



СУВЕРЕН ФОНДЛАР ФАОЛИЯТИ САМАРАДОРЛИГИНИ БАҲОЛАШ УСУЛЛАРИ

Профессор **Жуманиязов Иномжон Тураевич**
Тошкент давлат иқтисодиёт университети
ORCID: 0000-0003-0622-6601
inomjonscience@gmail.com

Аннотация. Ушбу мақолада суверен фондлар фаолият самарадорлигини баҳолаш усуллари ўрганилган. Шунингдек, ҳар бир таклиф этилган мезон таркибида у ёки бу мезоннинг бажарилиш даражасини объектив баҳолайдиган комплекс кўрсаткичлар ўрганилган ва таҳлил қилинган. Суверен фондлар фаолияти, улар томонидан молиялаштириладиган инвестиция лойиҳалар самарадорлигини баҳолаш кўрсаткичлари таҳлил этилган ва баҳолаш мезонлари тақдим этилган.

Калит сўзлар: суверен фонд, барқарорлаштириш фонди, тараққиёт фонди, жамғарма фонди, пенсия захира фонди, самарадорлик, натижадорлик, инвестициялар, иқтисодий самарадорлик, инвестиция лойиҳалари, дисконт ставка, соф жорий қиймат.

МЕТОДЫ ОЦЕНКИ ЭФФЕКТИВНОСТИ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ СУВЕРЕННЫХ ФОНДОВ

Профессор **Жуманиязов Иномжон Тураевич**
Ташкентский государственный экономический университет

Аннотация. В данной статье изучены методы оценки эффективности деятельности суверенных фондов. Также были исследованы и проанализированы комплексные показатели, объективно оценивающие степень выполнения того или иного критерия в составе каждого предложенного критерия. Рассмотрены показатели оценки эффективности деятельности суверенных фондов и инвестиционных проектов, финансируемых ими, а также представлены критерии оценки.

Ключевые слова: суверенный фонд, стабилизационный фонд, фонд развития, накопительный фонд, пенсионный резервный фонд, эффективность, результативность, инвестиции, экономическая эффективность, инвестиционные проекты, дисконтная ставка, чистая приведенная стоимость.

METHODS FOR EVALUATING THE EFFECTIVENESS OF SOVEREIGN WEALTH FUNDS

Professor **Jumaniyazov Inomjon Turayevich**
Tashkent State University of Economics

Abstract. This article examines methods for evaluating the performance of sovereign funds. Comprehensive indicators that objectively assess the degree of compliance with various proposed criteria are also studied and analyzed. The evaluation indicators for the performance of sovereign funds and the investment projects financed by them are reviewed, and assessment criteria are presented.

Keywords: sovereign fund, stabilization fund, development fund, accumulation fund, pension reserve fund, efficiency, effectiveness, investments, economic efficiency, investment projects, discount rate, net present value.

Кириш.

Халқаро амалиётда йирик инфратузилма лойиҳаларини амалга ошириш, замонавий юқори технологияли ишлаб чиқариш объектларини барпо этиш мақсадида иқтисодий жадал ривожлантириш, чет эл инвестицияларини фаол жалб қилиш борасида суверен фондлар ўз маблағлари билан инвестицион ва инновацион жараёнларни фаоллаштирувчи кучга айланган.

Мамлакатда йирик инфратузилма лойиҳаларини амалга ошириш, замонавий юқори технологияли ишлаб чиқариш объектларини барпо этиш мақсадида иқтисодий жадал ривожлантириш, чет эл инвестицияларини фаол жалб қилиш борасида суверен фондлар ўз маблағлари билан инвестицион ва инновацион жараёнларни фаоллаштирувчи кучга айланмоқда.

Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2006 йил 11 майда 3751-сонли қарори билан иқтисодийнинг етакчи, энг аввало базавий тармоқларини модернизациялаш ва техникавий қайта қуроллантириш бўйича лойиҳаларнинг амалга оширилишини таъминлаш, шунингдек мамлакатни муттасил, барқарор ва мутаносиб равишда ижтимоий-иқтисодий ривожлантиришга эришиш ҳамда самарали таркибий ва инвестициявий сиёсатни амалга ошириш мақсадида Ўзбекистон Республикаси Тикланиш ва тараққиёт жамғармасининг ташкил этилиши иқтисодийга киритилган инвестицияларни кўпайишига ва мамлакатнинг инновацион тараққиётга ўзининг катта ҳиссасини қўшиб келмоқда. Жамғарма устав капиталини 2020 йилда 25 млрд. АҚШ долларига етказиш белгиланган эди амалда шу йили 19,14 млрд. АҚШ долларини ташкил этди. 2024 йил якунида жамғарма маблағлари 16,7 млрд АҚШ долларини ташкил этиши кутилмоқда. Бугунги кунда жаҳондаги энг йирик суверен фондларининг активлари қарийб 1,4 трлн. АҚШ долларига етади², шунингдек улар бир мамлакатда бир эмас, бир нечтани ташкил этиши ва давлат маблағлари қадрини йўқотмаслиги учун жаҳон бозорида бир қатор инвестицион операцияларни амалга ошириши мумкин.

