0: \varphi = 1 \Rightarrow y_t \sim I(1) \text{ ўзгариш билан}$$

$$H_1: |\varphi| < 1 \Rightarrow y_t \sim I(0) \text{ детерминант вақт тренд билан}$$

Динамик қаторларнинг танланган ўзгарувчиларининг ягона илдиэ тестлари орқали барқарорлигини текшириш усулларини хорижлик олимлардан Дэвид Дики, Уэйн Фуллер⁴³ ва Пьер Перрон ва Питер Филлипс⁴⁴ ривожлантирганлар. Қсийнчалик тренднинг

⁴³ Dickey, D. and W. Fuller (1979). "Distribution of the Estimators for Autoregressive Time Series with a Unit Root," Journal of the American Statistical Association, 74, 427-431.

⁴⁴ Phillips, P.C.B. and P. Perron (1988). "Testing for Unit Roots in Time Series Regression," Biometrika, 75, 335-346.

барқарорлигини текшириш тестларини Квятковский, Филлипп, Шмидт ва Шиннлар такомиллаштиришга⁴⁵. Динамик қаторлардаги маълумотларнинг ностационарлигини текшириш усуллари бўйича хорижлик олимлардан Гамильтон⁴⁶, Хатанака⁴⁷ ва Фуллерлар⁴⁸ ўзларининг тадқиқотларида кўрсатиб ўтганлар.

Динамик қаторлар маълумотини ягона илдиз тестини Дикки ва Фуллер томонидан ўзгарувчиларнинг нолинчи айирмада стационар, биринчи айирмада ва иккинчи айирмада стационар эканлигининг ўзларини тадқиқотларида кўрсатдилар⁴⁹. Кенгайтирилган Дикки-Фуллер тести биринчи даражаси авторегрессия асосида яратилган ҳисобланади. Қоробкава Дженкинслинг тўлиқ автокорреляцион (ACF) ва қисман автокорреляцион (PACF) функциялари ёрдамида кенгайтирилган Дикки-Фуллер функцияси шакллантирилган⁵⁰. Кенгайтирилган Дикки-Фуллер моделини кўриниши қуйидагича ўз аксини тошган:

$$Y_t = \Phi_1 Y_{t-1} + \varepsilon_t, t=1, \dots, T \quad (2.2.11)$$

Бу ерда Φ_1 авторегрессияни параметри, ε_t моделнинг тизимсиз компоненти бўлиб, тасодифий жараёндаги характеридоакс эттирилади.

Нолинчи гипотезагаасосан $H_0: \Phi_1 = 1$ бўлса, ўзгарувчиларда ягона илдиз мавжуд бўлиб, ушбу ўзгарувчилар стационар (барқарор) бўлмайди, биринчи айирмада(1) ҳолатига ўтказилгандан сўнг стационар (барқарор) ҳисобланади. Муқобил гипотезада

⁴⁵ Kwiatkowski, D., P.C.B. Phillips, P. Schmidt and Y. Shin(1992). "Testing the Null Hypothesis of Stationarity Against the Alternative of a Unit Root," Journal of Econometrics, 54, 159-178.

⁴⁶ Hamilton, J. (1994). Time Series Analysis. Princeton University Press, New Jersey.

⁴⁷ Hatanaka, T. (1995). Time-Series-Based Econometrics: Unit Roots and Co-Integration. Oxford University Press, Oxford.

⁴⁸ Fuller, W. (1996). Introduction to Statistical Time Series, Second Edition. John Wiley, New York.

⁴⁹ David A. Dickey and Wayne A. Fuller (1979). Journal of the American Statistical Association Vol. 74, No. 366 pp. 427-431

⁵⁰ Box, George; Jenkins, Gwilym (1970). Time Series Analysis: Forecasting and Control. San Francisco: Holden-Day.

эса, $H_0: \Phi_1 < 1$ бўлса, ўзгарувчиларда ягона илдиз мавжуд бўлмайди, нолинчи айирмада (0) ҳолатида стационар (барқарор) ҳисобланади. Кенгайтирилган Дикки-Фуллер тести қуйидаги регрессион модель орқали аниқланади:

$$y_t = \beta' D_t + \varphi y_{t-1} + \sum_{j=1}^p \psi_j \Delta y_{t-j} + \varepsilon_t$$

Бу ерда, D_t вектор асосида аниқланган детерминант (констант, тренд). P эса, вақтлардаги айирмаларнинг лаги, Δy_{t-j} авторегрессия ўртача силжиш моделининг структурасидаги хатоликлар, P нинг қиймати ε_t хатолик билан боғлиқ бўлмайди. Нолинчи гипотезага кўра y_t нолинчи айирмада стационарлигини текширишда кенгайтирилган Дикки-Фуллер t -статистика орқали y_t нолинчи айирмада стационарми ёки биринчи даражада стационарлик ҳолати аниқлашда фойдаланилади. Кенгайтирилган Дикки-Фуллер (ADF) t -статистикаси энг кичик квадратлар усулидан фойдаланиб, қуйидаги формула билан ифодаланади:

$$ADF_t = t_{\varphi=1} = \frac{\hat{\varphi} - 1}{SE(\varphi)}$$

$$ADF_n = \frac{T(\hat{\varphi} - 1)}{1 - \hat{\varphi}_1 - \dots - \hat{\varphi}_p}$$

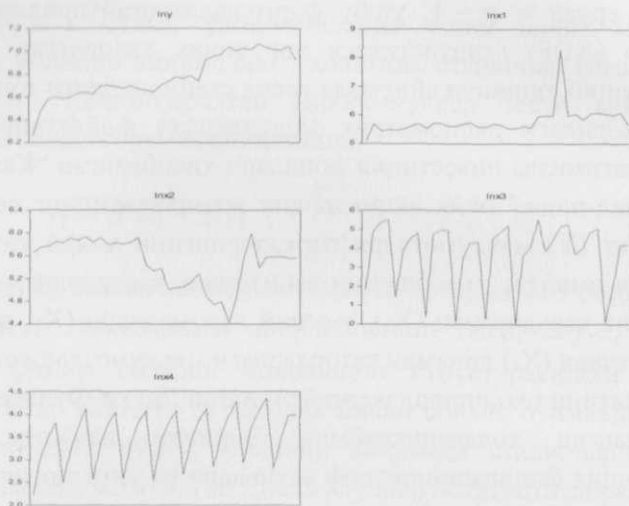
Нолинчи айирмада маълумотлар барқарор бўлмаса, биринчи айирмадаги стационарлик ҳолатини текширишда қуйидаги формуладан фойдаланилади:

$$\Delta y_t = \beta' D_t + \pi y_{t-1} + \sum_{j=1}^p \psi_j \Delta y_{t-j} + \varepsilon_t$$

Бу срдл = $\varphi - 1$, ушбу формуладакенгайтирилган Дикки-Фуллер (ADF) t -статистикаси энг кичик квадратлар усулидан фойдаланиб, биринчи айирмада тренд стационарлиги топилади.

Юкоридаги эконометрик моделлардан фойдаланган ҳолда мамлакатимизда инвестиция фондлари ҳисобланган “Камалак” ва “Даромад-плюс” очик акциядорлик жамиятларининг соф активларининг (Y) маълумотлари барқарорлигини ҳамда унга таъсир қилувчи омиллар ҳисобланган дебиторлик қарздорлиги (X_1), кредиторлик қарздорлиги (X_2), умумий даромадлари (X_3) ва умумий харажатлари (X_4) динамик қаторлардаги маълумотлари стационарлик ҳолатини текширишдакенгайтирилган Дикки-Фуллер тестидан фойдаланган ҳолдааниқлаймиз. Биринчи навбатда, иккала инвестиция фондларининг соф активлари ва унга таъсир қилувчи омилларининг натурал логарифмга ўтказиб олган ҳолда трендини Eviews-9.0 дастури асосидаакс эттирамиз.

2.2.2-расм маълумотларидан кўришиб турибдики, “Камалак” инвестиция фондининг маълумотларидан соф активларининг ($\ln Y$) тренди барқарор кўришиб, нолинчи айирмада стационар бўлиши мумкин. Дебиторлик қарздорлиги ($\ln X_1$) маълумотлари тренди ҳам нолинчи айирмада стационар бўлишини кўрсатмоқда. Кредиторлик қарздорлик ($\ln X_2$) эса, маълумотларига назар ташласак, нолинчи айирмада стационар эмаслиги кўришиб турибди. Чунки, танланган даврда ушбу маълумотлар кескин тушиш ва кескин кўтаришларни кўришимиз мумкин. Инвестиция фондининг умумий даромадлари ($\ln X_3$) ҳам нолинчи айирмада стационар эмаслиги яққол кўришиб турибди.



2.2.2-расм. “Камалак” инвестиция фондининг соф активлари ва уларга таъсир этувчи омиллар маълумотлари (2009–2017 йиллар)⁵¹

Сабаби шундан иборатки, динамик қаторлар қисқа вақт даврда инвестиция фондининг умумий даромади кескин тушиб, кескин кўтарилиши кузатилмоқда. Инвестиция фондининг умумий харажатлари ($\ln X_4$) худди шундай кўринишга эга бўлгани учун нолинчи айрмада стационар эмаслиги мумкинлигини кўришимиз мумкин. Юқоридаги тақдим қилинган 2.2.2-расмда инвестиция фондининг соф активлари ва дебиторлик қарздорлиги кўрсаткичлари нолинчи айрмада стационар бўлиши мумкин. Бирок, қолган танлаган ўзгарувчилар биринчи айрмада стационар бўлиши мумкин. Юқорида кўрсатилган ўзгарувчиларнинг кўрсаткичлари барқарорлигини текшириш учун ягона илдиз тестига асосланган

⁵¹ “Камалак” инвестиция фонди маълумотлари асосида Eviews-9.0 программаси ёрдамида муаллиф томонидан тайёрланган.

ҳолда кенгайтирилган Дикки-Фуллер тести орқали аниқлаймиз (2.2.2-жадвал).

2.2.2-жадвал

Бирлик илдиз тести (unit root test)⁵²

Ўзгарувчилар	Кенгайтирилган Дикки-Фуллер тести (ADF) ⁵³		Филлипс-Перрон тести (PP) ⁵⁴	
Нолинчи айирма				
	констант (constant)	тренд (trend)	констант (constant)	тренд (trend)
lnY	-2.966160***	-3.281645**	-2.874880***	- 3.551651***
lnX1	-4.532650***	-5.274146***	-4.603540***	- 5.277235***
Биринчи айирма				
ΔlnX2	-5.611647***	-5.551043***	-5.650637***	- 5.660609***
ΔlnX3	-3.240997***	-14.71650***	-17.61174***	- 17.29562***
ΔlnX4	-3.670170***	-4.296729***	-3.646342***	- 4.262735***

*** 1%да статистик муҳимлигини, **5%да статистик муҳимлигини, *10%да статистик муҳимлигини кўрсатади.

2.2.2-жадвалгаасосланган ҳолда ўтказилган кенгайтирилган Дикки-Фуллер шуни кўрсатадики, инвестиция фондининг соф активларининг кўрсаткичлари нолинчи айирмада барқарор ҳисобланиб, ушбу кўрсаткичнинг эҳтимоллик даражаси 5 фоиздан кичик бўлгани учун нолинчи гипотезасини қабул қиламиз.

⁵² “Камалак” инвестиция фонди маълумотлари асосида Eviews-9.0 программаси ёрдамида муаллиф томонидан тайёрланган.

⁵³ Dickey, D. A.; Fuller, W. A. (1979). "Distribution of the Estimators for Autoregressive Time Series with a Unit Root". Journal of the American Statistical Association. 74 (366): 427–431.

⁵⁴ Phillips, P. C. B.; Perron, P. (1988). "Testing for a Unit Root in Time Series Regression". Biometrika. 75 (2): 335–346.

Унгаасосан соф активларининг статистик муҳимлиги 5 фоиздан кичик бўлиб, стационарлигининг ишончлиги даражаси 95 фоиз ишончли ҳисобланади. Ушбу фонднинг дебиторлик қарздорлиги кўрсаткичи ҳам барқарор бўлиб, мазкур кўрсаткичнинг статистик муҳимлиги 5 фоиздан кичик бўлиб, барқарорлигининг ишончлиги даражаси 95 фоиз ишончли эканлигини кўрсатади. Қолган кўрсаткичлари ҳисобланган умумий даромадлар, кредиторлик қарздорлик ва умумий харажатлар кўрсаткичларини тренд асосида барқарорлигини кенгайтирилган Дикки-Фуллер тестини ўтказганимизда, биринчи айирмада ушбу кўрсаткичларнинг трендлари барқарорлиги аниқланди. Ўзгарувчиларнинг барқарорлигини аниқлашда кенгайтирилган Дикки-Фуллер ягона илдиз тестидан ташқари, Филлипс-Перрон тестлари ҳам мавжуд бўлиб, юқоридаги жадвалда Филлипс-Перрон ягона илдиз тестини ўтказганимизда инвестиция фонднинг соф активлари ва дебиторлик қарздорлиги кўрсаткичлари барқарор бўлиб, уларнинг статистик муҳимлиги 5 фоиздан кичик бўлиб, нолигчи гипотезагаасосан ушбу иккала кўрсаткичларнинг тренди стационар ҳисобланади. Қолган ўзгарувчилар ҳисобланган кредиторлик қарздорлиги, умумий даромадлари ва умумий харажатлари кўрсаткичлари тренди стационар эмас, бироқ биринчи айирмада стационар ҳолатига келтирилди.

“Камалак” инвестиция фондидан ташқари мамлакатимизда фаолият юритаётган йирик инвестиция фондларидан яна бири ҳисобланган “Даромад-плюс” инвестиция фонднинг соф активлари ва унга таъсир қилувчи омилларнинг стационарлигини кенгайтирилган Дикки-Фуллер ягона илдиз тестидан фойдаланган ҳолда қуйидаги натижага эришилди (2.2.3-жадвал):

Бирлик илдиз тести (unit root test)⁵⁵

Ўзгарувчилар	Кенгайтирилган Дикки-Фуллер тести (ADF) ⁵⁶		Филлипс-Перрон тести (PP) ⁵⁷	
Нолинчи айирма				
	констант (constant)	тренд (trend)	констант (constant)	тренд (trend)
lnX3	-5.005289***	-5.457372***	-11.74877***	- 10.84035***
lnX4	-4.057910***	-4.886426***	-4.293703***	- 7.096692***
Биринчи айирма				
ΔlnY	-3.952435***	-3.732966***	-3.871076***	- 3.387391**
Δ lnX1	-4.121990***	-4.886426***	-8.026783***	- 10.97246***
ΔlnX2	-4.021229***	-3.865848***	-4.039964***	- 3.876250***

*** 1%да статистик муҳимлигини, **5%да статистик муҳимлигини, *10% да статистик муҳимлигини кўрсатади.

2.2.3-жадвалгаасосланган ҳолда ўтказилган кенгайтирилган Дикки-Фуллер шуни кўрсатадики, инвестиция фондининг умумий даромадларининг кўрсаткичлари нолинчи айирмада барқарор ҳисобланиб, ушбу кўрсаткичнинг эҳтимоллик даражаси 5 фоиздан кичик бўлгани учун нолинчи гипотезасини қабул қиламиз. Унга асосан соф активларининг статистик муҳимлиги 5 фоиздан катта бўлиб, стационарлигининг ишонччилик даражаси 95 фоиз ҳисобланади. Ушбу фонднинг умумий харажатлари кўрсаткичи

⁵⁵ "Даромад-плюс" инвестиция фонди маълумотлари асосида муаллиф томошидан тайёрланган.

⁵⁶ Dickey, D. A.; Fuller, W. A. (1979). "Distribution of the Estimators for Autoregressive Time Series with a Unit Root". *Journal of the American Statistical Association*. 74 (366): 427–431.

⁵⁷ Phillips, P. C. B.; Perron, P. (1988). "Testing for a Unit Root in Time Series Regression". *Biometrika*. 75 (2): 335–346.

хам барқарор бўлиб, мазкур кўрсаткичнинг статистик муҳимлиги 5 фоиздан кичик бўлиб, барқарорлигининг ишончлилик даражаси 95 фоиз ишончли эканлигини кўрсатади. Қолган кўрсаткичлари ҳисобланган соф активлар, кредиторлик қарздорлик ва дебиторлик кўрсаткичларини тренд асосида барқарорлигини кенгайтирилган Дикки-Фуллер тестини ўтказганимизда, биринчи айирмада ушбу кўрсаткичларнинг трендлари барқарорлиги аниқланди. Ўзгарувчиларининг барқарорлигини аниқлашда кенгайтирилган Дикки-Фуллер ягона илдиз тестидан ташқари, Филлипс-Перрон тестлари ҳам мавжуд бўлиб, юқоридаги жадвалда Филлипс-Перрон ягона илдиз тестини ўтказганимизда инвестиция фондининг умумий даромад ва умумий харажат кўрсаткичлари барқарор бўлиб, уларнинг статистик муҳимлиги 5 фоиздан кичик бўлиб, нолинчи гипотезага асосан ушбу иккала кўрсаткичларнинг тренди стационар ҳисобланади. Қолган ўзгарувчилар ҳисобланган соф активлар, кредиторлик қарздорлиги, дебиторлик қарздорлик кўрсаткичлари тренди стационар эмас, бироқ биринчи айирмада стационар ҳолатига келтирилди.

Хулоса қилиб шуни айтиши жоизки, мамлакатимиздаги доимий фаолиятда бўлган инвестиция фондлари ҳисобланган “Камалак” ва “Даромад-плюс” очик акциядорлик жамиятларининг соф активлари ва унга таъсир қилувчи омилларининг динамик қаторлар маълумотларини барқарорлик тестига (Augmented Dickey-Fuller (ADF) текширганимизда “Камалак” инвестиция фондининг соф активларининг маълумотлари нолинчи айирмада барқарор, дебиторлик қарздорлиги маълумотлари ҳам нолинчи айирмада барқарор эканлиги аниқланди. Қолган кўрсаткичлар ҳисобланган умумий даромадлар, кредиторлик қарздорлик ва умумий харажатлар маълумотлари биринчи айирмада барқарор ҳисобланади. “Даромад-плюс” инвестиция фондининг умумий даромадлари ва умумий харажатлари маълумотлари нолинчи айирмада барқарор эканлиги аниқланди. Қолган кўрсаткичлар

ҳисобланган ушбу фонднинг соф активлар, кредиторлик қарздорлик ва дебиторлик кўрсаткичларини маълумотлари тренд асосида барқарорлигини кенгайтирилган Дикки-Фуллер тестини ўтказганимизда, биринчи айир-мада ушбу кўрсаткичларнинг трендлари барқарорлиги аниқланди.

2.3. Инвестиция фондларининг соф активларига таъсир этувчи омилларни қисқа ва узоқ муддатда боғланиш даражасини тест ёрдамида баҳолаш

“Камалак” ва “Даромад-плюс” очик акциядорлик жамиятларнинг соф активларига (Y) ва уларга таъсир қилувчи ўзгарувчилари ҳисобланган дебиторлик қарздорлиги (X_1), кредиторлик қарздорлик (X_2), умумий даромадлар (X_3) ва умумий харажатлар (X_4) динамик қаторлардаги маълумотлари асосида мазкур омилларнинг узоқ ва қисқа муддатли боғланиш тестини амалга оширамиз. Тадақиқотда танлаган ўзгарувчиларининг қисқа ва узоқ муддатда боғланиш тестини амалга оширишда коинтеграцион (cointegration) тестни амалга оширилди. Тадақиқотимизда “Камалак” ва “Даромад-плюс” очик акциядорлик жамиятларнинг соф активларига (Y) ва уларга таъсир қилувчи ўзгарувчилари ҳисобланган дебиторлик қарздорлиги (X_1), кредиторлик қарздорлик (X_2), умумий даромадлар (X_3) ва умумий харажатлар (X_4) ўзгарувчиларининг қисқа ва узоқ муддатли боғланиши ўрганишда вектор хатоликни тузатиш VECM (Vector error correction model) модели ва векторли авторегрессион VAR (Vector autoregression model) моделларорқали аниқланади.

