МИЛЛИЙ КАПИТАЛ БОЗОРИГА ХОРИЖИЙ ИНСТИТУЦИОНАЛ ИНВЕСТОРЛАРНИ ЖАЛБ ҚИЛИШ ЙЎЛЛАРИ

Тилаволдиев Нодир Хокимович
Ўзбекистон Республикаси Олий Мажлис Қонунчилик палатаси депутати, Саноат, қурилиш ва савдо масалалари қўмитаси раиси ўринбосари
E-mail: nodyrjon@mail.ru

Аннотация: *Ушбу мақолада капитал бозори ривожланишида институционал инвесторларнинг роли ва уларнинг капитал бозори орқали иқтисодий ўсишга таъсирининг назарий-услубий жиҳатлари тадқиқ қилинган. Ўзбекистонда капитал бозорига хорижий институционал инвесторларни жалб қилиш бўйича илмий ва амалий таклифлар ишлаб чиқилган.*

Калит сўзлар: *капитал бозори, институционал инвестор, қимматли қоғозлар, молия тизими, инвестициялар.*

Abstract: *This article examines the role of institutional investors in the development of capital market and theoretical and methodological aspects of their impact on economic growth through the capital market. Scientific and practical proposals aimed at attracting foreign institutional investors to the capital market of Uzbekistan have been developed.*

Keywords: *capital market, institutional investor, securities, financial system, investments.*

Кириш

Сўнгги пайтларда капитал бозорини ривожлантириш, унинг самарали фаолият юритиши учун зарур бўлган барча шарт-шароитларни яратишга, хусусан, ҳуқуқий асосларни такомиллаштиришга алоҳида эътибор қаратилмоқда. Ҳозирги кунда Ўзбекистон капитал бозори ҳажмининг ЯИМга нисбати кўрсаткичи 1 фоизга ҳам етмаслиги, бир томондан, бу соҳани ислоҳ қилиш нақадар долзарблигини кўрсатса, иккинчи томондан, миллий иқтисодиётни барқарор суръатларда ўсишини рағбатлантириш учун фойдаланилмаган салоҳият юқори эканлигидан далолат беради. Айни пайтда, капитал бозорини ривожлантириш иқтисодиётнинг банк секторига қарамлилигини олдини олиш ва шу билан бирга давлатнинг банк секторидаги иштирокини камайтиришга ҳам имкон яратади.

Ўзбекистон Республикаси Капитал бозорини ривожлантириш агентлиги томонидан ишлаб чиқилган 2020-2025 йилларда капитал бозорини ривожлантириш стратегияси лойиҳасида стратегиянинг мақсад ва вазифалари қаторида институционал ва портфель инвесторларни жалб этишга устуворлик берилганлиги муҳим аҳамият касб этади. Чунончи, институционал инвесторлар ва кўп сонли миноритар акциядорларнинг компания бошқарувидаги роли бир-биридан фарқ қилади. Институционал инвесторлар йирикроқ улушга эга бўлганликлари боис инвестицияларни амалга ошириш ва мониторинг қилишни кўпроқ рағбатлантирадилар. Шунингдек, институционал инвесторлар миноритар акциядорларга нисбатан корпоратив бошқарувда ҳам фаолроқ иштирок этадилар. Акциядорлик капитали қийматини оширишга нисбатан етарлича масъулият ҳис

қилмаган менежмент устидан назорат ва ҳисобдорлик бўйича ҳам институционал инвесторлар сезиларли даражада талабчан бўлади.

Мавзуга оид адабиётлар таҳлили

Айрим тадқиқотчилар фикрича, глобал бозор билан интеграциялашув капитал нархининг пасайиши, кредит рейтингларининг яхшиланиши, миллий валюта қадрининг ортиши ва реал иқтисодий ўсиш билан боғлиқ [3].