Иқтисодийнинг етакчи, энг аввало базавий тармоқларини модернизациялаш ва техникавий қайта қуроллантириш бўйича лойиҳаларнинг амалга оширилишини таъминлаш, шунингдек мамлакатни муттасил, барқарор ва мутаносиб равишда ижтимоий-иқтисодий ривожлантиришга эришиш ҳамда самарали таркибий ва инвестициявий сиёсатни амалга ошириш асосий мақсади қилиб белгиланган Тикланиш ва тараққиёт жамғармаси фаолият самарадорлигига, энг аввало, мавжуд ресурслардан нооқилона фойдаланиш, инвестиция дастурига киритилган лойиҳаларнинг иқтисодий жиҳатдан мақсадга мувофиқлиги ва рентабеллиги юзаки ўрганилганлиги билан боғлиқ қатор камчиликлар салбий таъсир кўрсатмоқда³.

Фонд молиявий маблағларидан фойдаланишнинг ва чет эл инвестицияларни жалб этишнинг реал имкониятларини инобатга олган ҳолда иқтисодий тармоқлари ва ҳудудларни узоқ муддатли ривожлантириш концепцияси мавжуд эмас. Бунинг оқибатида иқтисодий жиҳатдан истиқболли бўлмаган лойиҳаларни ташаббус қилиш, фонд молиявий маблағларни самарасиз сарфлаш ҳолатлари мавжуд бўлиб, бу охирикватда, умуман, мамлакатнинг инвестициявий жозибадорлигини пасайтиришга олиб келади. Мазкур ҳолатлар инвестиция дастурларини шакллантириш тартиби, уни молиялаштириш механизмларини тубдан қайта кўриб чиқишни, амалга оширишга таклиф этилган лойиҳаларни танлаб олишнинг шаффофлиги ва самарадорлигини оширишни талаб қилади. Шундан келиб чиққан ҳолда фонднинг фаолият самарадорлигини баҳолаш долзарб масалалардан бири ҳисобланади.

² Официальный сайт Sovereign Wealth Funds Institute (SWFI) [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings>.

³ Ўзбекистон Республикаси Президентининг ПҚ-3635, ПҚ-3636, ПҚ-3651 қарорлари ва ПФ-5326 фармонлари асосида жамғарма ҳисобидан кредит линиялари очилган.

Адабиётлар шарҳи.

«Суверен фонд» атамасини илк бора қўллаган иқтисодчи Розанов (2005) суверен фондларни давлат инвестиция фондлари сифатида таърифлаган ва пул-кредит сиёсатини амалга ошириш доирасида фойдаланиладиган олтин-валюта захиралари ва давлат пенсия фондларидан функционал фарқларига эътибор қаратган. Унинг таъкидлашича: «Иқтисодиётда суверен фондларни бошқарувчилар, улар хоҳ марказий банклар ёки мамлакатлар ҳукумати бўлсин, давлат захираларини анъанавий бошқарувдан суверен бойликни бошқаришга ўтиши жараёни кузитилмоқда. Бунда суверен фондларга маълум бир мажбуриятлар юклаб қўйилмайди ва давлат пенсия фондлари ёки олтин-валюта захираларидан фарқли равишда, уларнинг маблағлари рисклилик даражаси юқори бўлган активларга инвестиция қилинмайди».

Баронова (2010) фикрига кўра: «Суверен фонд – фуқароларнинг асосий конституциявий ҳуқуқларини амалга ошириш, ижтимоий аҳамияти юқори бўлган, билимга асосланган ва иқтисодий самарадор инвестиция лойиҳаларини амалга ошириш ҳамда бюджет дефицитини молиялаштириш мақсадида давлат томонидан фойдаланиладиган пул маблағларининг алоҳида жамғармаси ҳисобланади». Бундан суверен фондларнинг барқарорлаштириш хусусиятини кўпроқ очиб беришга ҳаракат қилинганлигини кўришимиз мумкин.

Иқтисодчи олим Келимбетов (2017) ўзининг тадқиқот ишларида «Суверен фонд» тушунчасини қўллаган ҳолда унга қуйидагича таъриф берган: «Суверен фонд – бу иқтисодий институт ва бир вақтнинг ўзида давлат сиёсатини амалга оширувчи инструмент ҳисобланиб, мамлакатнинг ижтимоий-иқтисодий хавфсизлик вазибаларини амалга оширишга мўлжалланган, шунингдек, давлатнинг узоқ муддатли барқарор ривожланишини (миллий ва халқаро даражада) таъминлаш мақсадида молиявий (давлат бюджети бундан истисно) ва моддий активлар жамғармасидир».