Хорижлик иқтисодчи олимлар Энгл ва Грейнджерлар илмий изланишида сохта регрессон модель (spurious model) тузмаслик учун энг кичик квадратлар OLS (Ordinary least squares) усулидан

фойдаланган ҳолда ўзгарувчиларнинг боғлиқлигини ўрганганлар⁵⁸. Мазкур тадқиқотчилар танланган ўзгарувчилар биринчи айирмада коинтеграция бўлишини кўрсатиб, қуйидаги математик формула билан ифодалади:

$$y_t - B_1 x_{1t} - B_2 x_{2t} - \dots - B_k x_{kt} \sim I(d - b), \quad (2.3.1)$$

Бу ерда $y_t, x_{1t}, x_{2t}, \dots, x_{kt}$ танланган ўзгарувчилар, $[1 - B_1 - B_2 \dots B_k]$ коинтеграция бўладиган векторлар. Ушбу кўрсаткичлар орқали коинтеграция бўлиши ақс эттирилган. Бундан ташқари, ўз навбатида, Энгл ва Грейнджерлар коинтеграцияси элементи вектор хатоликни тузатиш механизмини қўшган ҳолда ўзгарувчиларнинг қисқа ва узок муддатли боғланишини қуйидаги формулада ифода этган:

$$\Delta y_t = c_0 + c_1 \Delta x_t + \alpha (y_{t-1} - \beta x_{t-1}) + u_t \quad (2.3.2)$$

Бу ерда, $e_{t-1} = y_{t-1} - \beta x_{t-1}$ ўтган йилдаги хатолик кўрсаткичи, $[1 - B_1]$ коинтеграция бўладиган вектор. Агар α кўрсаткичи ижобий бўлмаса, вектор хатоликни тузатиш модели шуни кўрсатадики, танланган ўзгарувчилар қисқа муддатли боғланишга эга бўлади:

Энгл ва Грейнджерлар тадқиқотларида ўзгарувчиларнинг боғлиқлигини текшириш тестини энг кичик квадратлар OLS (Ordinary least squares) усулидан фойдаланган ҳолдааниқладилар. Улар қуйидаги формуладан фойдаланган.

$$y_t = \beta x_t + u_t \quad (2.3.3)$$

u_t – хатолик кўрсаткичи ҳисобланиб, агар ушбу кўрсаткич стационар бўлса, танланган ўзгарувчилар ўртасида боғлиқлик мавжуд бўлади. Агар хатолик кўрсаткичлари стационар бўлмаса, энг кичик квадратлар усулидаги регрессион $[1 - B_1]$ вектор коинтеграция ҳосил қилмайди.

⁵⁸ Engle, R., and C. Granger (1987): "Co-Integration and Error Correction: Representation, Estimation and Testing" *Econometrica*, 55, 251–276.

Мадалла ва Кимларнинг тадқиқотларида векторнинг коинтеграцияси бўйича бир неча хусусиятларини кўрсатиб берди. Улар куйидагилардан иборат⁵⁹:

1) иккита ўзгарувчининг боғлиқлигини топишда Энгл ва Грейнджерлар назарияси энг оптимал усул ҳисобланади;

2) боғлиқлик тестида энг кичик квадратлар OLS (Ordinary least squares) усулидан фойдаланиб, \sqrt{T} ўрнига T даражасидан фойдаланган ҳолда β коэффиценти аниқланиши;

3) Энгл ва Грейнджерлар назариясига асосан энг кичик квадратлар β коэффиценти баҳоланиб, агар β коэффиценти хатоларни тузатиш ECM (error correction model) модели параметрлари орқали баҳоланса, энг кичик квадратлар усули модели орқали хатоларни тузатиш модели баҳоланади. Энгл ва Грейнджерлар назарияси кўра, ўзгарувчиларнинг коинтеграцион усулини урта боскичда амалга оширилади.

Биринчи боскичда ўзгарувчиларнинг ягона илдиэ тестини ўтказиб, биринчи айирмада $I(1)$ стационарлигини текширади.

Иккинчи боскичда ўзгарувчиларнинг узок муддатли боғланишини текишради. Агарда биринчи боскичда ўзгарувчилар биринчи айирмада $I(1)$ стационар бўлса, ундан кейин ўзгарувчиларнинг узок муддат мувозанатда бўлиши аниқланиб, куйидаги формулада ифодаланади:

$$y_t = \beta_0 + \beta_1 z_t + e_t \quad (2.3.4)$$

Агар мазкур эконометрик моделдаги қолдиқлар (residuals) авторегрессионни куйидагича ифода этган:

$$\Delta \hat{e}_t = a_1 \hat{e}_{t-1} + \sum_{i=1}^n a_{i+1} \Delta \hat{e}_{t-i} + \varepsilon_t \quad (2.3.5)$$

Учинчи боскичда, хатоликни тузатиш моделидан фойдаланилади. Ушбу моделини куйидагича ифода этади.

$$\Delta y_t = \alpha_1 + \alpha_y [y_{t-1} - \beta_1 z_{t-1}] + \sum_{i=1} a_{11}(i) \Delta y_{t-i} + \sum_{i=1} a_{12}(i) \Delta z_{t-i} + \varepsilon_{yt} \quad (2.3.6)$$

⁵⁹ Maddala G.C., In-Moo Kim (1998) Unit Roots, Cointegration, and Structural Change, Cambridge University Press, Cambridge

$$\Delta z_t = \alpha_1 + z_y[y_{t-1} - \beta_1 z_{t-1}] + \sum_{i=1} a_{21}(i) \Delta y_{i-1} + \sum_{i=1} a_{22}(i) \Delta z_{t-i} + \varepsilon_{zt} \quad (2.3.7)$$

Юқоридаги кўрсатилаган формулада $0 < \alpha < 1$ бўлса, танланган эркили ўзгарувчилар билан эркили ўзгарувчилар ўртасидаги боғлиқлик мавжуд бўлиб, лекин танланган даврда мувозанатда бўлмайди. Агар $\alpha < 0$ бўлса, танланган ўзгарувчилар ўртасида боғлиқлик бўлиб, узок ҳамда қисқа муддатда мувозанат бўлади. Коинтегрецион моделида Сток ва Ватсонлар илмий изланиш олиб бориб, ўзгарувчилар бириинчи айирмада қисқа ва узок муддатли боғланишда бўлади деган хулосага келишган⁶⁰.

Фикримишча, Энгл ва Грейнджерлар назарияси иккита ўзгарувчининг бириинчи айирма I(1)да бўлса, танланаган ўзгарувчилар ўртасида боғлиқлигини ўрганиб, уларда коинтеграция бўлади. Агар ўзгарувчилар иккитадан ортик бўлса, улар ўртасидаги коинтеграцияни топиш учун Энгл ва Грейнджерлар усулидан фойдаланишда бир қатор қийинчиликлар келтириб чиқаради. Энгл ва Грейнджерлар назарияси усулида ўзгарувчилар ўртасида коинтеграцияни аниқлашда муаммолар мавжуд. Булар қуйидагилардан иборат:

– амалиётда оддий регрессион моделда мустақил ўзгарувчи билан тобе ўзгарувчилар ўртасида боғлиқлик мавжуд бўлади. Бироқ, кўп омили регрессион моделда Энгл ва Грейнджерлар усулидан фойдаланган ҳолда ўзгарувчиларнинг боғлиқлигини аниқлаш имконини бермайди;

– кўп омили регрессион моделда ўзгарувчилар бир вектор билан коинтеграция бўлмайди. Ҳар бир ўзгарувчи ҳар бир вектор билан коинтеграция бўлади. Тизимли жараёнда ушбу усул бир нечта векторлар коинтеграциясини алоҳида аниқлай олмайди;

– Энгл ва Грейнджер усулида коинтеграцияни топиш икки босқичда амалга оширилиши ҳисобланади.

⁶⁰Stock, J. H. & Watson, M. W. (1988) Testing for common trends, Journal of the American Statistical Association, 83, pp. 1097–1107.

Энгл ва Грейнджер усулидан фойдаланган ҳолда ўзгарувчиларнинг қисқа ва узоқ муддатли боғланишини аниқлашда бир қатор камчиликлар мавжуд бўлгани учун Йохансен коинтеграция усули шакллантирилди. Йохансен коинтеграция жараёни максимал эҳтимоллик усули ҳисобланади. Ушбу усулда вақтлар қаторидаги вектор автокорреляция стационар бўлмаган ўзгарувчиларида кўйилган чекловларни инобатга олган ҳолда векторларнинг коинтеграциясини аниқлайди⁶¹. Йохансен коинтеграция усули куйидаги формуладан фойдаланилади:

$$\Delta X_t = \mu + \sum_{i=1}^p \pi_i \Delta x_{t-i} + \alpha \beta' X_{t-i} + \varepsilon_t \quad (2.3.8)$$

Бу ерда:

X_t – $(n \times 1)$ барча эркин ўзгарувчилар векторлари стационар эмас;

π_i $(n \times n)$ коэффицентларнинг матрицаси;

α $(n \times r)$ хатоликларни тўғирлаш коэффицентининг матрицаси бўлиб, r ўзгарувчилар боғлиқлигининг коинтеграциялар сони ҳисобланиб, $0 < r < n$ бўлиши лозим. Ушбу кўрсаткич, ўзгарувчиларнинг мувозанатлигини қанча тезликда тузатишини кўрсатади.

β – $(n \times r)$ r векторлар коинтеграциянинг матрицаси бўлиб, $0 < r < n$ бўлиши лозим. Ушбу кўрсаткич ўзгарувчиларнинг узоқ муддатли боғланишга эга эканлиги кўрсатади.

Йохансен коинтеграция усули амалга оширишда лагларни танлашда Акайке маълумот мезони AIC (Akaike information criterion) Шварц маълумот мезони SIC (Schwarz information criterion) асосида лаглар танланиб, векторли авторегрессион моделида фойдаланган ҳолда узоқ муддатли боғланиш аниқланади.

Йохансен коинтеграция усули фойдаланган ҳолда векторли авторегрессион VAR (vector autoregression) усули p да куйидагича ифодаланади:

⁶¹ Johansen, S. (1988), "Statistical Analysis of Cointegration Vectors", Journal of Economic Dynamics and Control 12, 231-254.

$$y_t = \mu + A_t y_{t-1} + \dots + A_p y_{t-p} + \varepsilon_t \quad (2.3.9)$$

Бу ерда y_t $n \times 1$ ўзгарувчиларнинг векторидаги бириктирилган айирмада $I(1)$ боғлиқлиги, ε_t эса, $n \times 1$ инновацион вектор ҳисобланади. Юқоридаги формуладан келиб чиққан ҳолда VAR (vector autoregression) модели қуйидагича ёзилади:

$$\Delta y_t = \mu + \Pi y_{t-1} + \sum_{i=1}^{p-1} \Gamma_i \Delta y_{t-i} + \varepsilon_t \quad (2.3.10)$$

Бу ерда;

$$\Pi = \sum_{i=1}^p A_i - I \text{ ва } \Gamma_i = - \sum_{j=i+1}^p A_j$$

Агар Π матрица коэффициентлари динамик қаторлардаги маълумотлар камайтирилса $r < n$, $\Pi = \alpha \beta'$ ва $\beta' y_t$ лар стационарлик мавжуд бўлади ҳамда r динамик қаторлари билан α ва β коэффициентларни ўлчовларида $n \times r$ шаклланади. r динамик қаторлари коинтеграция боғлиқликни кўрсатади. α вектор ҳатоликни тўғирлаш моделининг тўғирлаш элементи бўлиб, ҳар бир қаторда β ни коинтеграция вектори ҳисобланади. β нинг максимал эҳтимолликни баҳолаш усулидан фойдаланганда y_{t-1} нинг комбинацияси кўрсатади. Детерминант ўзгарувчи ва турли хил лагларнинг тўғирланган кейин y_{t-1} ва Δy_t каноникал корреляция юқори бўлиши кўрсатади⁶². Йохансен илмий изланишида иккита статистик тест орқали коинтеграцияни аниқлашни кўрсатди. Биричиси, максимал тегишли қиймати тести (Maximum Eigenvalue Test), иккинчиси эса, трасе тести (Trace Test) ҳисобланади⁶³. Трасе тести қўшма тест бўлиб, нолинчи гипотезага асосан коинтеграция мавжуд эмас ($H_0: r=0$), муқобил гипотеза эса, коинтеграция мавжуд ($H_0: r>0$) гипотезаларга асосан аниқланади. Максимал тегишли

⁶² Johansen, S. (1995), Likelihood-based Inference in Cointegrated Vector Autoregressive Models, Oxford University Press, Oxford.

⁶³ Johansen, S. (1991). Estimation and Hypothesis Testing of Cointegrating Vectors in Gaussian Vector Autoregressive Models. *Econometrica*, Vol. 59, pp. 1551-1580.

қиймати тести хар бир кўрсаткичнинг ўз қийматини алоҳида аниқлайди. Мазкур тестини нолинчи гипотезаси векторларнинг коинтеграциясисони r тенг бўлса, мукобил гипотезада эса, векторларнинг коинтеграцияси $r+1$ га тенг гипотезада аниқланади⁶⁴. Юқорида келтирилган икки турдаги тестнинг формуласи қуйидаги кўринишда ўз аксини топган:

$$\lambda_{trace}(r) = -T \sum_{i=r+1}^g \ln(1 - \hat{\lambda}_i) \quad (2.3.11)$$

$$\lambda_{max}(r, r+1) = -T \ln(1 - \overline{\lambda}_{r+1}) \quad (2.3.12)$$

Бу ердаг нолинчи гипотезагаасосан векторларнинг коинтеграция сони, $\lambda_i \alpha \beta'$ ўлчовларидан кўрчаткичлари қийматини i да баҳоланишидир.

Йохансен тадқиқоти юқорида кўрсатилган иккита кўрсаткич орқали эрки ўзгарувчилар билан эркисиз ўзгарувчилар ўртасидаги коинтеграция боғлиқлик критик қийматлари 5 фоизда муҳимлиги ҳамда 10 фоизда муҳимлигини кўрсатадиган жадвалшаклантирилди. Мазкур жадвалдаги маълумотлар асосида иккита тестнинг гипотезаларининг аниқлаш имкониятини берди. Бундан ташқари ушбу жадвал орқали λ_{trace} ва λ_{max} қийматлари чегарали аниқлаган ҳолда ишончлилиқ даражаси 90 фоизни ташкил этганда чегарсиши ва 95 фоиз ишончлилиқ даражаси бўлагандаги чегаралари қуйидаги жадвалда ифода этган (2.3.1-жадвал).

2.3.1-жадвалдан кўриниб турибдики, Йохансен коинтеграция гипотезаси орқали коинтеграция мавжудми ёки мавжуд эмаслигини аниқлашда критик қийматларнинг энг юқори ва қуйи чегаралари кўрсатилган. Йохансен коинтеграциясини аниқлашда хизмат қиладиган жадвал ҳисобланади.

⁶⁴ Chris Brooks (2008). *Introductory Econometrics for Finance*, Cambridge University Press, Cambridge

Йохансен коинтеграция гипотезасини аниқлаш⁶⁵

Нолинчи гипотеза	Муқобил гипотеза		95% критик қиймат	90% критик қиймат
λ_{trace} tests:		λ_{trace} value		
$r = 0$	$r > 0$	44.94926	29.68	26.79
$r < -1$	$r > 1$	14.80894	15.41	13.33
$r \leq 2$	$r > 2$	3.60231	3.76	2.69
λ_{max} tests:		λ_{max} value		
$r = 0$	$r = 1$	30.14032	20.97	18.60
$r = 1$	$r = 2$	11.2066	14.07	12.07
$r = 2$	$r = 3$	3.60231	3.76	2.69

Тадқиқотимизда “Камалак” ва “Даромад-плюс” очик акциядорлик жамиятларининг соф активларига (Y) ва уларга таъсир қилувчи ўзгарувчилари ҳисобланган дебиторлик қарздорлиги (X_1), кредиторлик қарздорлик (X_2), умумий даромадлар (X_3) ва умумий харажатлар (X_4)нинг коинтеграциясини боғланиши узок муддатли ёки қисқа муддатли эканлигини аниқлаш мақсадида қуйидаги усуллардан фойдаланамиз:

Биринчи босқичда Энгл ва Грейнджерлар усулидан фойдаланган ҳолда инвестиция фондларининг соф активларига таъсир қилувчи омилларининг коинтеграция боғланишини аниқлаймиз. Иккинчи босқичда Йохансен коинтеграция усулидан фойдаланган ҳолда инвестиция фондлари соф активларига таъсир қилувчи омиллар таъсирини коинтеграцион боғланишини аниқлаймиз.

Учинчи босқичда вектор хатоликни тузатиш VECM (Vector error correction model) модели ва векторли авторегрессион VAR (Vector autoregression model) моделлари орқали инвестиция фондларининг соф активларига таъсир қилувчи омилларнинг қисқа ва узок муддатли мувозанатли боғланишини аниқлашдан иборат.

⁶⁵ Johansen, S. (1991). Estimation and Hypothesis Testing of Cointegrating Vectors in Gaussian Vector Autoregressive Models. *Econometrica*, Vol. 59, pp. 1551–1580.

Энгл ва Грейнджерлар усулидан фойдаланган ҳолда инвестиция фондларининг соф активларига таъсир килувчи омилларнинг коинтеграцияси қуйидаги жадвалда ўз ифодасини топган (2.3.2-жадвал):

2.3.2-жадвал

Энгл ва Грейнджерлар коинтеграцион тести⁶⁶

Эркеиз	tau- статистик	Эхтимолиги.*	z-статистика	Эхтимо- лиги.*		
DLNY	-4.879261	0.0464	-27.02625	0.0605		
DLNX1	-7.524722	0.0002	-116.5504	0.0000		
DLNX2	-5.693968	0.0089	-33.24272	0.0087		
DLNX3	-6.715668	0.0009	-39.72392	0.0006		
DLNX4	-6.857125	0.0007	-40.09193	0.0005		
*MacKinnon (1996) p-values.						
Оралиқ натижа:						
		DLNY	DLNX1	DLNX2	DLNX3	DLNX4
Rho - 1		-0.794890	-2.100233	-0.977727	-1.168350	-1.179174
Rho S.E.		0.162912	0.279111	0.171713	0.173974	0.171963
қолдик дисперсия		0.001700	0.164306	0.047516	0.888178	0.105012
узук муддатли қолдик дисперсия		0.001700	0.464642	0.047516	0.888178	0.105012
Лагларни сони		0	1	0	0	0
Кузатувлар сони		34	33	34	34	34
стахостик трендлар соли**		5	5	5	5	5

2.3.2-жадвалдаги маълумотлар шуни кўрсатадики, Энгл ва Грейнджерлар усулида tau-статистик (t-статистик) ва нормал автокорреляцион коэффиценти (z-статистика) кўрсаткич билан ифодаланган. Таҳлил натижаси шуни кўрсатадики, “Камалак” инвестиция фондининг соф активлари қиймати (DLNY) tau-статистик қиймати -4.879261ни ва z-статистика қиймати эса, -27.02625ни ташкил этган бўлиб, статистик муҳимлиги 10 фоиздан

⁶⁶ “Камалак” инвестиция фонди маълумотлари асосида муаллиф томонидан тайёрланган.