Э.Ким ва В.Сингал ривожланаётган 20 та бозорларда капитал оқимига қўйилган чекловлар олиб ташлангандан сўнг акциялар даромадлилиги, инфляция ва валюта курслари даражаларидаги тебранувчанликни тадқиқ қилган. Тадқиқот натижалари кўрсатишича, капитал бозорининг очилиши биланоқ, маҳаллий қимматли қоғозларга хорижий инвесторлар томонидан талабнинг ортиши ҳисобига акциялар даромадлилигининг бирдан яхшиланиши кузатилган. Бироқ, бу кескин ўсишдан сўнг акциялар даромадлилиги бироз пасайган. Бунга сабаб инвесторлар томонидан паст даромадлиликнинг кутилиши бўлган. Умуман олганда, фонд бозори узоқ муддатли даврий оралиқда маълумот тўплашда самаралироқ бўлиб, бу акцияларнинг даромадлилигини башорат қилишни қийинлаштиради. Бозор самарадорлигининг яхшиланиши ва акциялар нархининг олдиндан айтиб бўлмаслиги жаҳон бозори билан интеграциялашувнинг кучайиши билан чамбарчас боғлиқ. Чунки чет эллик инвесторлар ривожланаётган бозор самарасизлигидан фойдаланар экан, самарасизликлар пасаяди ва нархлар янги маълумотларга тез таъсир қилади[7].

АҚШ инвесторлари назорат қилувчи инсайдерлар томонидан экспроприация қилиш хавфи юқори бўлган корпоратив тузилмалар акцияларига камроқ эгалик қилишларини аниқлаган. Чунончи, инсайдерлар устунлик қиладиган компанияларда ахборот олиш ва уларнинг акциядорларга етиб бориши чекланади [4].

Таҳлил ва натижалар

Халқаро амалиёт кўрсатишича, хорижий инвесторлар томонидан инвестиция киритиладиган мақсадли мамлакатни аниқлашда мазкур мамлакатдаги бошқарув сифати муҳим аҳамият касб этади. Масалан, корпоратив бошқарув сифати юқори бўлган мамлакат инвесторлари инвестиция киритишда бошқарув сифатига ҳал қилувчи омил сифатида қарайди. Айни пайтда, корпоратив бошқарув ривожланмаган давлат инвесторлари учун инвестиция киритиш мақсад қилинган давлатдаги корпоратив бошқарув даражаси аҳамиятсиз бўлиши ҳам мумкин.

Масалан, АҚШга инвестиция қилишнинг бош омили молия бозори суст ривожланган мамлакат инвесторларининг ривожланган бозорга инвестиция қилиш истаги ҳисобланади[6].

Бу борадаги яна бир муҳим жиҳат ахборот асимметрияси ҳисобланади. Чунки маҳаллий инвесторлар хорижий инвесторларга нисбатан ахборот олишда бир қанча афзалликларга эга бўлади. Бу эса хорижий инвесторларнинг чет эл инвестициялари харажатларини ошишига сабаб бўлади. Бироқ, глобаллашув жараёнларининг чуқурлашуви сабабли хорижий капитал кўплаб капитал бозорларда молиялаштиришнинг муҳим манбаига айланди ва хорижий инвесторлар ресурсларининг катта қисмини ташқарига инвестиция учун сафарбар қила бошлади [10].

Фикримизча, инвесторларни ҳимоя қилиш тизимининг заифлиги, ахборот очиқлигининг паст даражаси ва шу асосда юзага келадиган ахборот асимметрияси мамлакатдаги бошқарув сифатининг пастлигидан келиб чиқади.

Эмпирик тадқиқотлар ҳисоб ва ҳисоботларнинг замонавий стандартларини жорий этиш, акциядорлар ҳуқуқларини таъминлаш ва ҳуқуқий механизмлар кўпроқ хорижий инвестицияларни жалб этишини кўрсатган [1].

Ўз навбатида, институционал инвестор орқали инвестиция қилишнинг қатор афзалликларини қайд этиш ўринлидир. Жумладан:

– оқилона диверсификация орқали инвестицияларни профессионал бошқариш. Бундай бошқарувга ресурсларини топширган инвестор бу инвестиция бўйича уддабурон мутахассислар билан ишлаётганлигига амин бўлиши мумкин;

– институционал инвесторлар кўпгина хусусий инвесторларнинг қўйилмаларига қараганда юқори миқдорда буюртма берган ҳолда иш олиб боришлари сабабли улар кўпроқ стратегик имкониятларга эга бўладилар. Бундан ташқари, улар учун биржа ва биржадан ташқари операцияларни амалга ошириш учун комиссион тўловлар сезиларли даражада камаяди.