Бюджет профицити назариясининг ривожланишига муносиб ҳисса қўшган иқтисодчи олимлардан бири Виттенинг (2011) таъкидлашича: «Бюджет профицитини захира фондларида сақланиши мақсадга мувофиқ». Бундан кўринадики бюджет профицити солиқ юкини пасайтиришда ёки давлат қарзини қоплашда зарурлигини кўрсатиб, иқтисодиёти ривожланган мамлакатларда бундай фондлар ташкил қилишга аҳамият бермаслик фойдалироқ деб ҳисобланади. Лекин ривожланаётган мамлакатларда «тараққиёт фондлари» бюджетнинг нормал фаолият кўрсатиши учун зарур шарт бўлган бўларди.

Суверен фондлар ташкил қилишга Кейнснинг «циклларга қарши иқтисодий сиёсат» парадигмаси асос қилиб олинган. Кейнс назарияси тарафдори бўлган инглиз иқтисодчиси Харрод (1999) суверен фондлар фаолиятини бир томондан, «Давлатнинг циклларга қарши сиёсати», бошқа томондан эса – давлат инқирозга қарши бошқарув функциясини амалга ошириши билан изоҳлаган.

Харроднинг (1999) фикрига кўра: «Суверен фондлар фаолият кўрсатиши циклларга қарши бюджет сиёсатининг мақсадларига эришиш ва вазибаларини бажаришга йўналтирилган бўлиши лозим бўлиб, бунда фонд маблағларини шакллантириш ва улардан фойдаланиш давлат томонидан юритиладиган монетар сиёсат билан боғланган бўлиши лозим». Олимнинг назариясида энг муҳим жиҳат шундаки, фонднинг маблағлари иқтисодиёт учун инқирозли бўлган даврларда солиқларни пасайтиришга, ижтимоий аҳамиятга молик ишларни молиялаштиришга, бюджет тақчиллигини қоплашга сарфланиши лозим. Бунда фондларнинг маблағлари ёрдамида бандликка ва «харид кучига», яъни «самарали талаб»га таъсир кўрсатиш амалга оширилиши лозим.

Хансен (2006) суверен фондларни мамлакатда пул массасини тартибга солиш учун восита сифатида кўриб чиққан. Хансенга кўра, суверен фондларнинг бажариши лозим бўлган асосий вазибаси миллий валюта курси барқарорлигини таъминлаш, валютанинг

харид қобилиятини яхшилашдан иборат бўлиб, бу фуқаролар тасарруфида бўлган реал даромадлар ўсишини рағбатлантиради. Шундай қилиб, суверен фондларнинг маблағлари ёрдамида дастлабки ва асосий таъсир объекти валютанинг харид қиймати ҳисобланади.

Иқтисодчи олимлар Сожли ва Винглар (2011) суверен фондларнинг молия бозорининг фаол иштирокчиси сифатида кўриб чиққан.

Харажатлар ва уларнинг натижалари эътиборга олинишига қараб, иқтисодий, ижтимоий-иқтисодий, институционал, ижтимоий ва экологик самарадорлик ҳақида гапириш мумкин бўлади. Бироқ бундай тушунчалар ўртасидаги фарқ тобора йўқолиб бормоқда.

Россиялик таниқли неоинституционал йўналиш вакилларида Сухарев (2009) самарадорликнинг тижорат, бюджет ва ижтимоий турларини алоҳида ажратиб кўрсатади.

Тижорат самарадорлиги - у ёки бу дастур ёки лойиҳанинг молиявий харажатларни қоплашни ифодаласа, бюджет самарадорлиги – қўйилган мақсадни амалга ошириш учун бюджет даромадлари харажатларидан юқори бўлишини ифодалайди. Ижтимоий самарадорлик эса – жамиятнинг қўйган ижтимоий мақсадлари ва манфаатларини қондириш учун ижтимоий неъматлар яратишнинг унумдорлигини ифодалайди.

Васин (2015) таъкидлашча самарадорлик фонд бошқаруви натижасида қай даражада мақсадларни амалга ошириш ва режалаштирилган натижаларга эришишини кўрсатиши лозим. Сарфланган харажатларга мос равишда мақсадга эришиш даражаси – бошқарув самарадорлигининг моҳияти мана шундадир.

Фонд фаолияти самарадорлиги ва натижадорлиги кўрсаткичларининг рақамли қийматларини аниқлаш ҳам мураккаблик туғдиради. Бу харажатлар билан боғлиқ субъективлик улуши юқорилиги билан тавсифланадиган баҳолаш кўрсаткичи танлаб олиниши билан характерланади. Лекин шунга қарамай, ушбу вазифа жиддий эътибор талаб қилади.