кичик бўлиб, нолинчи гипотезагаасосан инвестиция соф активларини қиймати билан дебиторлик қарздорлиги, кредиторлик қарздорлик, умумий даромадлар ва умумий харажатлар ўртасида коинтеграция мавжудлигини кўрсатади. Инвестиция фонди соф активларига таъсир қилувчи дебиторлик қарздорлик, кредиторлик қарздорлик, умумий даромадлар ва умумий харажатларомилларининг статистик муҳимлиги 10 фоиздан кичик бўлиб, нолинчи гипотезагаасосан коинтеграция мавжуд деган гипотезани қабул қиламиз. Хулоса қилиб шуни айтиш мумкинки, инвестиция фондининг соф активлари қиймати билан унинг дебиторлик қарздорлиги, кредиторлик қарздорлиги, умумий даромадлар ва умумий харажатлари ўртасида коинтеграция, яъни бир-бири билан боғланиш мавжуд. Энгл ва Грейнджерлар коинтеграцион тестидан кейин “Камалак” инвестиция фондининг соф активлари қиймати билан унинг дебиторлик қарздорлиги, кредиторлик қарздорлиги, умумий даромадлари ва умумий харажатлари ўртасида алоҳида коинтеграция мавжудлигини Йохансен коинтеграция тестини амалга оширамиз (2.3.3-жадвал).

2.3.3-жадвал

Йохансен коинтеграция тести⁶⁷

Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)				
Hypothesized		Trace	0.05	
No. of CE(s)	Eigenvalue	Statistic	Critical Value	Prob.**
None *	0.824037	130.5700	69.81889	0.0000
At most 1 *	0.699691	71.49572	47.85613	0.0001
At most 2 *	0.406164	30.59563	29.79707	0.0404
At most 3	0.248988	12.87645	15.49471	0.1194
At most 4	0.088247	3.141113	3.841466	0.0763
Trace test indicates 3 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level				
* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level				
**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values				

⁶⁷ “Камалак” инвестиция фонди маълумотлари асосида муаллиф томонидан тайёрланган.

Unrestricted Cointegration Rank Test (Maximum Eigenvalue)				
Hypothesized		Max-Eigen	0.05	
No. of CE(s)	Eigenvalue	Statistic	Critical Value	Prob.**
None *	0.824037	59.07432	33.87687	0.0000
At most 1 *	0.699691	40.90009	27.58434	0.0006
At most 2	0.406164	17.71919	21.13162	0.1407
At most 3	0.248988	9.735334	14.26460	0.2299
At most 4	0.088247	3.141113	3.841466	0.0763
Max-eigenvalue test indicates 2 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level				
* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level				
**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values				

2.3.3-жадвал маълумотлари таҳлили шуни кўрсатадики, Йохансена коинтеграция тестининг Трасе усулидаги таҳлилида инвестиция фонди соф активларининг қийматида дебиторлик қарздорлиги ва кредиторлик қарздорлиги узок муддатли боғланишда эканлигини кўришимиз мумкин. Чунки, Трасе тестида учта кўрсаткич коинтеграция эканлигини ақс эттирган, мазкур кўрсаткичлар статистик муҳимлиги 5 фоиздан кичик бўлиб, нолинчи гипотезага асосан коинтеграция мавжудлигини қабул қиламиз.

Максимал тегишли қиймати тестида эса, “Камалак” инвестиция фондининг соф активлари қийматида дебиторлик қарздорлиги кўрсаткичи боғланишга эга бўлиб, мазкур кўрсаткичлар узок муддатли боғланишни кўрсатади. Чунки, гипотеза аниқлашда нолинчи гипотеза қабул қилинган бўлиб, унга кўра соф активлари қиймати ва дебиторлик қарздорлиги статистик муҳимлиги кўрсаткичи 5 фоиздан кичиклиги коинтеграция мавжудлиги гипотезасини қабул қилишга асос бўлади. Таҳлилдан шундай хулоса қилиш мумкинки, “Камалак” инвестиция фондининг соф активлари қийматида узок муддатли боғланишга эга бўлган кўрсаткичлар дебиторлик ва кредиторлик қарздорлиги ҳисобланади. Қолган кўрсаткичлар ҳисобланган инвестиция фондининг умумий даромадлари ва умумий харажатлари мазкур инвестиция

фондининг соф активлари қийматиға қисқа муддатли коинтеграция бўлади.

Йохансен коинтеграция тестини амалга оширган имиздан сўнг, “Камалак” инвестиция фондининг соф активлари қиймати билан қисқа ва узоқ муддатли коинтеграцияда бўлишини VECM (Vector error correction model) модели ва векторли авторегрессион VAR (Vector autoregression model) моделлар орқали текшираимиз. Йохансен коинтеграция тести шуни кўрсатдики, “Камалак” инвестиция фондининг соф активлари қийматиға дебиторлик қарздорлиги ва кредиторлик қарздорлиги коинтеграцияси мавжудлиги, шундан келиб чиққан ҳолда вектор хатоликни тузатиш VECM (Vector error correction model) моделидан фойдаланган ҳолда қисқа ва узоқ муддатли боғланишни аниқлаймиз (2.3.4-жадвал):

2.3.4-жадвал

Вектор хатоликни тузатиш VECM (Vector error correction model) модели⁶⁸

Cointegrating Eq:	CointEq1	CointEq2			
LN1(-1)	1.000000	0.000000			
LN2(-1)	0.000000	1.000000			
LN3(-1)	0.047981 (0.04916) [0.97604]	-0.871054 (0.64126) [-1.35835]			
LN4(-1)	-0.107176 (0.03366) [-3.18430]	1.844141 (0.43905) [4.20027]			
LN5(-1)	-1.176062 (0.11134) [-10.5625]	-2.139952 (1.45243) [-1.47336]			

⁶⁸ “Камалак” инвестиция фонди маълумотлари асосида муаллиф томонидан тайёрланган.

C	-2.516156	-0.394111			
Error Correction:	D(LNY)	D(LNX1)	D(LNX2)	D(LNX3)	D(LNX4)
CointEq1	-0.000406 (0.05439) [-0.00747]	0.369117 (0.40002) [0.92276]	0.542694 (0.17092) [3.17509]	6.974082 (0.94652) [7.36813]	2.574795 (0.20696) [12.4410]
CointEq2	0.001186 (0.00941) [0.12611]	0.052570 (0.06917) [0.75998]	0.109423 (0.02956) [3.70217]	0.166002 (0.16368) [1.01421]	0.131563 (0.03579) [3.67612]
D(LNY(-1))	0.048354 (0.30343) [0.15936]	2.461227 (2.23159) [1.10290]	-0.796510 (0.95353) [-0.83533]	1.783542 (5.28039) [0.33777]	-2.448209 (1.15458) [-2.12043]
D(LNY(-2))	-0.106096 (0.25288) [-0.41955]	-0.438138 (1.85986) [-0.23558]	-0.764658 (0.79470) [-0.96220]	-11.13165 (4.40080) [-2.52946]	-1.383553 (0.96226) [-1.43782]
D(LNX1(-1))	-0.005932 (0.02869) [-0.20675]	-0.997082 (0.21102) [-4.72508]	-0.208133 (0.09017) [-2.30833]	-0.254981 (0.49931) [-0.51066]	-0.049032 (0.10918) [-0.44911]
D(LNX1(-2))	0.004164 (0.02802) [0.14860]	-0.759017 (0.20608) [-3.68316]	0.021118 (0.08805) [0.23983]	0.986112 (0.48762) [2.02229]	-0.031737 (0.10662) [-0.29766]
D(LNX2(-1))	-0.003434 (0.05314) [-0.06461]	-0.903019 (0.39085) [-2.31042]	0.049090 (0.16700) [0.29394]	-0.442490 (0.92482) [-0.47846]	-0.254425 (0.20222) [-1.25818]
D(LNX2(-2))	-0.010373 (0.05205) [-0.19930]	-0.913032 (0.38278) [-2.38524]	-0.155694 (0.16356) [-0.95191]	0.412700 (0.90574) [0.45565]	0.153285 (0.19805) [0.77399]
D(LNX3(-1))	-0.009911 (0.01519) [-0.65229]	-0.341387 (0.11174) [-3.05507]	-0.048461 (0.04775) [-1.01495]	0.064461 (0.26441) [0.24379]	0.079462 (0.05781) [1.37442]
D(LNX3(-2))	0.022102 (0.01189) [1.85858]	0.159202 (0.08746) [1.82031]	-0.203492 (0.03737) [-5.44532]	0.321824 (0.20695) [1.55512]	0.109315 (0.04525) [2.41582]
D(LNX4(-1))	0.003426 (0.07181) [0.04771]	1.101887 (0.52810) [2.08651]	0.422600 (0.22565) [1.87280]	3.734453 (1.24959) [2.98854]	1.372008 (0.27323) [5.02145]
D(LNX4(-2))	-0.077361 (0.04803) [-1.61057]	-0.726833 (0.35326) [-2.05748]	0.824712 (0.15095) [5.46363]	1.286324 (0.83589) [1.53886]	0.471426 (0.18277) [2.57931]

C	0.014795	-0.011078	-0.016594	0.006676	0.034891
	(0.01197)	(0.08804)	(0.03762)	(0.20833)	(0.04555)
	[1.23583]	[-0.12583]	[-0.44110]	[0.03205]	[0.76594]
R squared	0.301157	0.740657	0.745268	0.923897	0.966314
Adj. R-squared	-0.118148	0.585052	0.592429	0.878236	0.946102
Sum sq. Resids	0.053782	2.909054	0.531123	16.28754	0.778708
S.E. equation	0.051856	0.381383	0.162961	0.902428	0.197321
F statistic	0.718229	4.759834	4.876162	20.23360	47.80982
Log likelihood	59.09396	-6.751760	21.30797	-35.17420	14.99437
Akaike AIC	-2.793573	1.197076	-0.503514	2.919649	-0.120871
Schwarz SC	-2.204040	1.786610	0.086020	3.509182	0.468662
Mean dependent	0.010785	0.006882	-0.006215	-0.036582	0.014939
S.D. dependent	0.049040	0.592057	0.255259	2.586146	0.849938
Determinant resid covariance (dof adj.)		7.40E-08			
Determinant resid covariance		6.05E-09			
Log likelihood		78.09715			
Akaike information criterion		-0.187706			
Schwarz criterion		3.213448			

2.3.4-жадвал жадвал маълумотларидан кўриниб турибдики, “Камалак” инвестиция фондининг соф активларига таъсир қилувчи омиллар ҳисобланган дебиторлик қарздорлик, кредиторлик қарздорлик, умумий даромадлар ва умумий харажатлар билан қисқа муддатли боғланишдан иборат. Сабаби, таҳлил шуни кўрсатадики, дебиторлик қарздорлик, кредиторлик қарздорлик, умумий даромадлар ва умумий харажатларнинг статистик муҳимлиги 5 фоиздан катта бўлиб, мазкур кўрсаткичлар инвестиция фонди соф активларининг қийматига узоқ муддат таъсир қилмайди.

Таҳқиқотимизда “Даромад-плюс” инвестиция фондининг соф активлари қиймати билан дебиторлик қарздорлиги, кредиторлик қарздорлиги, умумий даромадлари ва умумий харажатларининг қисқа ва узоқ муддатли боғланишини таҳлил қилдик. Биринчи

навбатда Энгл ва Грейнджерлар усулидан фойдаланган ҳолда куйидаги натижага эришдик (2.3.5-жадвал):

2.3.5-жадвал

Энгл ва Грейнджерлар коинтеграцион тест⁶⁹

эрксиз	tau- статистик	эхтимолиги.*	z-статистика	эхтимолиги.*		
DLNY	-4.025849	0.2650	-17.09000	0.0267		
DLNX1	-7.148909	0.0050	-23.57852	0.0002		
DLNX2	-4.318236	0.1923	-17.14372	0.1738		
DLNX3	-5.443294	0.0476	-20.42108	0.0305		
DLNX4	-4.670797	0.1416	41.12658	1.0000		
*MacKinnon (1996) p-values.						
Warning: p-values may not be accurate for fewer than 20 observations.						
Орашиқ натижа:						
	DLNY	DLNX1	DLNX2	DLNX3	DLNX4	
Rho - 1	-1.139333	-1.571901	-1.142915	1.361406	-2.877781	
Rho S.E.	0.283004	0.219880	0.264672	0.250107	0.616122	
қолдиқ дисперсия	0.000671	0.009787	0.330456	1.510994	0.127471	
узук муддагли қолдиқ дисперсия	0.000671	0.009787	0.330456	1.510994	0.154047	
Лагларни сони	0	0	0	0	2	
Кузатувлар сони	15	15	15	15	13	
стахостик трендлар сони**	5	5	5	5	5	

2.3.5-жадвалдаги маълумотлар шуни кўрсатадики, Энгл ва Грейнджерлар усулида tau-статистик (t-статистик) ва нормал автокорреляцион коэффиценти (z-статистика) кўрсаткичи билан ифодаланган. Таҳлил натижаси шуни кўрсатадики, “Камалак” инвестиция фондининг соф активлари қиймати (DLNY) tau-статистик қиймати -4.025849ни ва z-статистика қиймати эса, -17.09000ни ташкил этган бўлиб, статистик муҳимлиги 10 фоиздан

⁶⁹ “Даромад-плюс” инвестиция фонди маълумотлари асосида муаллиф томонидан тайёрланган.

кичик бўлиб, нолинчи гипотезагаасосан инвестиция фонди соф активларининг қиймати билан дебиторлик қарздорлиги ва умумий даромадлари ўртасида коинтеграция мавжудлигини кўрсатади. Бирок, “Даромад-плюс” инвестиция фондининг соф активлари билан кредиторлик қарздорлиги ҳамда умумий харажатлари коинтеграцияси мавжуд эмас, чунки мазкур кўрсаткичларнинг статистик муҳимлиги 5 фоиздан юқори бўлгани учун нолинчи гипотезани инкор этиб, коинтеграция мавжуд эмас деган гипотеза қабул қилинади. Хулоса қилиб шуни айтиш мумкинки, инвестиция фондинингсоф активлари қиймати билан унинг дебиторлик қарздорлиги ва умумий даромадлари ўртасида коинтеграция яъни бир бири билан боғланиш мавжуд. Энгл ва Грейнджерлар коинтеграцион тестидан кейин “Даромад-плюс” инвестиция фондининг соф активлари қиймати билан унинг дебиторлик қарздорлиги, кредиторлик қарздорлиги, умумий даромадлари ва умумий харажатлари ўртасида алоҳида коинтеграция мавжудлигини аниқлаш учун Йохансен коинтеграция тестини амалгаоширамиз (2.3.6-жадвал).

2.3.6-жадвал

Йохансена коинтеграция тести⁷⁰

Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)				
Hypothesized		Trace	0.05	
No. of CE(s)	Eigenvalue	Statistic	Critical Value	Prob.**
None *	0.981970	115.5049	47.85613	0.0000
At most 1 *	0.955556	55.26905	29.79707	0.0000
At most 2	0.433394	8.566207	15.49471	0.4070
At most 3	0.002986	0.044851	3.841466	0.8322
Trace test indicates 2 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level				
* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level				
**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values				

⁷⁰ “Даромад-плюс” инвестиция фонди маълумотлари асосида муаллиф томонидан тайёрланган.

Unrestricted Cointegration Rank Test (Maximum Eigenvalue)				
Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Max-Eigen Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None *	0.981970	60.23582	27.58434	0.0000
At most 1 *	0.955556	46.70284	21.13162	0.0000
At most 2	0.433394	8.521356	14.26460	0.3282
At most 3	0.002986	0.044851	3.841466	0.8322
Max-eigenvalue test indicates 2 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level				
* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level				
**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values				

2.3.6-жадвал маълумотлари таҳлили шуни кўрсатадики, Йохансен коинтеграция тестининг Трасе усулидаги таҳлилида инвестиция фонди соф активларининг қийматига дебиторлик қарздорлиги узок муддатли боғланишда эканлигини кўришимиз мумкин.

Чунки, Трасе тестида иккита кўрсаткич коинтеграция эканлигини аке эггирган, мазкур кўрсаткичлар статистик муҳимлиги 5 фоиздан кичик бўлиб, нолинчи гипотезага асосан коинтеграция мавжудлигини қабул қиламиз. Максимал тегишли қиймати тестида эса, “Даромад-плюс” инвестиция фондининг соф активлари қийматига дебиторлик қарздорлиги кўрсаткичи боғланишга эга бўлиб, мазкур кўрсаткичлар узок муддатли боғланишни кўрсатади.

Чунки, гипотезааниклашда нолинчи гипотеза қабул қилинган бўлиб, унга кўра соф активлари қиймати ва дебиторлик қарздорлиги статистик муҳимлиги кўрсаткичи 5 фоиздан кичиклиги коинтеграция мавжудлиги гипотезасини қабул қилинади. Таҳлилдан шундай хулоса қилиш мумкинки, “Даромад-плюс” инвестиция фондининг соф активлари қийматиғаузок муддатли боғланишга эга бўлган кўрсаткичлар дебиторлик қарздорлиги ҳисобланади. Қолган кўрсаткичлар ҳисобланган инвестиция фондининг соф активлари қиймати билан кредиторлик қарздорлик, умумий даромадлар ва умумий харажатлар қисқа муддатли коинтеграция бўлади.

Йохансен коинтеграция тестини амалга ошириганимиздан сўнг, “Даромад-плюс” инвестиция фондининг соф активлари қиймати билан киска ва узок муддатли коинтеграцияда бўлишини VECM (Vector error correction model) модели ва векторли авторегрессион VAR (Vector autoregression model) моделлар орқали текшираимиз. Йохансена коинтеграция тести шуни кўрсатдики, “Даромад-плюс” инвестиция фондининг соф активлари қийматига дебиторлик қардорлиги коинтеграцияси мавжудлиги, шу асосда келиб чиққан ҳолда векторли авторегрессион VAR (Vector autoregression model) моделидан фойдаланган ҳолда киска ва узок муддатли боғланишни аниқлаймиз (2.3.7-жадвал).

2.3.7-жадвал

**“Даромад-плюс” инвестиция фонди соф активларининг
Векторли авторегрессион VAR (Vector autoregression model)
модели⁷¹**

	LNY	LNX1	LNX2	LNX3	LNX4
LNY(-1)	0.355216 (0.28062) [1.26583]	-0.352721 (1.10752) [-0.31848]	-24.11760 (18.3879) [-1.31160]	8.744492 (22.9417) [0.38116]	6.215620 (7.24910) [0.85743]
LNY(-2)	-0.239974 (0.25851) [-0.92829]	-0.688531 (1.02027) [-0.67485]	-18.32458 (16.9393) [-1.08178]	-64.21775 (21.1344) [-3.03855]	-18.71042 (6.67803) [-2.80179]
LNX1(-1)	0.045730 (0.07748) [0.59022]	0.082348 (0.30579) [0.26930]	7.834085 (5.07692) [1.54308]	5.075487 (6.33421) [0.80128]	1.858312 (2.00148) [0.92847]
LNX1(-2)	-0.044002 (0.06126) [-0.71824]	0.515205 (0.24179) [2.13081]	3.157559 (4.01436) [0.78657]	14.53104 (5.00851) [2.90127]	3.461197 (1.58259) [2.18705]
LNX2(-1)	0.001380 (0.00783)	-0.032337 (0.03090)	0.397866 (0.51307)	-0.486454 (0.64013)	-0.329803 (0.20227)

⁷¹ “Даромад-плюс” инвестиция фонди маълумотлари асосида муаллиф томонидан тайёрланган.

	[0.17627]	[-1.04642]	[0.77547]	[-0.75993]	[-1.63053]
LNX2(-2)	0.040986 (0.01073)	0.171065 (0.04236)	0.866951 (0.70327)	0.582914 (0.87744)	0.319841 (0.27725)
	[3.81879]	[4.03847]	[1.23274]	[0.66434]	[1.15361]
LNX3(-1)	-0.013281 (0.00512)	-0.030234 (0.02020)	-0.418209 (0.33540)	-0.645387 (0.41846)	-0.119653 (0.13223)
	[-2.59466]	[-1.49664]	[-1.24689]	[-1.54228]	[-0.90492]
LNX3(-2)	0.004889 (0.00464)	-0.009240 (0.01833)	-0.212665 (0.30436)	-0.536393 (0.37974)	-0.039802 (0.11999)
	[1.05250]	[-0.50405]	[-0.69872]	[-1.41253]	[-0.33171]
LNX4(-1)	0.022453 (0.01794)	-0.110375 (0.07082)	1.731492 (1.17581)	-0.824070 (1.46700)	-0.075482 (0.46354)
	[1.25130]	[-1.55852]	[1.47260]	[-0.56174]	[-0.16284]
LNX4(-2)	-0.030870 (0.02055)	-0.077633 (0.08111)	1.303971 (1.34670)	0.344245 (1.68021)	-0.046818 (0.53091)
	[-1.50204]	[-0.95710]	[0.96827]	[0.20488]	[-0.08818]
C	12.92820 (4.87142)	21.60341 (19.2261)	467.5176 (319.207)	614.0033 (398.258)	135.1350 (125.841)
	[2.65389]	[1.12365]	[1.46462]	[1.54172]	[1.07385]
R-squared	0.992989	0.989351	0.920605	0.916438	0.912011
Adj. R-squared	0.975461	0.962730	0.722118	0.707531	0.692038
Sum sq. resids	0.000662	0.010305	2.840634	4.421813	0.441488
S.E. equation	0.012861	0.050757	0.842709	1.051405	0.332223
F-statistic	56.65177	37.16378	4.638103	4.386839	4.146008
Log likelihood	53.93290	33.33964	-8.803907	-12.12282	5.158336
Akaike AIC	-5.724386	-2.978618	2.640521	3.083043	0.778889
Schwarz SC	-5.205150	-2.459382	3.159758	3.602280	1.298125
Mean dependent	15.14339	13.02991	15.56051	11.65985	11.78903
S.D. dependent	0.082098	0.262916	1.598627	1.944154	0.598660
Determinant resid covariance (dof adj.)		0.000000			
Determinant resid covariance		0.000000			

2.3.7-жадвал маълумотларидан кўриниб турибдики, “Даромал-плюс” инвестиция фондинг соф активлари қиймати билан

дебиторлик қарздорлиги, кредиторлик қарздорлиги, умумий даромад ва умумий харажатлари ўртасида узок муддатли боғланиш мавжудлигини кўрсатади. Дебиторлик қарздорлик, кредиторлик қарздорлик, умумий даромад ва умумий харажатлари статистик кўрсаткичларининг муҳимлиги 10 фоиздан кичик бўлиб, узок муддатли боғланиш нолинчи гипотезасини қабул қиламиз. Векторли авторегрессион VAR моделидаги инвестиция фондининг соф активлари қиймати билан дебиторлик қарздорлик, кредиторлик қарздорлик, умумий даромад ва умумий харажатларнинг боғлиқлиги икки лаг асосида амалга оширилиб, ўзгарувчиларнинг узок муддатли боғланишини аниқланди.

Хулоса қилиб айтиш мумкинки, “Камалак” инвестиция фондининг соф активлари қиймати билан дебиторлик қарздорлиги ва кредиторлик қарздорлиги орасидаги узок муддатли боғланиш мавжуд. Бироқ, мазкур инвестиция фондининг соф активлари қиймати билан дебиторлик қарздорлиги, кредиторлик қарздорлиги, умумий даромад ва умумий харажатлари қисқа муддатли боғланишни ифода этади. “Даромад-плюс” инвестиция фондининг соф активлари қиймати билан дебиторлик қарздорлиги, кредиторлик қарздорлик, умумий даромад ва умумий харажатлар узок муддатли боғланишни кўрсатади. Мазкур фондининг соф активлари қиймати билан дебиторлик қарздорлиги қисқа муддатли боғланишга эга эканлиги аниқланди. Коинтеграцион таҳлилдан аниқландики, иккита инвестиция фондининг соф активлари қийматига узок ва қисқа муддатли боғланишга эга бўлган кўрсаткич дебиторлик қарздорлик ҳисобланади.

III БОБ. ЎЗБЕКИСТОН РЕСПУБЛИКАСИ ИНВЕСТИЦИЯ ФОНДЛАРИНИНГ СОФ АКТИВЛАРИДАН САМАРАЛИ ФЙДАЛАНИШНИ ЭКОНОМЕТРИК МОДЕЛЛАШТИРИШ

3.1. Авторегрессив тақсимланган лаг (ARDL estimation) ёрдамида инвестиция фондларининг соф активларига таъсир этувчи омилларни моделлаштириш

Тадқиқотимизнинг мазкур параграфида инвестиция фондлари ҳисобланган “Камалак” ва “Даромад-плюс” очик акциядорлик шаклидаги инвестиция фондларининг соф активларига таъсир қилувчи омилларнинг авторегрессив тақсимланган лаг (ARDL estimation) ёрдамида эконометрик моделлаштириш назарда тутилган. Инвестиция фондларининг соф активлари қиймати ўзгаришига таъсир қилувчи омиллар қилиб қуйидаги омиллар танланган. Инвестиция фондларининг дебиторлик қарздорлиги, кредиторлик қарздорлиги, умумий даромадлари, умумий харажатлари ва соф фойда. Тадқиқотимизда ушбу омиллар мустақил ўзгарувчи қилиб белгиланиб, тобе ўзгарувчининг соф активлар қийматига таъсири эконометрик модель асосида баҳоланди. “Камалак” ва “Даромад-плюс” очик акциядорлик шаклидаги инвестиция фондларининг маълумотлари чоракли танланган бўлиб, маълумотлар базаси 2009 йилдан 2017 йилларни ўз ичига олади. Ушбу маълумотлар асосида инвестиция фондларининг соф активларига таъсир қилувчи омиллар асосида мураккаб эконометрик усулларга асосланган авторегрессив тақсимланган лаг (ARDL) модели шакллантирилди. Биринчи бўлиб авторегрессив тақсимланган лаг (ARDL) модели Песаран ва Шиннинг тадқиқотларида эркили ва эркисиз ўзгарувчиларининг узоқ ва қисқа муддатда коинтеграциясини аниқлаш

учун фойдаланилган⁷². Йохансен ва Юзелиус коинтеграция тадқиқотларидан фарқли равишда уларнинг тадқиқотлари ҳар бир ўзгарувчиларнинг узок муддатда коинтеграциясини вектор кўрсаткичлари орқали аниқлашни кўрсатган⁷³. Авторегрессив тақсимланган лаг (ARDL) модели хусусияти шундан иборатки, мустақил ўзгарувчилар билан тобе ўзгарувчилар ўртасидаги узок муддатли боғланишда ўзгарувчилар нолинчи айирма $I(0)$ ва биринчи айирма $I(1)$ бўлиши лозим. Авторегрессив тақсимланган лаг (ARDL) моделининг қулайлик тумонлари қуйидагилардан иборат:

Биринчидан, авторегрессив тақсимланган лаг (ARDL) модели регрессиядаги ўзгарувчиларнинг эндогенлик муаммосини ҳал қилади. Чунки, ўзгарувчиларнинг қолдиқлари корреляция эркинлигини таъминлайди.

Иккинчидан, тобе ўзгарувчи билан мустақил ўзгарувчилар ўртасидаги боғлиқликни ҳар бири бўйича коинтеграцияни аниқлайди. Натижада, эркили ўзгарувчи билан эндоген ўзгарувчиларнинг боғлиқликдаги муаммоларини камайтиришни амалга оширади⁷⁴.

Учинчидан, ўзгарувчилар ўртасидаги боғлиқликларни кўп координатли векторлар орқали коинтеграциясини аниқлаш имконини беради.

Тўртинчидан, авторегрессив тақсимланган лаг (ARDL) модели ўзгарувчилар ўртасидаги коинтеграцияни узок муддатли бўлиши билан бирга қисқа муддатда бўлишини ҳам аниқлай олади.

Тадқиқотда мизда инвестиция фондига таъсир қилувчи омиллар орқали авторегрессив тақсимланган лаг (ARDL) моделини

⁷² M.H. Pesaran, R.J. Smith, and Y. Shin. Testing for the Existence of a long run Relationship, DAE Working paper No.9622, Department of Applied Economics, University of Cambridge, (1996)

⁷³ S. Johansen and K. Juselius, Maximum Likelihood Estimation and Inference on Cointegration-With Applications to the Demand for Money. Oxford Bulletin of Economics and Statistics, 52(2), (1990), 169-210.

⁷⁴ M.H. Pesaran, R.J. Smith and Y. Shin, Bounds Testing Approaches to the Analysis of Level Relationships. Journal of Applied Econometrics, 16. (2001), 289-326.

шакллантиришда куйидаги боскичлар амалга оширилди. Биринчи навбатда ўзгарувчиларнинг ягона илдиз тестини ўтказиш лозим. Биз мазкур тестни олдинги параграфда амалга оширгандик. Шуни инобатга олган ҳолда биринчи боскичда танлаган ўзгарувчилар ўртасида узоқ муддатли боғланишни аниқлаш мақсадида авторегрессив тақсимланган лаг ARDL регрессион моделини шакллантираемиз. Ушбу моделга асосан танлаган ўзгарувчилар куйидагича белгилаб олинган: эркин ўзгарувчи ҳисобланган инвестиция фондининг соф активлар қиймати (*nav*) ва эркин ўзгарувчиларни эса, инвестиция фондининг дебиторлик қарздорлиги (*ar*), инвестиция фондининг кредиторлик қарздорлиги (*cd*), инвестиция фондининг умумий даромадлари (*tr*) ва инвестиция фондининг умумий харажатлари (*te*) қилиб белгиланган. Авторегрессив тақсимланган лаг (ARDL) моделини куйидагича ифодалаймиз:

$$\ln nav_t = \varphi_0 + \beta_1 \ln ar_{t-1} + \beta_2 \Delta \ln cd_{t-1} + \beta_3 \Delta \ln tr_{t-1} + \beta_4 \Delta \ln te_{t-1} + \varepsilon_t \quad (3.1.1)$$

Бу ерда,

ln nav – логарифмланган инвестиция фондининг соф активлари қиймати;

ln ar – логарифмланган инвестиция фондининг дебиторлик қарздорлиги;

ln cd – логарифмланган инвестиция фондининг кредиторлик қарздорлиги;

ln tr – логарифмланган инвестиция фондининг умумий даромадлари;

ln te – логарифмланган инвестиция фондининг умумий харажатлари.

Юқоридаги (3.1.1) формулага асосан, эконометрик таҳлили- мизда “Камалак” ва “Даромад-плюс” инвестиция фондларининг соф активлари қийматига таъсир қилувчи омилларнинг таъсир даражасини ARDL моделини шакллантираемиз. Ушбу шакллантирилган моделнинг натижалари куйидаги жадвалда ўз аксини топган (3.1.1-жадвал):

Авторегрессив тақсимланган лаг (ARDL) моделида баҳолаш⁷⁵

“Камалак” инвестиция фонди				
Ўзгарувчилар	ARDL(3, 4, 0, 4, 4)			
	Кoeffициент	Стандарт хатолик	t-статистика	Эҳтимоллик
$lnnav(-1)$	0.176162	0.328364	0.536485	0.6023
$lnnav(-2)$	0.479039	0.380634	1.258531	0.2343
$lnnav(-3)$	0.830912	0.504686	1.646393	0.1279
$lnar$	0.007844	0.019646	0.399248	0.6974
$lnar(-1)$	-0.033170	0.031093	-1.066805	0.3089
$lnar(-2)$	-0.031776	0.034520	-0.920501	0.3771
$lnar(-3)$	-0.099778	0.036901	-2.703939	0.0205**
$lnar(-4)$	0.007844	0.019646	0.399248	0.6974
$\Delta lncd$	-0.038508	0.060752	-0.633856	0.5391
$\Delta lntr$	0.037665	0.011419	3.298527	0.0071***
$\Delta lntr(-1)$	0.021606	0.016305	1.325150	0.2120
$\Delta lntr(-2)$	0.073527	0.026332	2.792262	0.0175**
$\Delta lntr(-3)$	0.030766	0.017496	1.758535	0.1064
$\Delta lntr(-4)$	0.011407	0.012295	0.927738	0.3735
$\Delta lntr$	0.239505	0.083086	2.882622	0.0149**
$\Delta lntr(-1)$	0.404519	0.118820	3.404457	0.0059***
$\Delta lntr(-2)$	0.242303	0.089668	2.702233	0.0206**
$\Delta lntr(-3)$	0.398150	0.110204	3.612844	0.0041***
$\Delta lntr(-4)$	0.099149	0.104293	0.950672	0.3622
C	-1.877965	0.707227	-2.655392	0.0224**
Моделни мезонлари				
Қолдиқлар квадрати (R)		0.985402		
Ўзгарган қолдиқлар квадрати		0.960187		
F – статистика		39.08063		
Эҳтимоллик (F – статистика)		0.000000***		

*** 1%да статистик муҳимлигини, **5%да статистик муҳимлигини, *10%да статистик муҳимлигини кўрсатади.

⁷⁵“Камалак” инвестиция фонди маълумотлари асосида муаллиф томонидан тайёрланган.

3.1.1-жадвал маълумотлари шуни кўрсатадики, ARDL коэф-фициентларидан инвестиция фондининг соф активлари қийматига инвестиция фондининг умумий даромадлари ва харажатлари соф активлари қийматига ижобий таъсир кўрсатади. Шунингдек, инвестиция фондининг соф активларига кредиторлик қарздорлик ва дебиторлик қарздорлик кўрсаткичлари таъсир этмаслигини кўрсатади. Бошқа омишлар ўзгармаган (*ceteris paribus*) ҳолда инвестиция фондининг умумий даромадлари бир фоизга ошса, ушбу фондининг соф активлар қиймати 0.03 фоизга ортшига олиб келади. Инвестиция фондининг умумий харажатлари бир фоизга ортса соф активлар қиймати 0.24 фоизга ошади. Бирок, инвестиция фондининг умумий даромадлари ва харажатлари бир фоизга ошса, соф активларининг қиймати 0.27 фоизга ошишига олиб келади.

“Даромад-плюс” инвестиция фондининг соф активлари қий-матига таъсир қилувчи омишларнинг таъсир даражасини ARDL модели натижалари қуйидаги жадвалда ўз аксини тошган (3.1.2-жадвал).

3.1.2-жадвал

Авторегрессив тақсимланган лаг (ARDL) моделида баҳолаш⁷⁶

Ўзгарувчилар	“Даромад-плюс” инвестиция фонди			
	ARDL (3, 1, 3, 3, 4)			
	Коэффициент	Стандарт хатолик	t-статистика	Эҳтимоллик
<i>lnnav(-1)</i>	-0.643065	0.235797	-2.727197	0.0164**
<i>lnnav(-2)</i>	-0.352383	0.137806	-2.557093	0.0228**
<i>lnnav(-3)</i>	-0.315051	0.105123	-2.996975	0.0096***
<i>lnar</i>	0.520711	0.161255	3.229125	0.0061***
<i>lnar(-1)</i>	0.322974	0.227869	1.417369	0.1782
<i>lnar(-2)</i>	0.034688	0.032034	1.082848	0.2972
<i>lnar(-3)</i>	0.011968	0.037830	0.316365	0.7564
<i>lnar(-4)</i>	-0.085503	0.040990	-2.085921	0.0558

⁷⁶“Даромад-плюс” инвестиция фонди маълумотлари муаллиф томонидан тайёрланган.

$\Delta \ln cd$	-0.129474	0.063178	-2.049338	0.0597
$\Delta \ln tr$	0.021769	0.023267	-0.935646	0.0253**
$\Delta \ln tr(-1)$	0.051180	0.023641	2.164866	0.0482
$\Delta \ln tr(-2)$	-0.024658	0.022927	-1.075499	0.3003
$\Delta \ln tr(-3)$	-0.047338	0.021065	-2.247249	0.0413**
$\Delta \ln tr(-4)$	0.472752	0.128758	3.671635	0.0025
$\Delta \ln te$	0.126919	0.074318	-1.707780	0.0097***
$\Delta \ln te(-1)$	0.118565	0.068410	1.733150	0.1050
$\Delta \ln te(-2)$	0.077079	0.067964	1.134105	0.2758
$\Delta \ln te(-3)$	-0.497704	0.142286	-3.497917	0.0035
$\Delta \ln te(-4)$	-0.004318	0.034913	-0.123669	0.9033
C	-0.643065	0.235797	-2.727197	0.0164
Моделни мезонлари				
Колдиқлар квадрати (R)	0.998974			
Ўзгарган колдиқлар квадрати	0.997654			
F-статистика	757.0096			
Эхтимодлик (F-статистика)	0.000000***			

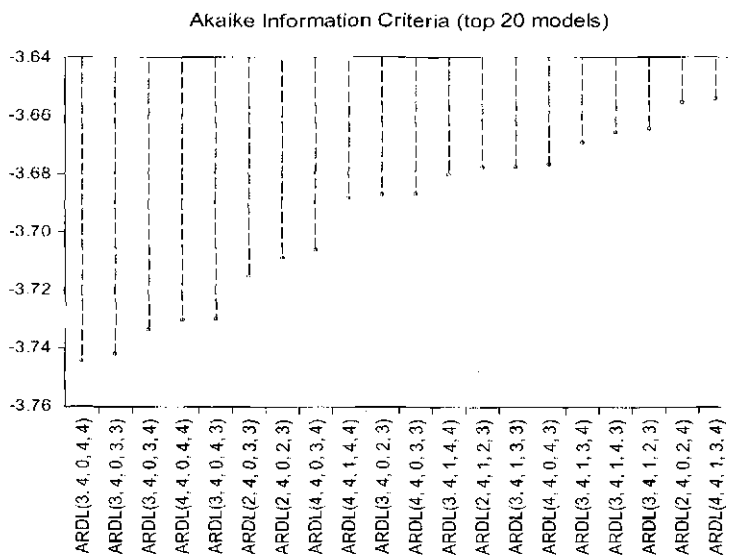
3.1.2-жадвал маълумотлари таҳлилидан кўриш мумкинки ARDL коэффициентларидан инвестиция фондининг соф активлари қийматига инвестиция фондининг кредиторлик қарздорлиги, умумий даромадлари ва харажатлари соф активлари қийматига ижобий таъсир кўрсатади. Бироқ, инвестиция фондининг соф активларига дебиторлик қарздорлик кўрсаткичлари таъсир этмаслигини кўрсатади. Бошқа омилар ўзгармаган (*ceteris paribus*) ҳолда инвестиция фондининг умумий даромадлари бир фоизга ошса, ушбу фонднинг соф активлар қиймати 0.02 фоизга ортишига олиб келади.

*** 1%да статистик муҳимлигини, **5%да статистик муҳимлигини, *10%да статистик муҳимлигини кўрсатади.

Инвестиция фондининг умумий харажатлари бир фоизга ортса, соф активларининг қиймати 0.12 фоизга ошади. Инвестиция фондининг кредиторлик қарздорлиги бир фоизга ошиши, соф активлари қиймати 0,52 фоизга ошишига олиб келади. Инвестиция

фондининг умумий даромадлари ва харажатлари ҳамда кредиторлик қарздорлиги бир фоизга ошса, соф активларнинг қиймати 0.66 фоизга ошишига олиб келади.