Самарадорлик ва натижадорлик айнан бир хил кўрсаткичлар эмас. Натижадорлик суверен фондлар ташкил қилиш олдидан қўйилган мақсад ва вазифаларга эришиш даражасини ифодалайди. Натижадорликни ўлчаш учун “ҳисоб-китоб/баҳолаш нуқтаси”ни уларсиз аниқлаш имкони бўлмайдиган аниқ режалар ва мақсадлар белгиланиши лозим. Ўз навбатида бошқарув самарадорлиги ва натижадорлиги – бир-бири билан боғлиқ эканлигини ҳам қайд этиб ўтишимиз лозим. Хусусан, бошқарув натижадорлигига эришиб, бироқ самарадорлик эса бошқарув харажатларининг ўсиши туфайли пасайиб кетиши мумкин. Бошқарув харажатлари турли жиҳатларда кўриб чиқилиши мумкин:

- хомашё билан боғлиқ бўлмаган бюджет тақчиллигининг кескин кўтарилиши ёки хомашё нархининг пасайиш тенденциясида суверен фондлар даромадлари пасайиши билан боғлиқ бюджет хавфсизлигининг пасайиши;

- суверен фондлари маблағларини жойлаштириш самарадорлиги кўзда тутилган бўлса, бошқарув харажатларининг доимий ўсиб бориши.

Тадқиқот методологияси.

Тадқиқотнинг асосий мақсади суверен фондлар фаолият самарадорлигини баҳолаш мезонларини ўрганиш ва таҳлил қилиш натижасида мамлакатимизда Тикланиш ва тарақиёт жамғармаси томонидан реал сектор корхоналарига инвестиция лойиҳаларини молиялаштиришда лойиҳаларнинг иқтисодий самарадорлигини баҳолаш механизмлари ва усулларини такомиллаштириш бўйича илмий-амалий таклиф ва тавсиялар ишлаб чиқишдан иборат. Тадқиқот жараёнида таққослаш, гуруҳлаш ва иқтисодий статистик усулларида кенг фойдаланилди. Тадқиқот натижасида суверен фондлар самарадорлигини баҳолаш бўйича хулосалар қилиниб,

баҳолаш мезонларини такомиллаштиришга оид илмий-амалий таклифлар ишлаб чиқилди.

Шунингдек, ҳар бир таклиф этилган мезон таркибида у ёки бу мезоннинг бажарилиш даражасини объектив баҳолайдиган комплекс кўрсаткичлар таҳлил қилинди ва мамлакатимиздаги суверен фондлар фаолиятини такомиллаштириш юзасидан таклифлар ишлаб чиқилди.

Таҳлил ва натижалар муҳокамаси.

Ҳар бир мамлакатда суверен фондлар фаолият самарадорлигини баҳолаш муҳим ҳисобланади.

Суверен фондлари фаолият самарадорлигини баҳолаш мезони фаолият бўйича комплекс кўрсаткичлардан иборат. Суверен фондлари фаолият самарадорлигини баҳолаш бўйича мезонлар ва кўрсаткичлар 1-жадвалда келтирилган.

1-жадвал

Суверен фондлари фаолият самарадорлигини баҳолаш мезонлари ва кўрсаткичлари (Бароновская, 2010)

№	Мезонлар	Кўрсаткичлар	Баҳолаш хусуиятлари
1	Танланган иқтисодий сиёсатнинг бозор конъюнктура даромадларидан фойдаланиш даражасига мувофиқлиги	Бозор конъюнктура даромадларидан фойдаланиш коэффициенти	Олинган даромадларнинг мақсадли даромадларга мувофиқлиги текширилади
2	Бюджет барқарорлиги таъминланганлиги	NBD (Хом-ашё билан боғлиқ бўлмаган бюджет тақчиллиги), PNBD (Дастлабки хом-ашё билан боғлиқ бўлмаган бюджет тақчиллиги)	Ушбу кўрсаткичлар динамикаси ва ўзгарувчанлиги баҳоланади
3	Циклларга қарши бюджет сиёсати юритилиши	NBD (Хом-ашё билан боғлиқ бўлмаган бюджет тақчиллиги), PNBD (Дастлабки хом-ашё билан боғлиқ бўлмаган бюджет тақчиллиги)	Ушбу кўрсаткичларнинг хомашё нархи билан корреляцияси баҳоланади
4	Активлар ликвидлиги зарурий даражасини таъминлаш	Бозор спрэди, қимматли қоғозлар потенциал сотиб юборилиши мумкин бўлган вақт	Ушбу кўрсаткичларнинг инвестицион декларация шакллантиришдаги берилган қийматларга мувофиқлиги таҳлил қилинади
5	Мос келадиган риск даражасида максимал даромадлиликни таъминлаш	Инвестициялар қайтими, инвестицион рисклик, Шарп коэффициенти, Трейнор коэффициенти, “кузатиш хатолиги”, “ахборот коэффициенти”	“Режа/ҳақиқат” таҳлили ўтказилади
6	Инвестиция лойиҳаларининг ижтимоий-иқтисодий самарадорлиги	PP (инвестицияларнинг ўзини қоплаш муддати), NPV (соф келтирилган даромад), IRR, MIRR (ички даромадлилик меъёри), P (инвестициялар рентабеллиги), PI (рентабеллик индекси), худудда бандлик даражасининг ўсиши, иш ҳақининг ўсиши ва бошқалар.	Лойиҳани ишлаб чиқиш босқичида ҳам, уни амалга ошириш жараёнида ҳам “режа/ҳақиқат” таҳлили ўтказилади. Ушбу кўрсаткичлар асосида лойиҳани амалга ошириш ёки рад қилиш бўйича қарор қабул қилинади.
7	Суверен фонд фаолиятининг максимал шаффофлиги	Линабург-Мадуэлл транспарентлик индекси	Кўрсаткични максималлаштириш

Барча суверен фондлар учун бошқарув самарадорлигини баҳолаш доирасида бизнингча, бозор конъюнктура даромадларидан фойдаланиш даражасининг танлаб олинган иқтисодий сиёсатга мувофиқлик мезони қўлланиши лозим. Бозор конъюнктура даромадларидан фойдаланиш даражаси харажатлар мақсадларига бозор конъюнктура даромадларидан фойдаланиш ҳажмининг (бюджетга трансферт, бюджетдан ташқари фондлар ва бошқалар) олинган бозор конъюнктура даромадлари ҳажмига нисбати сифатида аниқланадиган бозор конъюнктура (хомашё) даромадларидан фойдаланиш коэффициенти ёрдамида таҳлил қилиниши мумкин. Фойдаланиш даражаси давлатнинг танлаб олинган иқтисодий сиёсатига мувофиқ бўлиши лозимлигини инқироз ҳолатлари кўрсатиб турибди.

Суверен фондларни бошқариш самарадорлигини баҳолаш учун, бюджет тизими бюджетлари ёки бюджет мувозанатини таъминлаш (тақчилликни қоплаш) мақсадида бюджет барқарорлигини таъминлаш мезони ва цикларга қарши бюджет сиёсати юритиш мезонларидан фойдаланиш лозим.

Иқтисодий нуқтаи назардан бюджет мувозанати бу – шундай ҳолатки, бунда бюджет харажатларининг бир қисми миқдорий равишда барча молиявий таъминот манбаларидан тушумлар умумий ҳажмига мос келади, бу эса бюджет барқарорлигини таъминлайди. Бюджет хомашё билан боғлиқ бўлмаган тақчиллиги моҳиятан циклик тақчиллик бўлиб, уни шакллантириш омили бозор конъюнктураси (хомашё нархи) ҳисобланади.

Циклик бюджет мувозанатини таъминлашнинг асосий усули бюджетларнинг харажатлар қисми барқарорлигини таъминлаш учун барча турдаги бюджет захираларини шакллантириш ва улардан фойдаланиш ҳисобланади. Суверен фондлар ҳам ушбу бюджет захираларига киради.

Бюджет тизими бюджетлари мувозанатини таъминлаш учун фойдаланиладиган суверен фондларни бошқариш самарадорлигини баҳолашнинг асосий мезонларидан бири суверен фондлар активларининг зарурий ликвидлик даражасини таъминлаш ҳисобланади.

Қоидага кўра, бундай фондлар маблағлари учун уларнинг стратегик аҳамиятидан келиб чиққан ҳолда максимал эҳтимолий ликвидликни таъминлаш мезони белгиланади. Қимматли қоғозлар ликвидлиги бу – унинг максимал даражада тез ва минимал молиявий йўқотишлар билан бозорда сотилиш, яъни ликвидли воситалар – пулга айланиш қобилиятидан иборат бўлган хусусиятидир. Ушбу хусусият унинг давомида қимматли қоғозлар сотилиши мумкин бўлган вақт орқали уни сотишда кузатилиши мумкин бўлган потенциал нарх йўқотишларини тавсифлайди.

Нарх билан боғлиқ йўқотишларни спрэд ҳажми, яъни энг яхши сотув нархи ва энг яхши харид нархи ўртасидаги фарқ белгилаб беради. Мос келадиган таққослашлар ва энг ликвидли воситани танлаш учун қуйидаги формула бўйича нисбий спрэдни ҳисоблаб чиқиш мақсадга мувофиқ:

$$M = \frac{(Pd - Ps)}{Pd}$$

бу ерда,

M – нисбий бозор спрэди;

Pd – энг катта талаб нархи (харидга максимал котировка);

Ps – энг кичик таклиф нархи (сотув минимал котировкаси).

Мутлоқ бозор сиғими маълум бир даврда таҳлил қилинаётган қимматли қоғоз бўйича савдолар ўртача ҳажми билан тавсифланиши мумкин. Қимматли қоғозлар пакети ҳажмининг ушбу чиқарилиш бўйича ўртача бозор айланмасига нисбати бу пакет сотилиши мумкин бўлган кўзда тутилган муддатни шартли ишлаб чиқаришга нисбатини ифодалайди. Ушбу кўрсаткич қуйидаги формула бўйича аниқланади:

$$T = \frac{N_p}{N_b}$$

бу ерда,

N_p – пакетдаги қимматли қоғозлар сони;

N_b – шу кунда қимматли қоғозлар билан битимлар ҳажми.