Қўлланилган дастур Шварц мезонига асосан тақсимланган лаглар ичидан энг оптималини автоматик равишда танлагани сабабли, лаглар комбинацияси учун Шварц мезони коэффицентларини кўриб чиқамиз (3.1.1- расм):

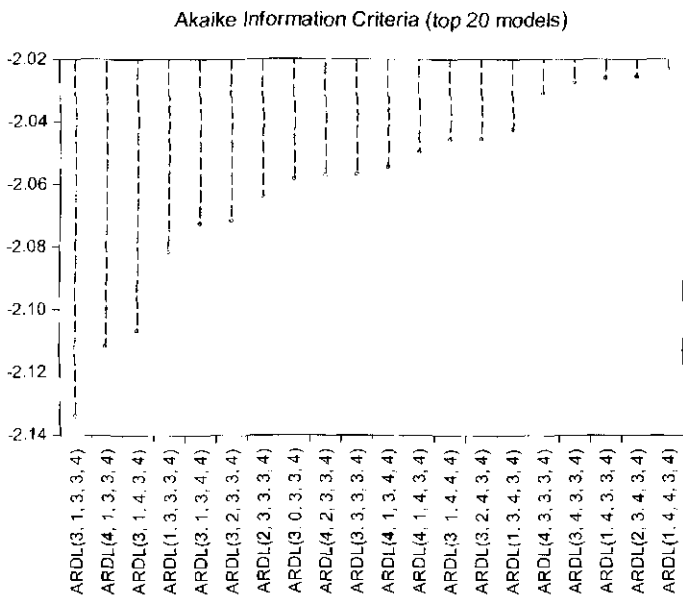


3.1.1-расм. Шварц мезони (топ 20 та модел)⁷⁷

Акаике ва Ханна-Квин мезонларидек, Шварц мезонда ҳам энг кичик қийматли модель танланади. 3.1.1-расмдан кўриниб турибдики, ARDL лаглар тақсимоти ичида энг кичик қиймати эга бўлгани, яъни энг оптимал модель ташлови (3, 4, 0, 4, 4) комбинацияли тақсимланган лаг бўлиб, шу тақсимот асосида юқоридаги

⁷⁷ Камалак” инвестиция фонди маълумотлари муаллиф томонидан тайёрланган.

3.1.2-жадвалдаги натижа келиб чиққан. “Даромад-плюс” инвестиция фондининг лаглар комбинацияси учун Шварц мезони коэффициентларини кўриб чиқамиз (3.1.2- расм):



3.1.2-расм. Шварц мезони (топ 20 та модел)⁷⁸

Эконометрик таҳлилда мукаммал ва батафсил натижага эришиш учун ARDL моделида қисқа ва узок муддатли боғлиқликни текшириш мақсадга мувофиқдир. Қисқа муддатли боғлиқликни тестини ўтказиш учун эконометрик моделга хатоликни тўғрилаш механизми элементларини қўйиб, қуйидаги кўринишга келтирамиз:

$$\ln nav_t = \alpha_0 \cdot \beta_1 \sum_{i=1}^p \alpha_i \ln nav_{t-i} + \beta_2 \sum_{i=1}^q \alpha_2 \ln ar_{t-i} + \beta_3 \sum_{i=1}^q \alpha_3 \Delta \ln cd_{t-i} - \beta_4 \sum_{i=1}^q \alpha_4 \Delta \ln tr_{t-i} + \beta_5 \sum_{i=1}^q \alpha_5 \Delta \ln te_{t-i} + \gamma ECM_{t-1} - \epsilon_t$$

Бу ерда;

⁷⁸“Даромад-плюс” инвестиция фонди маълумотлари муаллиф томонидан тайёрланган.

α_0 – константа, ε_t – стандарт хатолик, $\alpha_1, \dots, \alpha_5$ – қисқа муддатли коэффициент, β_1, \dots, β_5 – узоқ муддатли эластиклик, ECM – хатоликни тўғрилаш коэффициенти, γ – ўзгариш тезлиги (ўзгарувчанлик коэффициенти).

3.1.3-жадвал

Коинтеграция боғлиқлик тести⁷⁹

Ўзгарувчилар	Коэффициент	Стандарт хатолик	t-статистика	Эҳтимоллик
$\Delta \ln nav(-1)$	-1.309952	0.445384	-2.941176	0.0134**
$\Delta \ln nav(-1)$	-0.830912	0.504686	-1.646393	0.1279
$\Delta \ln ar$	-0.084218	0.039717	-2.120463	0.0575
$\Delta \ln ar(-1)$	0.033170	0.031093	1.066805	0.3089
$\Delta \ln ar(-2)$	0.031776	0.034520	0.920501	0.3771
$\Delta \ln ar(-3)$	0.099778	0.036901	2.703939	0.0205**
$\Delta(\Delta \ln cd)$	-0.038508	0.060752	-0.633856	0.5391
$\Delta(\Delta \ln tr)$	0.037665	0.011419	3.298527	0.0071***
$\Delta(\Delta \ln tr(-1))$	-0.073527	0.026332	-2.792262	0.0175**
$\Delta(\Delta \ln tr(-2))$	-0.030766	0.017496	-1.758335	0.1064
$\Delta(\Delta \ln tr(-3))$	-0.011407	0.012295	-0.927738	0.3735
$\Delta(\Delta \ln te)$	0.239505	0.083086	2.882622	0.0149**
$\Delta(\Delta \ln te(-1))$	-0.242303	0.089668	-2.702233	0.0206**
$\Delta(\Delta \ln te(-2))$	-0.398150	0.110204	-3.612844	0.0041***
$\Delta(\Delta \ln te(-3))$	-0.099149	0.104293	-0.950672	0.3622
$CoIntEq(-1)$	0.486114	0.182624	2.661822	0.0221**
$CoInteq = \ln nav - (0.4960 * \ln ar + 0.0792 * \Delta \ln cd - 0.3599 * \Delta \ln tr - 2.8463 * \Delta \ln te + 3.8632)$				

*** 1%да статистик муҳимлигини, **5%да статистик муҳимлигини, *10% да статистик муҳимлигини кўрсатади.

3.1.3-жадвал маълумотлариасосида коинтеграция шаклида қисқа муддатли боғлиқлик тестиниамалгаоширганимизда хатоликлар тўғирланганда инвестиция фондининг соф активлари қийматига умумий даромадлар ва харажатлар эркили ўзгарувчилар ижобий таъсир кўрсатади. Бироқ, кредиторлик ва дебиторлик

⁷⁹ Камалак” инвестиция фонди маълумотлари муаллиф томонидан тайёрланган.

қарздорликлар эса, таъсир қилмаслигини кўрсатади. Чунки, гипотеза текширувигаасосан умумий даромадлар коэффиценти эҳтимоллик қиймати 0.0071 ни ташкил қилиб, ижобий аҳамиятга эга. Инвестиция фондининг умумий харажатлар коэффиценти эса, эҳтимоллик қиймати 0.0149 ни ташкил қилиб, ишончлилик даражаси 95 фоиз аҳамиятли эканлигини кўрсатади. Бундан ташқари, умумий даромад ва харажатлар коэффиценти инвестиция фондининг соф активлари коэффицентига таъсири ишончлилик даражаси 99 фоиз аҳамиятли эканлиги кўрсатади. Хатоликни тўғрилаш коэффиценти $\text{CoIntEq}(-1)$ ни эҳтимоллик қиймати 0.0221 ни ташкил қилиб, коэффиценти ишончлилик даражаси 98 фоизни ташкил этади. Хатоликни тўғрилаш коэффиценти шуни англатадики, узоқ муддатлидан қисқа муддатли четланишни ҳар чоракда 98 фоиз тўғирланишини кўрсатади. $\text{CoIntEq}(-1)$ коэффицентини -0,49 ни ташкил этиши, узоқ муддатлидан қисқа муддатли четланишни 0,49 фоизи тўғирланишини кўрсатади. Қисқа муддатли боғлиқлик тести шуни кўрсатадики, инвестиция фондининг соф активлар қийматига умумий даромадлар ва харажатлар қисқа муддатли боғланишга эга ҳисобланади.

“Даромад-плюс” инвестиция фондининг соф активларига таъсир қилувчи ўзгарувчиларининг коинтеграциясини қуйидаги жадвалда кўриши мумкин (3.1.4-жадвал):

3.1.4-жадвал

Коинтеграция боғлиқлик тести⁸⁰

Ўзгарувчилар	Коэффициент	Стандарт хатолик	t-статистика	Эҳтимоллик
$\Delta(\Delta \ln nav(-1))$	0.667433	0.231309	2.885464	0.0120
$\Delta(\Delta \ln nav(-2))$	0.315051	0.105123	2.996975	0.0096
$\Delta(\Delta \ln ar)$	0.520711	0.161255	3.229125	0.0061***
$\Delta(\Delta \ln cd)$	0.034688	0.032034	1.082848	0.2972
$\Delta(\Delta \ln cd(-1))$	0.085503	0.040990	2.085921	0.0558

⁸⁰“Даромад-плюс” инвестиция фонди маълумотлари асосида муаллиф томонидан тайёрланган.

$\Delta(\Delta \text{Incd}(-2))$	0.129474	0.063178	2.049338	0.0597
$\Delta(\text{Intr})$	0.021769	0.023267	-0.935646	0.0353**
$\Delta \text{Intr}(-1)$	0.024658	0.022927	1.075499	0.3003
$\Delta \text{Intr}(-2)$	0.047338	0.021065	2.247249	0.0413
ΔInte	0.472752	0.128758	3.671635	0.0025***
$\Delta \text{Inte}(-1)$	-0.118565	0.068410	-1.733150	0.1050
$\Delta \text{Inte}(-2)$	-0.077079	0.067964	-1.134105	0.2758
$\Delta \text{Inte}(-3)$	0.497704	0.142286	3.497917	0.0035
$\text{CointEq}(-1)$	-2.310498	0.377656	-6.118000	0.0000
$\text{Cointeq} = \text{Innav} - (0.3652*\text{Inar} + 0.0729*\Delta \text{Incd} - 0.0184*\text{Intr} - 0.0189*\text{Inte} - 0.0019)$				

*** 1%да статистик муҳимлигини, **5%да статистик муҳимлигини, *10% да статистик муҳимлигини кўрсатади.

3.1.4-жадвал маълумотларисосида коинтеграция шаклида қисқа муддатли боғлиқлик тестини амалга оширган имизда хатоликлар тўғрилангандан кейин инвестиция фондининг соф активлари қийматига кредиторлик қарздорлик, умумий даромадлар ва харажатлар эркин ўзгарувчилар ижобий таъсир кўрсатади. Бирок, дебиторлик қарздорлиги таъсир қилмаслигини кўрсатади. Чунки, гипотеза текширувида асосан кредиторлик қарздорлик коэффициентининг эҳтимоллиги қиймати 0.0061 ни ташкил этган бўлса, умумий даромадлар коэффициентининг эҳтимоллик қиймати 0.0353 ни ташкил қилиб, ижобий аҳамиятга эга. Инвестиция фондининг умумий харажатлар коэффициенти эса, эҳтимоллик қиймати 0.0025 ни ташкил қилиб, ишончлилик даражаси 95 фоиз аҳамиятли эканлигини кўрсатади. Бундан ташқари, кредиторлик қарздорлиги, умумий даромад ва харажатлар коэффициенти инвестиция фондининг соф активлари коэффициентига таъсирининг ишончлилик даражаси 95 фоиз аҳамиятли эканлигини кўрсатади. Хатоликни тўғрилаш коэффициенти $\text{CointEq}(-1)$ ни эҳтимоллик қиймати 0.0000 ни ташкил қилиб, коэффициентининг ишончлилик даражаси 99 фоизни ташкил этади. Хатоликни тўғрилаш коэффициенти шуни англатадики, узоқ муддатлидан қисқа муддатли четланишни ҳар чоракда 99 фоиз тўғриланишини

кўрсатади. CointEq(-1) коэффициентини -2.31ни ташкил этиши, узок муддатлидан қисқа муддатли четланишни 2.31 фоизи тўғирланишини кўрсатади. Қисқа муддатли боғлиқлик тести шуни кўрсатадики, инвестиция фондининг соф активлари қийматига кредиторлик қарздорлиги, умумий даромадлар ва харажатлар қисқа муддатли боғланишга эга.

Бундан ташқари, инвестиция фондининг соф активлари қийматига мазкур фондининг умумий даромади ва харажатлари узок муддат таъсир қилишини кўрсатади. Ушбу ўзгарувчиларни узок муддатли боғланишга эка эканлиги қуйидаги жадвалда кўрсатилган (3.1.5-жадвал):

3.1.5-жадвал

Узок муддатли боғлиқлик тести⁸¹

Ўзгарувчилар	Кoeffициент	Стандарт хатолик	t – статистика	Эхтимоллик
<i>Inar</i>	0.495970	0.048343	10.259288	0.0000***
<i>ΔIncd</i>	0.079216	0.135223	0.585815	0.5698
<i>ΔIntr</i>	0.359938	0.095906	3.753041	0.0032***
<i>ΔInte</i>	2.846302	0.657330	4.330099	0.0012***
<i>C</i>	3.863220	0.283649	13.619732	0.0000

***1%да статистик муҳимлигини, **5%да статистик муҳимлигини, *10%да статистик муҳимлигини кўрсатади.

3.1.5-жадвалдаги маълумотлар шуни кўрсатадики, узок муддатли боғлиқлик тести омилларнинг таъсирини бир мунча ўзгаришини кўрсатди. Жумладан, инвестиция фондининг соф активлари қийматига фақатгина дебиторлик қарздорлик ижобий таъсир қилиб, статистик муҳим ҳисобланади. Ушбу кўрсаткичларнинг коэффициентини статистик аҳамиятли бўлиб, мазкур коэффициентлар таъсирининг ишончлилиқ даражаси 99 фоизни ташкил этади. Қолган ўзгарувчилар ҳисобланган умумий харажатлар ва

⁸¹ “Камалак” инвестиция фонди маълумотлари асосида муаллиф томонидан тайёрланган.

даромадлар коэффициентлари статистик аҳамиятли ҳисобланади. Узоқ муддатли боғлиқлик тести инвестиция фондининг соф активлари қийматига дебиторлик қарздорлик, умумий даромадлар ва умумий харажатлар узоқ муддат таъсир қилишни кўрсатади. Бирок, умумий даромадлар ва харажатлар инвестиция фондининг соф активлари қийматига узоқ муддат тескари таъсир қилади.

“Даромад-плюс” инвестиция фондининг соф активларига мазкур фондининг кредиторлик қарздорлигини узоқ муддат таъсир қилиши қуйидаги жадвалда ўз аксини топган (3.1.6-жадвал):

3.1.6-жадвал

Узоқ муддатли боғлиқлик тести⁸²

Ўзгарувчилар	Кoeffициент	Стандарт хатолик	t-статистика	Эҳтимоллик
$\Delta \ln ar$	0.365153	0.134927	2.706301	0.0170 ^{***}
$\Delta \ln cd$	0.072850	0.035261	2.066026	0.0578
$\ln tr$	0.018431	0.017387	1.060058	0.3071
$\ln te$	0.018945	0.016456	1.151239	0.2689
C	0.001869	0.015041	0.124241	0.9029

^{***}1%да статистик муҳимлигини, ^{**}5%да статистик муҳимлигини, ^{*}10%да статистик муҳимлигини кўрсатади.

3.1.6-жадвалдаги маълумотлар шуни кўрсатадики, узоқ муддатли боғлиқлик тести омилларнинг таъсирини бирмунча ўзгаришини кўрсатади. Жумладан, инвестиция фондининг соф активлари қийматига фақатгина кредиторлик қарздорлик ижобий таъсир қилиб, статистик муҳим ҳисобланади. Ушбу кўрсаткичларнинг коoeffициенти статистик аҳамиятли бўлиб, мазкур коoeffициентлар таъсирининг ишончлилиқ даражаси 99 фоизни ташкил этади. Қолган ўзгарувчилар ҳисобланган дебиторлик қарздорлик, умумий харажатлар ва даромадлар коoeffициентлари статистик

⁸²“Даромад-плюс” инвестиция фонди маълумотлари асосида муаллиф томонидан тайёрланган.

аҳамиятсиз ҳисобланади. Узоқ муддатли боғлиқлик тести инвестиция фондиниң соф активлари қийматига кредиторлик қарздорлик таъсир қилишини кўрсатади.

Танлаган ўзгарувчилар ўртасида узоқ муддатли боғланишни аниқлаш мақсадида ARDL боғлиқлик (bounds test) тестини амалга оширамиз. Унга асосан, гипотеза текширувини амалга оширамиз. Гипотеза текширувини қуйдагича амалга оширамиз: нолинчи гипотеза (H_0): узоқ муддатли боғланиш мавжуд эмас, (H_1) узоқ муддатли боғланиш мавжуд. ARDL боғлиқлик (bounds test) тестини қуйдаги жадвалдаакс этирилган (3.1.7-жадвал):

3.1.7-жадвал

ARDL боғлиқлик (bounds test) тести. Нолинчи гипотеза (H_0): узоқ муддатли боғланиш мавжуд эмас⁸³

“Камалак” инвестиция фонди		
Статистик тест	Қиймати	K
F-статистика	2.853354**	4
боғлиқликни муҳим қиймати		
муҳимлик даражаси	I(0) боғлиқлик (bound)	I(1) боғлиқлик (bound)
10%	2.45	3.52
5%	2.86	4.01
2,5%	3.25	4.49
1%	3.74	5.06

***1%да статистик муҳимлигини, **5%да статистик муҳимлигини, *10%да статистик муҳимлигини кўрсатади.

3.1.7-жадвалдаги тест натижалари шуни кўрсатадики, ўзгарувчилар ўртасида узоқ муддатли боғланиш мавжуд. Боғлиқлик (bounds test) тести F – статистика 2.853354 ни ташкил этган бўлса,

⁸³ “Камалак” инвестиция фонди маълумотлари асосида муаллиф томонидан тайёрланган.

боғлиқлик қийматини статистик муҳимлиги 5%дан юкори эканлиги эрксиз ўзгарувчи *Innav* билан эркли ўзгарувчилар бўлмиш *Inar, ΔIncd, ΔIntr* ва *ΔInte* узоқ муддатли боғланиш борлиги мавжуд. Чунки, гипотеза текшируви шуни кўрсатдики, (H_0): узоқ муддатли боғланиш мавжуд эмаслигини рад этиб, (H_1) узоқ муддатли боғланиш мавжуд гипотезасини қабул қилган. Шуни алохида таъкидлаш жоизки, эрксиз ва эркли ўзгарувчилар ўртасида узоқ муддатли коинтеграция мавжудлигини кўрсатади.