Уларнинг мақсади инвестициялар даромадлиги максимал эҳтимолий даражасини таъминлаш бўлган жамғарма суверен фондлари учун фондларни бошқариш самарадорлигини баҳолаш мезони сифатида *мос келадиган риск даражасида максимал даромадлиликни таъминлаш мезони* қўллаш мақсадга мувофиқ.

Луи Башелье (1900) томонидан таклиф этилган ҳамда Гарри Марковиц (1952) ва Уильям Шарп (2010) томонидан қўшимча ишлов берилган бозор самарадорлиги гипотезаси ва инвестициялар шакллантириш замонавий назариясига асосланган ҳолда суверен фондлар портфелини бошқариш самарадорлигини баҳолашга имкон берадиган қатор кўрсаткичларни ажратиш мумкин. Ушбу кўрсаткичлар мутахассислар томонидан хеж-фондларни, пай инвестицион фондлар ва бошқаларни бошқаришда фаол фойдаланилади.

Худди шу риск даражасида каттароқ даромадлилик келтиришга қодир бўлган бошқа инвестициялар портфели мавжуд бўлмаган портфель самарали ҳисобланади (Stalla, 2007).

Суверен фондлар маблағлари ҳисобига инвестициялар даромадлигини аниқлаш мураккаб математик ҳисоб-китобларни талаб қилишини ҳисобга олиб, буни кейинги мақолаларимизда батафсил ёритамиз.

Шуни ҳисобга олиш керакки, хомашё билан боғлиқ бўлмаган тақчиллик иқтисодиётдаги тизимли муаммо – иқтисодиётнинг диверсификация даражаси пастлиги ва хомашёга йўналтирилганлик туфайли юзага келади. Миллий иқтисодиётнинг ривожланишига, миллий иқтисодиётнинг хомашё экспортига боғлиқлик даражасини пасайтиришга, унинг диверсификация даражасини оширишга, иқтисодиётнинг хомашё нархига боғлиқлигини пасайтиришга хизмат қиладиган инвестицион сиёсат юритиш учун мамлакатда суверен фондлари ташкил қилинади. Ушбу фондларнинг маблағлари иқтисодиётнинг ривожланиш нуқтаи назаридан энг устувор бўлган тармоқларга инвестиция қилинади. Шунда суверен фондлар учун ушбу фондларнинг маблағлари ҳисобига амалга ошириладиган инвестицион лойиҳалар ижтимоий-иқтисодий самарадорлик мезонини қўллаш мақсадга мувофиқ. Инвестицион лойиҳалар самарадорлигини баҳолаш амалиётида иқтисодий ва ижтимоий самарадорликни тавсифлайдиган кўрсаткичлар қўлланилади. Ушбу кўрсаткичлар асосида инвестицион лойиҳани амалга ошириш мақсадга мувофиқлиги баҳоланади.

Лойиҳанинг тижорат самарадорлиги қуйидаги кўрсаткичлар билан тавсифлабди: инвестицияларнинг ўзини қоплаш муддати - PP (Payback Period); соф жорий қиймат - NPV (Net Present Value); ички даромадлилик меъёри -IRR (Internal Rate of Return); инвестициялар рентабеллиги - P (Profitability); рентабеллик индекси - PI (Profitability Index).

Ушбу кўрсаткичлар ҳисоб-китоби лойиҳадан кутиладиган пул оқимларини дисконтлашга асосланади. Қоидага кўра, дисконтлаш ставкаси сифатида муқобил рисксиз қўйилмалар даромадлигидан фойдаланилади (мисол учун, Еврокомиссия томонидан 1980-йилдан бошлаб аниқ давр учун давлат қимматли қоғозлари ўртача реал даромадлилик даражасидан фойдаланишни тавсия қилинади) (Коссова, 2012).

Кўпинча иқтисодиётни ривожлантиришга йўналтирилган инвестицион лойиҳалар, мисол учун, импорт ўрнини босадиган технологияларга, инфратузилмага инвестициялар ва капитал сиғими катта бўлган бошқа инвестициялар инвестициялар рентабеллигининг пастлиги ёки ҳатто манфий эканлиги, шунингдек, инвестицияларнинг ўзини қоплаш муддати узунлиги билан тавсифланади. Шунда узоқ

муддатли ва рентабеллиги паст бўлган лойиҳаларни (кўприк ва туннеллар қурилиши бўйича лойиҳалар деярли ўзини қопламайди) баҳолаш учун лойиҳалар умумий самарадорлигини баҳолаш тавсия қилинади. Ижтимоий самарадорликни лойиҳа амалга оширилаётган ҳудуддаги аҳоли бандлик даражасининг ўсиши, ушбу лойиҳани амалга оширишда банд бўлганларнинг ўртача иш ҳақи даражаси ва ўртача иш ҳақи даражасининг қолган тармоқлардаги иш ҳақидан устунлиги тавсифлайди. Кўприклар, қўшимча темир йўллар ва бошқалар қурилишидан ижтимоий фойдали самара ушбу кўприкдан ўтган йўловчилар сони, ушбу кўприкдан ўтган юк ҳажми, ресурс тежамкорлиги ҳақида ахборот олиш ёрдамида баҳоланиши мумкин. Ушбу муаммо, унинг мураккаб эканлигига қарамай, амалга ошириб бўлмайдиган ҳисобланмайди.

Фондларнинг ривожланишини баҳолашда маблағларни инвестиция қилиш йўналиши мамлакатни ривожлантириш борасида қабул қилинган узоқ муддатли иқтисодий стратегиясига, уни диверсификация қилиш ва хомашёга боғлиқликни пасайтириш бўйича режаларга мувофиқлигини ҳисобга олиш зарур.

Фикримизча, суверен фондлари фаолият самарадорлигини баҳолашнинг энг муҳим мезони максимал шаффофликни таъминлаш ҳисобланади. У суверен фондларнинг барча турларига нисбатан қўлланиши лозим. Суверен фондлар сони ва уларда тўпланган маблағлар ҳажмининг ўсиши фондларнинг маблағлари фонд бозорларига жиддий таъсир этиши мумкинлиги фаолият шаффофлигига эътиборни кучайтиради эканлиги сабабли ўзига жиддий эътибор қаратади.

Шаффофлик принципи бу – иқтисодиёти ривожланган мамлакатлар ва бозор энди шаклланаётган мамлакатлар суверен фондлари бошқарувчиларининг фондлар фаолиятини янада аниқроқ тушунишни таъминлайдиган комплексли асослар яратиш бўйича биргаликдаги ҳаракатлари натижасидир.

Суверен фондлар фаолияти транспарентлиги ёки ахборот шаффофлиги даражаси тушунарли кўрсаткичи сифатида суверен фондлар институти ходимлари – Карл Линабург ва Майкл Мадуэлл томонидан ишлаб чиқилган Линабург-Мадуэлл транспарентлик индекси (Linaburg-Maduell Transparency Index) кўрсаткичидан фойдаланиш таклиф этилади.

Суверен фондлар фаолияти максимал шаффофлигини таъминлаш, конъюнктура даромадларидан танланган иқтисодий сиёсатда фойдаланиш даражасига мувофиқлиги, шунингдек, ликвидлик зарурий даражасини таъминлаш мезонлари фонд туридан қатъи назар, барча суверен фондлари фаолият самарадорлигини баҳолашда қўлланиши лозим.

Хулоса ва таклифлар.

Суверен фондлари фаолият самарадорлигини баҳолаш мезонларини тадқиқ этиш натижасида қуйидаги хулосалар шакллантирилди.

Биринчидан, суверен фондлари фаолият самарадорлигини баҳолаш фонд бошқаруви натижасида қай даражада мақсадларни амалга ошириш ва режалаштирилган натижаларга эришишини кўрсатади.

Иккинчидан, суверен фондлари фаолият самарадорлигини баҳолашда конъюнктура даромадларидан фойдаланиш даражасининг танланган иқтисодий сиёсатга мувофиқлиги, бюджет барқарорлигини таъминлаш, цикларга қарши бюджет сиёсатини юритиш, активлар ликвидлиги зарурий даражасини таъминлаш, берилган риск даражасида максимал даромадлини таъминлаш, инвестицион лойиҳаларнинг ижтимоий-иқтисодий самарадорлиги, суверен фонд фаолияти максимал шаффофлигини таъминлаш мезонларидан фойдаланиш лозим.

Учинчидан, юқоридаги ҳар бир таклиф этилган мезон таркибида у ёки бу мезоннинг бажарилиш даражасини объектив баҳолайдиган комплекс кўрсаткичлардан фойдаланиш зарур.

Тўртинчидан, суверен фондлари фаолият самарадорлигини баҳолаш мезонларини қўллашда муайян фонд турлари, уларнинг мақсад ва вазифаларидан келиб чиққан ҳолда фойдаланиш мақсадга мувофиқ.

Бешинчидан, суверен фондлар фаолияти максимал шаффофлигини таъминлаш, конъюнктура даромадларидан танланган иқтисодий сиёсатда фойдаланиш даражасига мувофиқлиги, шунингдек, ликвидлик зарурий даражасини таъминлаш мезонлари фонд туридан қатъи назар, барча суверен фондлари фаолият самарадорлигини баҳолашда қўлланиши лозим.