“Даромад-плюс” инвестиция фондининг танланган ўзгарувчилари ўртасида узоқ муддатли боғланишни аниқлаш мақсадида ARDL боғлиқлик (bounds test) тестини қуйидаги жадвалда кўришимиз мумкин (3.1.8-жадвал):

3.1.8-жадвал

ARDL боғлиқлик (bounds test) тести. Нолинчи гипотеза (H_0): узоқ муддатли боғланиш мавжуд эмас⁸⁴

“Даромад-плюс” инвестиция фонди		
Статистик тест	Қиймати	K
F – статистика	9.246957*	4
боғлиқликни муҳим қиймати		
муҳимлик даражаси	I(0) боғлиқлик (bound)	I(1) боғлиқлик (bound)
10%	2.45	3.52
5%	2.86	4.01
2,5%	3.25	4.49
1%	3.74	5.06

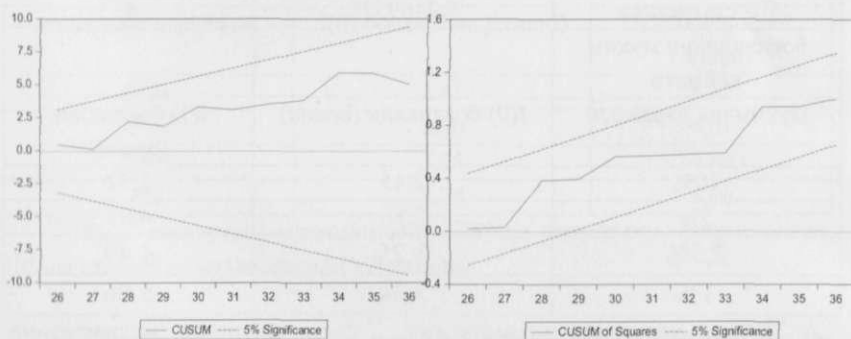
***1%да статистик муҳимлигини, **5%да статистик муҳимлигини, *10%да статистик муҳимлигини кўрсатади.

⁸⁴“Даромад-плюс” инвестиция фонди маълумотлари асосида муаллиф томонидан тайёрланган.

3.1.8-жадвалдаги тест натижалари шуни кўрсатадики, ўзгарувчилар ўртасида узоқ муддатли боғланиш мавжуд. Боғлиқлик (bounds test) тести F – статистика 9.246957 ни ташкил этган бўлса, боғлиқлик қийматини статистик муҳимлиги 10% дан юқоризканлиги эрксиз ўзгарувчи $lnnav$ билан эркли ўзгарувчилар бўлмиш $\Delta lnar$, $\Delta lncd$, $lntr$ ва $lntr$ узоқ муддатли боғланиш борлиги мавжуд. Чунки, гипотеза текшируви шуни кўрсатдики, (H_0): узоқ муддатли боғланиш мавжуд эмаслигини рад этиб, (H_1) узоқ муддатли боғланиш мавжуд гипотезасини қабул қилган. Шуни алоҳида таъкидлаш жоизки, эрксиз ва эркли ўзгарувчилар ўртасида узоқ муддатли коинтеграция мавжудлигини кўрсатади.

“Камалак” ва “Даромад-плюс” очик акциядорлик шаклидаги инвестиция фондларининг шакллантирилган ARDL моделининг мустахкамлигини текшириш учун қолдикларни CUSUM тестини амалга оширамиз.

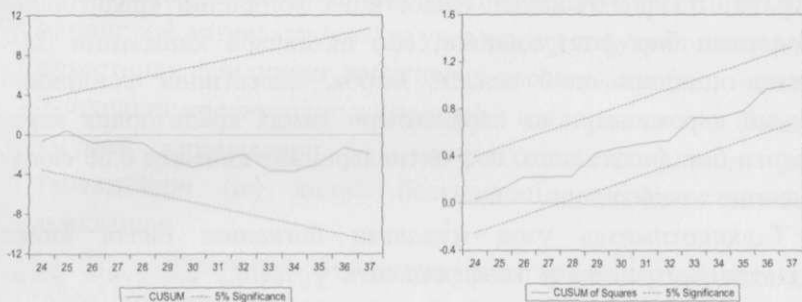
“Камалак” очик акциядорлик шаклидаги инвестиция фондининг шакллантирилган моделимизни мустахкамлигини текшириш мақсадида қолдикларни CUSUM тестини амалга оширамиз (3.1.3-расм):



3.1.3-расм. Қолдикларнинг умумий йиғиндисини CUSUM тестини⁸⁵

⁸⁵ “Камалак” инвестиция фонди маълумотлари асосида муаллиф томонидан тайёрланган.

“Даромад-плюс” очик акциядорлик шаклидаги инвестиция фонди бўйича шакллантирилган моделимизни мустаҳкамлигини текшириш мақсадида қолдиқларни CUSUM тестини амалга оширамиз (3.1.4-расм):



3.1.4-расм. Қолдиқларнинг умумий йиғиндисини CUSUM тести⁸⁶

Хулоса қилиб шуни айтиш мумкинки, авторегрессив тақсимланган лаг (ARDL) моделидаолиб борилган чуқур эконометрик таҳлил натижаси “Камалак” инвестиция фондининг эркисиз ўзгарувчи инвестиция фондининг соф активлари қиймати эркили ўзгарувчилар ҳисобланган мазкур фонднинг умумий даромадлари ва харажатлари қарздорлиги ўзгарувчи қисқа муддатли боғланишга эга бўлиб, эркили ўзгарувчи инвестиция фондининг умумий даромади бир фоизгаошса, эркисиз ўзгарувчи инвестиция фондининг соф активлар қиймати 0.03 фоизгаортишигаолиб келади. Инвестиция фондининг умумий харажатлари бир фоизгаортса соф активлар қиймати 0.24 фоизгаошади. Бироқ, инвестиция фондининг умумий даромадлари ва харажатлари бир фоизгаошса, соф активларининг қиймати 0.27 фоизгаошишигаолиб келади.

⁸⁶ “Даромад-плюс” инвестиция фонди маълумотлари асосида муаллиф томонидан тайёрланган.

“Даромад-плюс” инвестиция фондида эса, инвестиция фондини умумий даромадлари бир фоизга ортишига олиб келади. Инвестиция фондини умумий харажатлари бир фоизга ортса, соф активлар қиймати 0.02 фоизга ортишига олиб келади. Инвестиция фондини умумий харажатлари бир фоизга ортса, соф активлар қиймати 0.12 фоизга ортишига олиб келади. Инвестиция фондини умумий харажатлари бир фоизга ортишига олиб келади. Бирок, инвестиция фондини умумий даромадлари ва харажатлари ҳамда кредиторлик қарздорлиги бир фоизга ортишига олиб келади. Бирок, инвестиция фондини умумий даромадлари ва харажатлари ҳамда кредиторлик қарздорлиги бир фоизга ортишига олиб келади.

Тадқиқотимизда узоқ муддатли боғланиш билан қисқа муддатли боғланишлар коэффициентлари ўртасида бирмунча ўзгаришлар мавжуд. “Камалак” инвестиция фондини соф активларидаги узоқ муддатли таъсир қилувчи омиллар инвестиция фондини кредиторлик қарздорлиги, умумий даромад ва харажатлари ҳисобланади. “Даромад-плюс” инвестиция фондида эса, фақатгина кредиторлик қарздорлиги узоқ муддат соф активлари қийматига таъсир қилади. Бундан шундай хулоса қилиш мумкинки, мамлакатимиздаги инвестиция фондларининг соф активлари қийматини ўзгаришига ушбу фондларнинг кредиторлик қарздорлиги узоқ муддат таъсир қилади.

3.2. Ўзбекистонда инвестиция фондларининг соф активларига таъсир этувчи омилларнинг кўп омилли эконометрик моделини тузиш ва баҳолаш

Тадқиқотимизнинг ушбу параграфи инвестиция фондлари “Камалак” ва “Даромад-плюс” АЖнинг соф активларига таъсир қилувчи омилларнинг регрессион ва корреляцион моделини тузиш ҳамда ушбу модель асосида прогноз қилишдан иборат. Мазкур тадқиқотда 2009–2018 йиллар маълумотлари асосида кўп омилли регрессион ва корреляцион эконометрик модель тузилган. Ушбу

моделларни тузишда ҳозирги кунда эконометрикада кенг қўлланилаётган “Eviews-9.0” дастуридан фойдаланамиз. Эконометрик модели тузишда олдин ўзгарувчиларни танлаб оламиз. Кўп омилли регрессион ва корреляцион эконометрик моделини тузишда натижавий омил мамлакатимиздаги Инвестиция фондларининг соф активлари (nav) ва унга таъсир қилувчи омиллар қилиб, инвестиция фондининг дебиторлик қарздорлиги (ar), инвестиция фондининг кредиторлик қарздорлиги (cd), инвестиция фондининг умумий даромадлари (tr) ва инвестиция фондининг умумий харажатлари (te) қилиб белгиланиб, тадқиқот гипотезалар аниқланди:

H_1 – Инвестиция фондининг дебиторлик қарздорлиги ҳажми унинг соф активлари ҳажмини ўсишига боғлиқ ва юқори таъсирга эга;

H_2 – Инвестиция фондининг кредиторлик қарздорлиги ҳажми унинг соф активлари ҳажмини ўсишига боғлиқ ва юқори таъсирга эга;

H_3 – Инвестиция фондининг умумий даромадлари ҳажми унинг соф активлари ҳажмини ўсишига боғлиқ ва юқори таъсирга эга;

H_4 – Инвестиция фондининг умумий харажатлари ҳажми унинг соф активлари ҳажмини ўсишига боғлиқ ва юқори таъсирга эга.

Юқоридаги гипотезадан келиб чиққан ҳолда, қуйидаги математик функциялар шакллантирилди:

$$N_{nav} = \alpha + \beta_0 A_{ar} + \beta_1 C_{cd} + \beta_2 T_{tr} + \beta_3 T_{te} + \varepsilon_i \beta > 0 \quad (3.2.1)$$

Бу ерда:

N_{nav} – Инвестиция фондининг соф активлари ҳажмини ўсиши;

A_{ar} – Инвестиция фондининг дебиторлик қарздорлиги ҳажмининг ўсиши;

C_{cd} – Инвестиция фондининг кредиторлик қарздорлиги ҳажмининг ўсиши;

T_{tr} – Инвестиция фондининг умумий даромадлар ҳажмининг ўсиши;

T_{te} – Инвестиция фонднинг умумий харажатлар ҳажмининг ўсиши.

Юқоридаги (1) кўп омили регрессион ва корреляцион экономерик моделини тузиш “энг кичик квадратлар усулидан” (Ordinary least squares) фойдаланган ҳолда амалга оширилди.

Кўп омили регрессион ва корреляцион экономерик моделини тузишдан олдин танланган ўзгарувчиларнинг кўрсаткичлар тизими бир хил кўрсаткичлар тизимига келтириш учун танланган ўзгарувчиларнинг натурал логарифмга келтириб олган ҳолда таҳлилни амалга оширамиз.

Гипотезага асосланиб, танланган эркин ўзгарувчи ҳисобланган инвестиция фондларининг соф активлари (nav) ва унга таъсир килувчи омиллар қилиб, инвестиция фондининг дебиторлик қарздорлиги (ar), инвестиция фондининг кредиторлик қарздорлиги (cd), инвестиция фондининг умумий даромадлари (tr) ва инвестиция фондининг умумий харажатлари (te) белгиланган ҳолда кўп омили регрессион моделни шакллантиришда, 2.2, 2.3 ва 3.1 параграфлардаги таҳлиллари инобатга олиб кўп омили регрессион ва корреляцион модель шакллантирилган. Юқоридаги параграфларда биз ўзгарувчиларнинг ягона илдиз тести орқали узок ва қисқа муддатли боғланишини таҳлил қилган эдик. Ушбу таҳлил натижалари шуни кўрсатдики, инвестиция фондининг соф активларига асосан мазкур инвестиция фондининг кредиторлик қарздорлиги, умумий даромади ва умумий харажатлари ҳажмининг ўсиши қисқа ва узок муддат таъсир қилиши аниқланди. Шуни инобатга олган ҳолда кўп омили регрессион моделни шакллантиришда омилларнинг узок муддатли таъсир қилишини инобатга олиниб, инвестиция фондининг соф активларига (nav) таъсир этувчи омиллар кредиторлик қарздорлик (cd), инвестиция фондининг умумий даромадлари (tr) ва инвестиция фондининг умумий харажатлари (te) таъсирини кўп омили регрессион модели шакллантирилган (3.2.1-жадвал)

**“Даромад-плюс” инвестиция фонди соф активларига таъсир
этувчи омилларнинг кўп омилли регрессион тахлил
натижалари⁸⁷**

Боғлиқ ўзгарувчи: <i>Innav</i>				
Метод: Энг кичик квадратлар				
Кузатувлар сони: 37				
Ўзгарувчи	Коэффициент	Стандарт хатолик	t – статистик	Эҳтимолиги (P-қиймат)
<i>Intr</i>	0.236178	0.055279	4.272504	0.0002
<i>Inte</i>	-0.137818	0.111994	-3.15967	0.0000
<i>Incd</i>	0.082141	0.064940	1.264870	0.0148
C	3.238356	0.189493	17.08957	0.0000
Детерминация коэффициенти	0.991380	Боғлиқ ўзгарувчиларнинг ўрғача қиймати		10.53662
Тўғирлашган детерминация коэффициенти	0.990597	Боғлиқ ўзгарувчиларнинг стандарт ҳисланиши		4.297114
Регрессиянинг стандарт хатолиги	0.416690	Акайкенинг мезони		1.188860
Қолдиқларни квадрат йиғиндиси	5.729822	Шварц мезони		1.363013
Максимал ўхшашлик функциясининг қиймати	-17.99391	Ханнан-Куини мезони		1.250257
F – статистикаси	1265.168	Дарбин-Уотсон статистикаси		2.148700
Эҳтимолиги (F статистикаси)	0.000000			

Юқоридаги келтирилган ҳисоб-китоблар бўйича қуйидаги кўп омилли регрессион модель шаклланди:

$$Innav = 3.238356 + 0.082141Incd + 0.236178Intr - 1.137818Inte + \varepsilon$$

3.2.1-жадвалдаги маълумотларнинг регрессион тахлили шуни кўрсатадики, “Даромад-плюс” инвестиция фондининг боғлиқ ўзгарувчи ҳисобланган инвестиция фондининг соф активига (*nav*) мустақил ўзгарувчи ҳисобланган кредиторлик қарздорлик (*cd*),

⁸⁷“Даромад-плюс” инвестиция фонди маълумотлари асосида муаллиф томонидан тайёрланган.

инвестиция фондининг умумий даромадлари (tr) ва инвестиция фондининг умумий харажатлари (te) таъсири мавжуд. Тўғирланган детерминация коэффициенти шакллантирилган моделнинг маълумотларга қанчалик яхши мос келишини кўрсатди. Чунки, тўғирланган детерминация коэффициенти қанчалик бирга яқин бўлса, мустақил ўзгарувчи ҳисобланган кредиторлик қарздорлик (cd), инвестиция фондининг умумий даромадлари (tr) ва инвестиция фондининг умумий харажатлари (te) боғлиқ ўзгарувчи инвестиция фондининг соф активларини ўзгаришига таъсирини асослаб беради. Яъни, инвестиция фондининг соф активлари қийматини хатосиз прогноз қилиш имкониятини беради. Хусусан, шаклланган моделда тўғирланган детерминация коэффициенти шуни кўрсатадики, инвестиция фондининг соф активлари (nav)ни 99,05 фоиз моделда шакллантирилган омил ҳисобланган кредиторлик қарздорлик (cd), инвестиция фондининг умумий даромадлари (tr) ва инвестиция фондининг умумий харажатлари (te) боғлиқдир. Қолган 1,0 фоиз эса ҳисобга олинмаган бошқа омилларга боғлиқ ҳисобланади. Инвестиция фондининг соф активларига (nav)га таъсир қилувчи омиллар ҳисобланган кредиторлик қарздорлик (cd), инвестиция фондининг умумий даромадлари (tr) ва инвестиция фондининг умумий харажатлари (te) таъсири даражасини коэффициентлари 5 фоизлик муҳимлик даражасида аниқланади. Регрессион моделнинг кредиторлик қарздорлик (cd) коэффициенти R – қийматининг эҳтимоллиги беш фоиздан кичик бўлиб, ушбу коэффициентнинг инвестиция фондининг соф активи (nav) ўзгаришига таъсир қилишини аниқлатади. Инвестиция фондининг умумий даромадлари (tr) эса, ҳам инвестиция фондининг соф активлари ўзгаришига ижобий таъсир қилиб, R – қийматининг эҳтимоллиги беш фоиздан кичик ҳисобланади. Бироқ, мустақил ўзгарувчилардан инвестиция фондининг умумий харажатлари (te) таъсири салбий бўлиб, R -қийматининг

эҳтимоллиги беш фоиздан кичик ва шу билан бирга коэффициентнинг таъсир даражаси муҳим ҳисобланади. Бундан ташқари, тузилган регрессион моделда Фишернинг F – статистикаси P – қийматининг эҳтимоллиги 0,05 дан кичик бўлиб, ўзгармас ва мустақил ўзгарувчи омилнинг боғлиқ ўзгарувчи ҳисобланган инвестиция фондининг соф активи (nav) ўзгаришига таъсир қилишини кўрсатади. Тузилган моделнинг прогноз қилишини аниқлаш учун диагностика таҳлилини амалга ошираемиз. Биринчи навбатда, тузилган моделда колдикларда автокорреляция муаммоси мавжудлигини текшираемиз. Қолдикларнинг автокорреляциясини Бреуш-Годфри тести орқали аниқланади (3.2.2-жадвал).

3.2.2-жадвал

Бреуш-Годфри автокорреляция тести натижаси⁸⁸

F-статистика	4.472462	Эҳтимоллиги $F(2,4)$	0.5197
Кузатув *R-квадрат	8.285463	Эҳтимолиги. чи-квадрат(2)	0.4159

3.2.2-жадвалдаги диагностика тести ҳисобланган Бреуш-Годфри тести натижасидан келиб чиққан ҳолда колдиклар ўртасида автокорреляция мавжуд эмас. Чунки, Чи-квадрат эҳтимоллиги даражаси 0,10 дан катта бўлиб, нолинчигипотеза шунини кўрсатадики, колдикларнинг автокорреляцияси мавжуд эмас гипотезаси қабул қилинади. Бундан хулоса қилиб шунини айтиш мумкинки, тўпланган маълумотлар ҳисобланган инвестиция фондининг соф активлари қиймати, кредитор қарздорлиги, умумий даромад ва умумий харажатлари колдиклари ўртасида автокорреляция мавжуд эмас ҳисобланади. Диагностика тести шакллантирилган эконометрик модел прогноз қилаолишини кўрсатади. Бреуш-Годфри автокорреляцияси тестидан кейин, колдикларнинг

⁸⁸“Даромад-плюс” инвестиция фонди маълумотлари асосида муаллиф томонидан тайёрланган.

гетероскедастик тестини амалгаоширамиз. Гетероскедастик тестини Бреуш-Паган-Годфри тести орқали аниқланади (3.2.3-жадвал).

3.2.3-жадвал

Бреуш-Паган-Годфри гетероскедастик тест натижаси⁸⁹

F – статистика	1.343230	Эҳтимоллиги F(1,7)	0.2772
Кузатув*R-квадрат	4.026459	Эҳтимоллиги. чи-квадрат(1)	0.2586
Умумий квадрат йиғиндисини тушинтириш	2.072092	Эҳтимоллиги. чи-квадрат(2)	0.5576

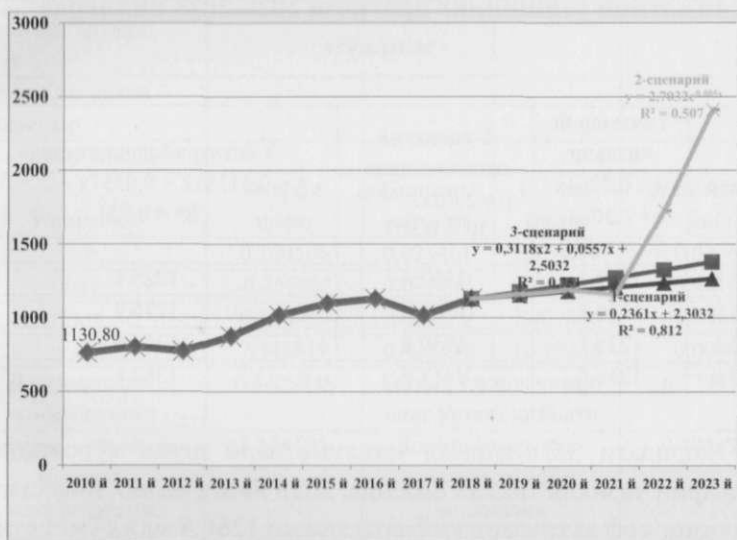
3.2.3-жадвалдаги маълумотлардан кўриниб турибдики, Бреуш-Паган-Годфри гетероскедастик натижаси келиб чиққан ҳолда қолдиқлар ўртасида гетероскедастик мавжуд эмас. Чунки, Чи-квадрат эҳтимоллиги даражаси 0.5576, яъни 0,10 дан катта бўлиб, нолинчи гипотеза шуни кўрсатади, қолдиқларнинг гетероскедастиклиги мавжуд эмас гипотезасини қабул қилади.

Яъни, тузилган модель қолдиқлари гомоскедастик тебранишга эга. Диагностика тестлари шуни англатадики, тузилган моделда қолдиқларда автокорреляция мавжуд бўлмаса, қолдиқларда тебраниши гомоскедастик бўлиши моделнинг прогноз қилиш имкониятини беради.

Хулоса қилиб айтадиган бўлсак, инвестиция фондининг умумий даромадлари суммаси 1 фоизга ўсиши соф активлари қийматининг ҳажмини 0,08 фоизга ўсишига, инвестиция фондининг кредиторлик қарздорлигининг 1 фоизга ўсиши эса, инвестиция фондининг соф активларининг қийматини 0,23 фоизга ўсишига олиб келади. Бироқ, инвестиция фондининг умумий харажатлари 1 фоизгаошиши эса, инвестиция фондининг соф активларининг қийматини 0,13 камайишига олиб келади. Бошқа омилларни (*ceteris paribus*) ҳисобгаолмаган ҳолда инвестиция фондининг кредиторлик қарздорлиги, умумий даромади ва умумий

⁸⁹“Даромад-плюс” инвестиция фонди маълумотлари асосида муаллиф томонидан тайёрланган.

харажатлари хажми биргаликда 1 фоизга ошса, соф активларининг қиймати 0,18 фоизга ўсишига олиб келади. Юқоридаги кўп омилли регрессион таҳлил орқали “Даромад-плюс” инвестиция фондининг соф активлари қиймати йиллар кесимида ўсишини инвестиция фондининг кредиторлик қарздорлиги, умумий даромадлари ва умумий харажатлари ҳажми боғлиқ ҳолда 3 тасценарий бўйича, яъни полиноминал, чизикли ва экспоненциал усуллардан фойдаланган прогнозини амалга оширамиз (3.2.1-расм):



3.2.1-расм. “Даромад-плюс” инвестиция фондининг соф активлари қиймати ўсишининг прогнози 2020–2023 йилларда⁹⁰, млрд.сўм

Тадқиқот доирасида мамлақтимиздаги “Даромад-плюс” инвестиция фондининг соф активлари ўсишига таъсир қилувчи омиллар асосида инвестиция фондининг кредиторлик қарздорлиги, умумий

⁹⁰“Даромад-плюс” инвестиция фонди маълумотлари асосида муаллиф томонидан тайёрланган.

даромад ва умумий харажатлари ўсиши таъсирини ва ўзаро боғлиқлигини таъсирланган ҳолда эконометрик усуллар орқали инвестиция фондининг соф активларининг ўсишини учта ҳолатда 2020-2023 йилларга мўлжалланган прогноз кўрсаткичлари аниқланди (3.2.4-жадвал).

3.2.4-жадвал

“Даромад-плюс” инвестиция фондининг соф активлари қийматини ўсишининг прогнози 2020-2023 йилларда⁹¹, млн.сўм

Йиллар	1-сценарий чизиқли $y = 0,2361x + 2,3032$ $R^2 = 0,812$	2-сценарий экспоненциал $y = 2,7032e^{0,005x}$ $R^2 = 0,507$	3-сценарий полиномиал $y = 0,3118x^2 + 0,0557x + 2,5032$ $R^2 = 0,751$
2020 й	1183,1	1192,4	1225,1
2021 й	1210,3	1161,0	1275,3
2022 й	1238,1	1730,8	1327,6
2023 й	1266,6	2413,6	1382,1

Юқоридаги 3.2.4-жадвал маълумотлари шуни кўрсатадики, 1-сценарий чизиқли таҳлил асосида, 2023 йилга келиб, инвестиция фондининг соф активлари қиймати ҳажми 1266,6 млн.сўмга етиши кутилмоқда. 2-сценарий экспоненциал таҳлилга асосан, “Даромад-плюс” инвестиция фондининг соф активлари қийматини ўсишининг таъсири доираси ўрганилганда 2023 йилга келиб, инвестиция фондининг соф активларининг қиймати 2413,6 млн.сўмга етиши кутилмоқда. 3-сценарий полиномиал таҳлилга кўра, 2023 йилга келиб, инвестиция фонди соф активлари қийматининг ҳажми 1382,1 млн.сўмга етиши кутилмоқда.

⁹¹ “Даромад-плюс” инвестиция фонди маълумотлари асосида муаллиф томонидан тайёрланган.

Мамлакатимиз капитал бозорида фаол бўлган инвестиция фондларидан бири ҳисобланган “Камалак” инвестиция фондининг соф активларига таъсир қиладиган омилларнинг регрессион модель асосида таҳлили қуйидаги жадвалда ўз аксини топган (3.2.5-жадвал):

3.2.5-жадвал

“Камалак” инвестиция фонди соф активларига таъсир этувчи омилларнинг кўчи омилли регрессион таҳлил натижалари⁹²

Боғлиқ ўзгаришчи: <i>lnnav</i>				
Метод: <i>Эн</i> кичик квадратлар				
Кузатувлар сони: 37				
Ўзгаришчи	Коэффициент	Стандарт хатолик	t – статистик	Эҳтимолиги (P – қиймат)
<i>lntr</i>	0.160506	0.025461	2.376418	0.0236
<i>lnre</i>	-0.259665	0.075497	-3.439412	0.0016
<i>lnrd</i>	0.190939	0.064130	2.977390	0.0055
C	7.142819	0.425331	16.79355	0.0000
Детерминация коэффициенти	0.8429948	Боғлиқ ўзгаришчиларнинг ўртача қиймати		6.774552
Тўғрилланган детерминация коэффициенти	8.376505	Боғлиқ ўзгаришчиларнинг стандарт четланиши		0.195438
Регрессиянинг стандарт хатолиги	0.154321	Акайкенинг мезони		0.795125
Қолдиқларни квадрат йиғиндиси	0.762078	Шварц мезони		0.619179
Максимал ўхшашлик функциясининг қиймати	18.31226	Ханнан-Куинн мезони		0.733715
F – статистикаси	8.045060	Дарбин-Уотсон статистикаси		2.162817
Эҳтимолиги (F – статистикаси)	0.000391			

⁹²“Камалак” инвестиция фонди маълумотлари асосида муаллиф томонидан тайёрланган.

Юқоридаги келтирилган ҳисоб-китоблар бўйича куйидаги кўп омилли регрессион модел шаклланди:

$$\ln\widehat{nav}=7.142819+0.190939\ln cd+0.160506\ln tr-0.259665\ln te+\varepsilon$$

3.2.5-жадвалдаги маълумотларни регрессион таҳлили шуни кўрсатадики, “Камалак” инвестиция фондининг тўғирланган детерминация коэффиценти қанчалик бирга яқин бўлса, мустақил ўзгарувчи ҳисобланган кредиторлик қарздорлик (cd), инвестиция фондининг умумий даромадлари (tr) ва инвестиция фондининг умумий харажатлари (te) боғлиқ ўзгарувчи инвестиция фондининг соф активларини ўзгаришини таъсирини асослаб беради. Хусусан, шаклланган моделда тўғирланган детерминация коэффиценти шуни кўрсатадики, инвестиция фондининг соф активларига (nav) ни 84,23 фоиз моделда шакллантирилган омил ҳисобланган кредиторлик қарздорлик (cd), инвестиция фондининг умумий даромадлари (tr) ва инвестиция фондининг умумий харажатлар (te) боғлиқдир. Қолган 15,77 фоиз эса ҳисобга олинмаган бошқа омилларга боғлиқ ҳисобланади. Инвестиция фондининг соф активлари (nav) га таъсир қилувчи омиллар ҳисобланган кредиторлик қарздорлик (cd), инвестиция фондининг умумий даромадлари (tr) ва инвестиция фондининг умумий харажатлари (te) таъсири даражасини коэффицентлари 5 фоизлик муҳимлик даражасида аниқланди. Бундан ташқари, тузилган регрессион моделда Фишернинг F-статистикаси Р-қийматининг эҳтимоллиги 0,05 дан кичик бўлиб, ўзгармас ва мустақил ўзгарувчи омилнинг боғлиқ ўзгарувчи ҳисобланган инвестиция фондининг соф активлари (nav) ўзгаришига таъсир қилишини кўрсатади. Тузилган моделнинг прогноз қилишини аниқлаш учун диагностика таҳлилинини амалга оширамыз. Биринчи навбатда, тузилган моделда қолдиқларда автокорреляция муаммоси мавжудлигини текширамыз. Қолдиқларнинг автокорреляцияси Бреуш-Годфри тести орқали аниқланади (3.2.6-жадвал).

Бреуш-Годфри автокорреляцияси тести натижаси⁹³

F-статистика	13.92619	Эҳтимоллиги F(2,4)	0.0001
Кузатов*R-квадрат	17.33180	Эҳтимолиги. чи-квадрат(2)	0.0002

3.2.6-жадвалдаги диагностика тести ҳисобланган Бреуш-Годфри тести натижасидан келиб чиққан ҳолда қолдиқлар ўртасида автокорреляция мавжуд эмас. Чунки, Чи-квадрат эҳтимоллиги даражаси 0,10 дан кичик бўлиб, нолинчигипотеза шуни кўрсатадики, қолдиқларнинг автокорреляцияси мавжуд гипотезасини қабул қилади. Бундан хулоса қилиб шуни айтиш мумкинки, тўпланган маълумотлар ҳисобланган инвестиция фондининг соф активлари қиймати, кредиторлик қарздорлиги, умумий даромад ва умумий харажатлари қолдиқлари ўртасида автокорреляция мавжуд ҳисобланади. Диагностика тести шуни кўрсатадики, шакллантирилган эконометрик модель қисқа муддатли прогноз қила олишини кўрсатади. Бреуш-Годфри автокорреляция тестидан кейин қолдиқларнинг гетероскедастик тестини амалга оширамиз. Гетероскедастик тести Бреуш-Паган-Годфри тести орқали аниқланади (3.2.7-жадвал).

Бреуш-Паган-Годфри гетероскедастик тест натижаси⁹⁴

F – статистика	0.414385	Эҳтимоллиги F(1,7)	0.7438
Кузатов*R – квадрат	1.346250	Эҳтимолиги. чи-квадрат (1)	0.7182
Умумий квадрат йиғиндисини тушинтириш	1.240377	Эҳтимолиги. чи-квадрат (2)	0.7433

3.2.7-жадвалдаги маълумотлардан кўришиб турибдики, Бреуш-Паган-Годфри гетероскедастик натижаси келиб чиққан ҳолда

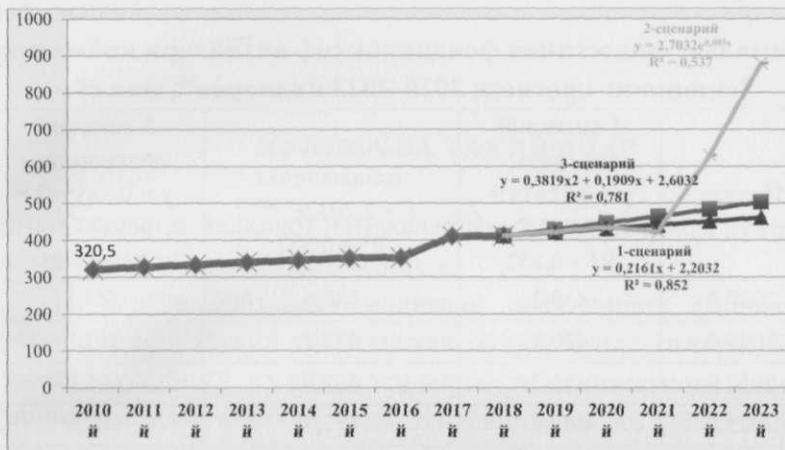
⁹³“Камалак” инвестиция фонди маълумотлари асосида муаллиф томонидан тайёрланган.

⁹⁴“Камалак” инвестиция фонди маълумотлари асосида муаллиф томонидан тайёрланган.

қолдиклар ўртасида гетероскедастик мавжуд эмас. Чунки, Чи-квадрат эхтимоллиги даражаси 0.7433, яъни 0,10 дан катта бўлиб, нолинчи гипотеза шуни кўрсатадики, қолдикларнинг гетероскедастик мавжуд эмас гипотезасини қабул қилади. Яъни, тузилган модель қолдиклари гомоскедастик тебранишга эга.

Диагностика тестлари шуни англатадики, тузилган моделда қолдикларда автокорреляция мавжуд бўлмаса, қолдикларда тебраниши гомоскедастик бўлиши, моделнинг прогноз қилиш имкониятини беради.

Хулоса қилиб айтадиган бўлсак, “Камалак” инвестиция фондининг умумий даромадларининг суммаси 1 фоизга ўсиши соф активлар қийматининг ҳажмини 0,16 фоизга ўсишига, инвестиция фондининг кредиторлик қарздорлигининг 1 фоизга ўсиши эса, инвестиция фондининг соф активларининг қийматини 0,19 фоизга ўсишига олиб келади. Бироқ, инвестиция фондининг умумий харажатларини 1 фоизга ошиши эса, инвестиция фондининг соф активларини қийматини 0,25 камайишига олиб келади. Бошқа омилларни (*ceteris paribus*) ҳисобга олмаган ҳолда инвестиция фондининг кредиторлик қарздорлиги, умумий даромади ва умумий харажатлари ҳажми биргаликда 1 фоизга ошса, соф активларининг қийматини 0,10 фоизга ўсишига олиб келади. Юқоридаги кўп омилли регрессион таҳлилорқали “Даромад-плюс” инвестиция фондининг соф активлари қиймати йиллар кесимида ўсишини инвестиция фондининг кредиторлик қарздорлиги, умумий даромади ва умумий харажатлари ҳажми билан боғлиқ ҳолда, 3 хил сценарий орқали, яъни чизиқли, полиноминал ва экспоненциал усуллардан фойдаланган прогнозини амалга оширамиз (3.2.2-расм):



3.2.2-расм. “Камалак” инвестиция фондининг соф активлари қиймати ўсишининг прогнози 2020-2023 йилларда⁹⁵, млн.сўм

Тадқиқот доирасида мамлақтимиздаги “Камалак” инвестиция фондининг соф активлари ўсишига таъсир қилувчи омиллар асосида инвестиция фондининг кредиторлик қарздорлиги, умумий даромад ва умумий харажатларининг ўсиши таъсирини ва ўзаро боғлиқлигигаасосланган ҳолда эконометрик усуллар орқали инвестиция фондининг соф активларининг ўсишини учта ҳолатда 2020–2023 йилларга мўлжалланган прогноз кўрсаткичлари аниқланди (3.2.8-жадвал):

⁹⁵ “Камалак” инвестиция фонди маълумотлари асосида муаллиф томонидан тайёрланган.

“Камалак” инвестиция фондининг соф активлари қийматини ўсишининг прогнози 2020–2023 йилларда⁹⁶, млн.сўм

Йиллар	1-сценарий чизикли $y = 0,2161x + 2,2032$ $R^2 = 0,852$	2-сценарий экспоненциал $y = 2,7032e^{0,005x}$ $R^2 = 0,537$	3-сценарий полиномиал $y = 0,3819x^2 + 0,1909x - 2,6032$ $R^2 = 0,781$
2020 й	430,2	433,6	445,5
2021 й	440,1	422,2	463,8
2022 й	450,2	629,4	482,8
2023 й	460,6	877,7	502,6

Юқоридаги жадвал маълумотлари шуни кўрсатадики, 1-сценарий чизикли таҳлил асосида, 2023 йилга келиб, инвестиция фондининг соф активлари қиймати ҳажми 460,6 млн.сўмга етиши кутилмоқда. 2-сценарий экспоненциал таҳлилга асосан, “Камалак” инвестиция фондининг соф активлари қийматини ўсишининг таъсир доираси ўрганилганда 2023 йилга келиб, инвестиция фондининг соф активлари қиймати 877,7 млн.сўмга етиши кутилмоқда. 3-сценарий полиномиал таҳлилга кўра 2023 йилга келиб, инвестиция фонди соф активлари қиймати ҳажми 502,6 млн.сўмга етиши кутилмоқда.

⁹⁶ “Камалак” инвестиция фонди маълумотлари асосида муаллиф томонидан тайёрланган.

ХУЛОСА ВА ТАКЛИФЛАР

Ўтказилган тадқиқот натижаларига асосланган ҳолда қуйидаги илмий-амалий хулосаларга келинди:

1. Сўнги пайтларда молиявий воситачилик фаолиятида рақобат янада кескин тус олаётган бўлиб, бунда тижорат банкларининг салмоғи пасайиш тенденциясига, инвестиция фондларининг салмоғи, аксинча, ўсиш тенденциясига эга бўлаётганлиги инвестиция фондларининг молия бозори барқарорлигини ошириш, хусусий инвесторлар учун хавф-хатарни камайтириш, инвестиция маблағлари ўсишини таъминлаш, қўйилма қилувчилар даромадларини ошириш, инвестиция қўйилмаларининг янги шакллариغا нисбатан талабни оширишга хизмат қилиши билан белгиланади.

2. “Камалак” ва “Даромад-плюс” акциядорлик жамиятларининг соф активлари ва унга таъсир қилувчи омилларининг динамик қаторлар маълумотларини барқарорлик (Augmented Dickey-Fuller (ADF) тестига текширилганда “Камалак” инвестиция фондининг соф активлари маълумотлари нолиничи айирмада ва дебиторлик қарздорлиги маълумотлари ҳам нолиничи айирмада барқарор. Қолган кўрсаткичлар ҳисобланган умумий даромадлар, кредиторлик қарздорлик ва умумий харажатлар маълумотлари биринчи айирмада барқарор ҳисобланади. “Даромад-плюс” инвестиция фондининг эса, умумий даромадлари ва умумий харажатлари маълумотлари нолиничи айирмада барқарордир. Соф активлар, кредиторлик қарздорлик ва дебиторлик кўрсаткичлари маълумотлари тренд асосида биринчи айирмада барқарор ҳисобланади.

3. “Камалак” инвестиция фондининг соф активлари қиймати билан дебиторлик қарздорлиги ва кредиторлик қарздорлиги узоқ муддатли боғланишни кўрсатди. Бирок, соф активлари қиймати

билан дебиторлик қарздорлиги, кредиторлик қарздорлиги, умумий даромад ва умумий харажатлари қисқа муддатли боғланишни ифода этди. “Даромад-плюс” инвестиция фондининг эса, соф активлар қиймати билан дебиторлик қарздорлиги, кредиторлик қарздорлик, умумий даромад ва умумий харажатлар узок муддатли боғланишга эга. Соф активлар қиймати билан дебиторлик қарздорлиги орасида қисқа муддатли боғланиш мавжуд. Коинтеграцион таҳлил шуни кўрсатадики, иккита инвестиция фондининг соф активлар қийматига узок ва қисқа муддатли боғланишга эга бўлган кўрсаткич дебитор қарздорликдир.