Олтинчидан, суверен фондлар фаолиятининг максимал шаффофлигини таъминлаш мақсадида суверен фондларнинг барча турларига нисбатан Линабург-Маддуэлл транспарентлик индекси (Linaburg-Maduell Transparency Index) кўрсаткичидан фойдаланиш таклиф этилади.

Адабиётлар / Литература/Reference:

Bachelier, L., (1900) *Theory of Speculation* / L. Bachelier // Translated by D. May from *Annales scientifiques de L'Ecole Normale Supérieure, Ser.* <http://www.radio.goldseek.com/bachelier-thesis-theory-of-speculation-en.pdf>.

Davlatboyeva, M. S. qizi, & Jumaniyazov, I. T. (2023). *Yashil byudjetlashtirish va uni O'zbekistonda joriy etish istiqbollari*. *Science and Education*, 4(2), 1509–1516. Retrieved from <https://openscience.uz/index.php/sciedu/article/view/5237>

Jia, X., Cui, Y., Patro, R., Venkatachalam, S., Kanday, R. & Turayevich, J. (2023). *Application of fractional-order nonlinear equations in coordinated control of multi-agent systems*. *Nonlinear Engineering*, 12(1), 20220335. <https://doi.org/10.1515/nleng-2022-0335>

Jumaniyazov, I. (2020). *FOREIGN EXPERIENCE IN THE ACTIVITIES OF SOVEREIGN FUNDS*. *International Finance and Accounting*, 2020(2), 1.

Jumaniyazov, I. T. (2019). *Evaluation criteria for the efficiency of sovereign funds*. *Global science and innovations 2019: Central Asia*. In *International scientific conference. –Nur-Sultan (Kazakhstan) (Vol. 340, pp. 226-229)*.

Jumaniyazov, I. T. (2021). *Transparency Is A Key Indicator Of The Activity Of Sovereign Wealth Funds*. *The American Journal of Management and Economics Innovations*, 3(05), 30-37.

Jumaniyazov, I., & Xaydarov, A. (2023). *The importance of social insurance in social protection*. *Science and Education*, 4(1), 1033–1043. Retrieved from <https://openscience.uz/index.php/sciedu/article/view/4941>

Markowitz, H. (1952) *Portfolio Selection* / H. Markowitz // *Journal of Finance*. Vol. 7. № 1. - P. 71-91.

Rozanov, A. (2005) *Who holds the wealth of nations?* / A. Rozanov // *Central Banking Journal*. May. Volume XV. - Number 4. -P. 52-57.

Sojli E, Wing W. (2011) *The Impact of Foreign Government Investments: Sovereign Wealth Fund Investments in the United States* // *In Institutional Investors in Global Capital Markets*. P. 207-243.

Stalla (2007) *Review for the CFA Exams. 2007 edition*. — DeVry/Becker Education Development Corp. – USA. P. 12-13.

Turayevich, J. I., & Akmal o'g'li, S. M. (2023). *INVESTITSION LOYIHALARNI MOLIYALASHTIRISHDA TIKLANISH VA TARAQQIYOT JAMG'ARMASINING O'RNII*. *PEDAGOGS jurnali*, 35(4), 147-157.

Бароновская М.Г. (2010) *Суверенные фонды благосостояния: институциональная организация и роль на мировом финансовом рынке* // *Вестник экономической интеграции*. – Москва, - № 8. С. 143-148.

Васин Е.А. (2015) *Повышение эффективности управления суверенными фондами в Российской Федерации: дис. канд. эк. наук: 08.00.10* / Васин Евгений Александрович. –М., - 191 с. 36-с.

Витте, С.Ю. (2011) Конспект лекций о народном и государственном хозяйстве, читанных его императорскому высочеству великому князю Михаилу Александровичу в 1900-1902 годах / С.Ю. Витте. Предисл. Мст. П. Афанасьев. –М.: Издательство Юрайт, - 629 с. С-515

Келимбетов К.Н. (2017) “Роль суверенных фондов в обеспечении устойчивой международной конкурентоспособности Казахстана”. Автореферат. дисс на соис учен степ. д.э.н. –Москва, -54 ст. С-46

Коссова, Т.В. (2012) Социальная ставка дисконтирования в России: методология, оценка, межрегиональные различия / Т.В. Коссова, М.А. Шелунцова // Экономическая наука современной России. № 3 (58). - С. 16-27

Сухарев О.С. (2009) Теория эффективности экономики. –М.: «Финансы и статистика», с. 32.

Хансен, Э.Х. (2006) Денежная теория и финансовая политика / Э.Х. Хансен. - М.: Дело, - 312 с.С. 279

Харрод, Р.Ф. (1999) К теории экономической динамики / Р.Ф. Харрод. –М.: Гелиос АРВ. -168 с. С. 146

Шарп, У.Ф. (2010) Инвестиции / У.Ф. Шарп, Г.Дж. Александер, Д.В. Бэйли. –М.: Инфра-М., -1028 с.