4. Авторгрессив тақсимланган лаг (ARDL) эконометрик таҳлил натижаси “Камалак” инвестиция фондининг соф активлар қийматига таъсир қилувчи умумий даромадлари ва харажатлари қарздорлиги ўзгарувчи қисқа муддатли боғланишга эга бўлиб, умумий даромади бир фоизга ошса, соф активлар қиймати 0.03 фоизга ортишига олиб келади. Умумий харажатлари бир фоизга ортса, соф активлар қиймати 0.24 фоизгаошади. Бирок, умумий даромадлар ва харажатлар бир фоизга ошса, соф активларнинг қиймати 0.27 фоизга ошишига олиб келади.

5. “Даромад-плюс” инвестиция фондида умумий даромадлари бир фоизгаошса, соф активлар қиймати 0.02 фоизгаортишигаолиб келади. Умумий харажатлари бир фоизгаортса, соф активлар қиймати 0.12 фоизгаошади. Кредиторлик қарздорлиги бир фоизгаошиши, соф активлар 0,52 фоизгаошишигаолиб келади. Бирок, умумий даромадалар ва харажатлар ҳамда кредиторлик қарздорлиги бир фоизгаошса, соф активларнинг қиймати 0.66 фоизга ошишигаолиб келади.

6. Инвестиция фондларининг узок ва қисқа муддатли боғланишлар коэффиценти ўртасида ўзгаришлар мавжуд. Хусусан, “Камалак” инвестиция фондининг соф активлардаги узок муддатли таъсир қилувчи омиллар инвестиция фондининг кредиторлик қарздорлиги, умумий даромад ва харажатлари ҳисобланади.

“Даромад-плюс” инвестиция фондида эса, фақатгина кредиторлик қарздорлиги узоқ муддат соф активлар қийматига таъсир қилади. Бундан шундай хулоса қилиш мумкинки, мамлакатимиздаги инвестиция фондлари соф активларининг қийматини ўзгаришига ушбу фондларнинг кредиторлик қарздорлиги узоқ муддат тсбранишига таъсир қилади.

ФОЙДАЛАНИЛГАН АДАБИЁТЛАР РЎЙХАТИ

I. Норматив-ҳуқуқий ҳужжатлар ва методологик аҳамиятга молик нашрлар

1. Ўзбекистон Республикасининг Фуқаролик кодекси. – Тошкент: Адолат, 2007. – 520 б.

2. Ўзбекистон Республикасининг 1996 йил 24 апрелдаги “Акциядорлик жамиятлари ва акциядорларнинг ҳуқуқларини ҳимоя қилиш тўғрисида”ги Қонуни.

3. Ўзбекистон Республикасининг 2015 йил 29 июндаги ЎРҚ-392-сон “Инвестиция ва пай фондлари тўғрисида”ги Қонуни.

4. Ўзбекистон Республикасининг 2019 йил 25 декабрдаги “Қимматли қоғозлар бозори тўғрисида (янги таҳрири)”ги Қонуни.

5. Ўзбекистон Республикаси Президентининг “Ўзбекистон иқтисодиётида ҳусусий тармоқнинг улуши ва аҳамиятини мувофиқ ошириш чора-тадбирлари тўғрисидаги” ПФ -3202-сонли Фармони 2003 йил 24 январь // Халқ сўзи, 25.01.2003 й.

6. Ўзбекистон Республикаси Президентининг “Иқтисодиётнинг реал сектори корхоналарининг молиявий барқарорлигини янада ошириш чора-тадбирлари тўғрисидаги” № 4053-сонли Фармони 18.11.2008й. // Халқ сўзи, 19.11.2008 й.

7. Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2015 йил 24 апрелдаги ПФ-4720-сон «Акциядорлик жамиятларида замонавий корпоратив бошқарув услубларини жорий этиш чора-тадбирлари тўғрисида»ги фармони.

8. Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2019 йил 14 январдаги ПФ-5630-сон «Давлат активларини бошқариш, монополияга қарши курашишни тартибга солиш тизимини ва капитал бозорини тубдан такомиллаштириш чора-тадбирлари тўғрисида»ги фармони.

9. Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2017 йил 7

февралдаги ПФ-4947-сон «Ўзбекистон Республикасини янада ривожлантириш бўйича Ҳаракатлар стратегияси тўғрисида»ги фармони.

10. Ўзбекистон Республикаси Президентининг Олий Мажлисга Мурожаатномаси. 24 январь 2020 йил.

11. Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2020 йил 2 мартдаги ПФ-5953-сон 2017–2021 йилларда Ўзбекистон Республикасини янада ривожлантириш бўйича Ҳаракатлар стратегиясини «Илм, маърифат ва ракамли иқтисодиётни ривожлантириш йили»да амалга ошириш бўйича давлат дастури тўғрисидаги Фармони.

12. Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2019 йил 24 январдаги ПК-4127-сон «Ўзбекистон Республикаси капитал бозорини ривожлантириш агентлиги фаолиятини ташкил этиш тўғрисида»ги Қарори.

II. Монография, илмий мақола, патент, илмий тўпламлар

13. Мирзиёев Ш.М. Миллий тараққиёт йўлимизни қатъият билан давом эттириб, янги босқичга кўтарамиз. - Тошкент: Ўзбекистон, 2017. - 592 б.

14. Мирзиёев Ш.М. Танқидий таҳлил, қатъий тартиб-интизом ва шахсий жавобгарлик ҳар бир раҳбар фаолиятининг кундалиқ қондаси бўлиши керак. Тошкент: Ўзбекистон, 2017. - 104 б.

15. Гитман Л. Дж., Джонк М.Д. Основы инвестирования / Пер. с англ. – М.: Дело, 1997. 1008 с.

16. Шарп У. Ф., Александер Г.Ж., Бэйли Ж.В. Инвестиции / Пер. с англ. – М.: ИНФА-М, 2007. – 1028 с.

17. Fama, Eugene F. and French, Kenneth R., The Equity Premium. Journal of Finance, Vol. 57, pp. 637-659, 2002.

18. Markowitz, H.M. (March 1952). "Portfolio Selection". The Journal of Finance. 7 (1): 77–91.

19. Абрамов А. Инвестиционные фонды: Доходность и риски,

стратегии управления портфелем, объекты инвестирования в России. М.: Альпина Бизнес Букс, 2005. – 416 с.

20. Антипов А. Паевые инвестиционные фонды // Финансы. – 1999. № 1. – С. 59-60.

21. Карнаухова Н.П. Политика Европейского Союза в сфере регулирования деятельности суверенных фондов благосостояния // Международная экономика. – 2011. – № 5. – С. 43-50.

22. Котиков В. Хедж-фонды: Игра на рынке по новым правилам. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2006. – 184 с.; Миловидов В.Д. Управление инвестиционными фондами. – М.: Анкил, 1997. – 184 с.

23. Макачук З. Инвестиционные фонды в России и США: Анализ законодательства и практики правового регулирования. – М.: Экон-информ, 2002. – 153 с.

24. Мусаев Э.А. Взаимные фонды – предпосылки успеха и организации в России. – СПб: Изд-во «Иванов и Лещинский», 1994.– 128 с.

25. Булатова Е.Б. Анализ суверенных фондов благосостояния и вероятные эффекты их функционирования // Вопросы статистики. – 2010. – № 8. – С. 57-63.

26. Вахабов А. В., Худякова Н. К. Международные валютно-кредитные и финансовые отношения. Ч. 1. – Т.: Университет, 2003. – 276 с.

27. Хамидулин М.Б. Развитие финансового механизма корпоративного управления: автореф. дис...док. экон. наук. – Т., 2011. 40 с.

28. Абдуллаев И.С. Минтақавий иқтисодий тизимни оптимал тартибга солишнинг механизмлари ва такомиллаштириш. Иқтисодиёт фанлари доктори (DSc) диссертацияси автореферати. – Т.: 2017. – 66 б.

29. Султонбаева М.Б. Ўзбекистонда инвестиция фондларини ривожлантиришни концептуал жиҳатлари. Иқтисодиёт фанлари

доктори (DSc) диссертацияси автореферати. БМА.-Т.: 2017.-64 б.

30. Ачилов М. Ф., Алиев М. Г., Котов В. А. и др. Рынок капитала Узбекистана: вчера, сегодня и завтра. – Т.: Молия, 2002. – 268 с.

31. Бутиков И. Рынок ценных бумаг Узбекистана: проблемы формирования и развития. – Т.: KONSAUDITINFORM-NASHR, 2008. – 224 с.

32. Шохазамий Ш. Финансовый рынок и ценные бумаги. Книга I: Учебник. – Т.: Iqtisod-moliya, 2005. – 725 с.

33. Хусанов Н. Д. Повышение эффективности привлечения инвестиций в национальную экономику через рынки ценных бумаг: автореф. дис...кан. экон. наук. – Т., 2000. – 22 с.

34. Муминов С. Ф. Интеграция Узбекистана в международный фондовый рынок: экономико-правовые аспекты: автореф. дис...канд. экон. наук. – Т., 2004.

35. Султанов М.А. Ўзбекистонда инвестиция фондларини ривожлантириш истиқболлари. Иқ.фан.бўйича фалсафа доктори (PhD) илмий даражасини олиш учун дис. автореф. – Т.: 2018. -26 б.

36. Рубин Ю.Б., Солдаткин В.И. Инвестиционно-финансовый портфель. –М.: «Соминтэк», 1993. -с. 541.

37. Шакил Фаруки. Англо-русский/Русско-английский Словарь банковских и финансовых терминов. Институт Экономического Развития при Всемирном банке, Государственная Финансовая Академия. Издано в США, 1993.

38. Казак А.Ю. Финансы и кредит. Уч.для вузов. Екатеринбург,1994.с.468.

39. Петраков Н.Я. Инвестиционно-финансовый портфель. -М.: “Соминтэк”, 1993. 538-б.

40. Галапов В.А.Рынок ценных бумаг. -М.: “Финансы и статистика”, 1999. -124-б.

41. Абрамов А.Е. Инвестиционные фонды: Доходность и риски, стратегии управления портфелем, объекты инвестирования

в России. - М.: Альпина Бизнес Букс, 2005. - с. 56.

42. Абрамов Е.А. Институциональные инвесторы в мире: особенности в деятельности и политика развития. В 2 кн. Кн.1. - М.: Дело, 2014. - с.63-76.

43. Гьюлз Р., Брэдли Э., Гьюлз Т. Фондовый рынок. -6-изд.: Пер.с англ. -М.:ИНФРА-М, 2000. -с.474-475.

44. Алиев А.Р. Рынок ценных бумаг в России. Учебное пособие. -М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2017. -с.103.

45. Экономика инвестиционных фондов: монография / А.Е. Абрамов, К.С. Акшеницева, М.И. Чернова, Д.А. Логинова, Д.В. Новиков, А.Д. Радыгин, Ю. В. Сивай; под общ. ред. А.Д. Радыгина. — М.: Издательский дом «Дело» РАНХиГС, 2015. —С.18.

46. Аскинадзи В.М. Коллективные и венчурные инвестиции. Учеб.пос. -М.: Изд.центр. ЕАОИ, 2011. -с.46.

47. Бутиков И.Л. Қимматли қоғозлар бозори. Дарслик. - Т.: Консаудитинформ, 2011. 202- б.

48. Shoxa'zamiy Sh.Sh. Moliya bozori va qimmatli qog'ozlar. /Darslik.-Т.: «Fan va texnologiya», 2012.-7-б.

49. Султонбоева М.Б. Ўзбекистон Республикасида инвестиция фондларини ривожлантиришда хориж тажрибасидан фойдаланиш. И.ф.н илмий даражаси олиш учун диссертация автореферати. -Т.: 2012.-8-б.

50. Султонбоева М.Б. Ўзбекистонда инвестиция фондларини ривожлантиришнинг концептуал жиҳатлари. Ик.фан.док. (DSc) дисс. автор. -Тошкент: 2018. -б.14-15.

51. Алмардонов Э.Д., Султонбоева М.Б., Абдувалиев С.А. Глобал молиявий-иктисодий инқироз шароитида молия бозори барқарорлигини таъминлаш: назарий-концептуал ва амалий жиҳатлар. -Т.: «Академнашра», 2012.-47-б.

52. Кудряшов В. Суверенные фонды – новый тип институциональных инвесторов // Vozor, pul va kredit. -2010. №6. - с.22-25.

53. Dickey, D. and W. Fuller (1979). "Distribution of the Estimators for Autoregressive Time Series with a Unit Root," *Journal of the American Statistical Association*, 74, 427-431.

54. Phillips, P.C.B. and P. Perron (1988). "Testing for Unit Roots in Time Series Regression," *Biometrika*, 75, 335-346.

55. Kwiatkowski, D., P.C.B. Phillips, P. Schmidt and Y. Shin (1992). "Testing the Null Hypothesis of Stationarity Against the Alternative of a Unit Root," *Journal of Econometrics*, 54, 159-178.

56. Hamilton, J. (1994). *Time Series Analysis*. Princeton University Press, New Jersey.

57. Hatanaka, T. (1995). *Time-Series-Based Econometrics: Unit Roots and Co-Integration*. Oxford University Press, Oxford.

58. Fuller, W. (1996). *Introduction to Statistical Time Series*, Second Edition. John Wiley, New York.

59. David A. Dickey and Wayne A. Fuller (1979). *Journal of the American Statistical Association* Vol. 74, No. 366 pp. 427-431.

60. Box, George; Jenkins, Gwilym (1970). *Time Series Analysis: Forecasting and Control*. San Francisco: Holden-Day.

61. Dickey, D. A.; Fuller, W. A. (1979). "Distribution of the Estimators for Autoregressive Time Series with a Unit Root". *Journal of the American Statistical Association*. 74 (366): 427-431.

62. Engle, R., and C. Granger (1987): "Co-Integration and Error Correction: Representation, Estimation and Testing," *Econometrica*, 55, 251-276.

63. Maddala G.C., In-Moo Kim (1998) *Unit Roots, Cointegration, and Structural Change*, Cambridge University Press, Cambridge.

64. Stock, J. H. & Watson, M. W. (1988) Testing for common trends, *Journal of the American Statistical Association*, 83, pp. 1097-1107.

65. Johansen, S. (1988), "Statistical Analysis of Cointegration Vectors", *Journal of Economic Dynamics and Control* 12, 231-254.

66. Johansen, S. (1995), *Likelihood-based Inference in*

Cointegrated Vector Autoregressive Models, Oxford University Press, Oxford.

67. Johansen, S. (1991). Estimation and Hypothesis Testing of Cointegrating Vectors in Gaussian Vector Autoregressive Models. *Econometrica*, Vol. 59, pp. 1551–1580.

68. Chris Brooks (2008). *Introductory Econometrics for Finance*, Cambridge University Press, Cambridge.

69. M.H. Pesaran, R.J. Smith, and Y. Shin, Testing for the Existence of a long run Relationship, DAE Working paper No.9622, Department of Applied Economics, University of Cambridge, (1996)

70. S. Johansen and K. Juselius, Maximum Likelihood Estimation and Inference on Cointegration-With Applications to the Demand for Money. *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 52(2), (1990), 169-210.

71. M.H. Pesaran, R.J. Smith and Y. Shin, Bounds Testing Approaches to the Analysis of Level Relationships, *Journal of Applied Econometrics*, 16, (2001), 289-326.

III. Фойдаланилган бошқа адабиётлар

72. ae.abramov@mail.ru

73. <http://www.swfinstitute.org/statistics-research>.

74. <http://www.pif-news.ru/article/1572>.

75. <http://www.swfinstitute.org/swfs/kazakhstan-national-fund/>.

76. 2018 Investment Company Factbook. (www.icifactbook.org).

77. “Даромад-плюс” инвестиция фонди йиллик ҳисобот маълумотлари.

78. “Камалак” инвестиция фонди йиллик ҳисобот маълумотлари.

МУНДАРИЖА

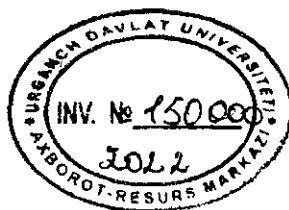
КИРИШ	3
I боб. ИНВЕСТИЦИЯ ФОНДЛАРИ РИВОЖЛАНИШИНИНГ ИЛМИЙ-НАЗАРИЙ АСОСЛАРИ	
1.1. Инвестиция фондларининг моҳияти ва уларнинг ўзига хос хусусиятлари.....	6
1.2. Ўзбекистонда инвестиция фондлари ривожланишининг иқтисодий-ҳуқуқий асослари.....	19
1.3. Инвестиция фондлари соф активларидан самарали фойдаланишда хориж тажрибаси.....	35
II боб. ИНВЕСТИЦИЯ ФОНДЛАРИНИНГ СОФ АКТИВЛАРИ ВА УНГА ТАЪСИР ЭТУВЧИ ОМИЛЛАР ОРАСИДАГИ БОҒЛАНИШЛАРНИНГ ЭКОНОМЕТРИК ТАҲЛИЛИ	
2.1. Ривожланган хорижий мамлакатларда инвестиция фондларининг соф активлари самарадорлигини баҳолаш.....	48
2.2. Инвестиция фондларининг соф активлари ва уларга таъсир этувчи омилларни барқарорлик тести (Augmented Dickey-Fuller (ADF)га текшириш услубияти.....	60
2.3. Инвестиция фондларининг соф активларига таъсир этувчи омилларни киска ва узок муддатда боғланиш даражасини тест ёрдамида баҳолаш.....	73
III боб. ЎЗБЕКИСТОН РЕСПУБЛИКАСИ ИНВЕСТИЦИЯ ФОНДЛАРИНИНГ СОФ АКТИВЛАРИДАН САМАРАЛИ ФОЙДАЛАНИШНИ ЭКОНОМЕТРИК МОДЕЛЛАШТИРИШ	
3.1. Авторгрессив тақсимланган лаг (ARDL estimation) ёрдамида инвестиция фондларининг соф активларига таъсир этувчи омилларни моделлаштириш.....	93
3.2. Ўзбекистонда инвестиция фондларининг соф активларига таъсир этувчи омилларнинг кўп омилли эконометрик моделини тузиш ва баҳолаш.....	110
Хулоса ва таклифлар	125
Фойдаланилган адабиётлар рўйхати	128

ХАМРАЕВ ҚУВВАТ ИСКАНДАРОВИЧ

**ЎЗБЕКИСТОН РЕСПУБЛИКАСИ
ИНВЕСТИЦИЯ ФОНДЛАРИНИНГ СОФ
АКТИВЛАРИДАН САМАРАЛИ
ФЙДАЛАНИШНИ ЭКОНОМЕТРИК
МОДЕЛЛАШТИРИШ
(МОНОГРАФИЯ)**

Тошкент – «Innovatsion rivojlanish nashriyot-matbaa uyi» – 2022

**Мухаррир: С.Алимбасва
Тех. мухаррир: М.Турсунов
Мусаввир: А.Шушунов
Мусаххиха: Л.Ибрагимов
Компьютерда
саҳифаловчи: М.Зойирова**



**E-mail: nashr2019@inbox.ru Тел: +99899920-90-35
Nashr.lits. 3226-275f-3128-7d30-5c28-4094-7907, 08.10.2020.**

Босишга руҳсат этилди 15.03.2022.

Бичими 60x84 1/16. «Times Uz» гарнитураси.

Офсет усулида босилди.

Шартли босма табағи 9,0 . Нашр босма табағи 8,5.

Тиражи 100. Буюртма № 16

**«Innovatsion rivojlanish nashriyot-matbaa uyi»
босмахонасида чоп этилди.**

100174, Тошкент ш., Олмазор тумани Университет кўчаси, 7-уй.



ISBN 978-9943-7687-6-5