Айрим иқтисодчилар молия тизими ривожланишида банк, бозор ва қимматли қоғозларга асосланган фазаларни фарқлайди [11]. Банк фазасида бутун молия банклар орқали тақсимланади, бозор фазасида қимматли қоғозлар бозори ва институционал инвесторлар ривожлана бошлайди ва қимматли қоғозларга асосланган фазада эса институционал инвесторлар етакчилик қилади.

Фикримизча, юқоридаги таснифдан келиб чиқадиган бўлсак, аксарият ривожланаётган мамлакатларда молия тизими ривожланиши банк фазасида қолмоқда. Хусусан, Ўзбекистонда ҳам фонд бозори орқали молиялаштириш ҳажми банк кредитлари билан етарлича рақобат қила олмайди.

Ҳозирги кунда мамлакатимизда эмиссия қилинган қимматли қоғозларнинг умумий номинал қиймати 92,35 трлн. сўмни ташкил этиб, шундан муомаладаги қимматли қоғозлар 1,4 трлн. сўмни, яъни жами эмиссия қилинган қимматли қоғозларнинг 1,5 фоизини ташкил этади. Муомаладаги эмиссия қилинган қимматли қоғозлар номинал қийматининг ЯИМга нисбатаи 0,4 фоизни ташкил этади. Таққослаш учун: бу кўрсаткич Сингапурда – 188%; Малайзияда – 112% ва Россияда – 34%.

Бироқ шуни ҳам таъкидлаш лозимки, ривожланган мамлакатлар ўртасида ҳам молия тизими модели хусусиятларидан келиб чиқиб, банк тизими ва қимматли қоғозлар бозори ривожланиши ва етакчилиги борасида фарқли жиҳатлар мавжуд. Масалан, АҚШ ва бошқа англо-саксон модели жорий қилинган мамлакатларда қимматли қоғозлар бозори жуда йирик ва банк тизимига нисбатан муайян устунликларга эга бўлса, континентал Европа мамлакатларида, хусусан, Германия молия тизимида банкларнинг етакчилигини кузатиш мумкин. Шунингдек, Японияда ҳам банклар молиялаштириш кўлами ва компаниялар бошқарувидаги ролига кўра ўзига хос функцияларни бажаради.

Ўртача ҳисобда бой мамлакатларда банклар, нобанк институтлари ва фонд бозори йирикроқ, фаолроқ ва самаралироқдир[8].

Халқаро амалиётда фонд бозори ликвидлилиги ва банк секторининг тараққий этганлик даражаси иқтисодий ўсишга таъсир қилувчи муҳим омиллардан эканлиги аниқланган [9]. Фикримизча, фонд бозори узоқ муддатли инвестицияларни

рағбатлантириш орқали иқтисодий ўсишни таъминлашдаги муҳим эндоген омил вазифасини ўтайди. Банк кредитлари эса нисбатан қисқа муддатли оралиқда иқтисодий ўсишни рағбатлантиришда сезиларли ижобий таъсирга эга.

Бундан ташқари, қимматли қоғозлар бозори орқали билвосита иқтисодий ўсишга таъсир этувчи институционал инвесторлар тизимини ҳам ҳисобга олиш зарур. Кўплаб тадқиқотларда институционал инвесторлар, хусусан, пенсия фондлари активлари ва ЯИМ ўсиши ўртасидаги боғлиқлик ўрганилган [5]. Шунга қарамай, институционал инвесторлар асосан қимматли қоғозлар бозори банкларга нисбатан етакчи бўлган молия тизимларида тараққий этган.

Бироқ айрим тадқиқотчилар томонидан рискларни трансформация қилиш ва тақсимлашни пенсия фондлари етакчилик қиладиган англо-америка капитал бозорининг заиф жиҳати сифатида эътироф этилади[2]. Ушбу жиҳатдан банклар етакчилигига асосланган молия тизими жамғармаларни молиялаштиришга йўналтиришдаги монопол ҳукмронлик туфайли захираларни жамғариш бундай рискларни юмшатиш имконига эга бўлиши мумкин.

Шунга қарамай, банк етакчилигига асосланган моделда қарз маблағлари ва капитал нисбати коэффициенти жуда юқори бўлиб, йирик банкларнинг банкротга учраши бутун молия тизими учун хавфли оқибатларга олиб келиши мумкин. Шу боисдан ҳам ушбу моделда тизимни шакллантирувчи даражадаги муҳим банклар алоҳида тартибга солиш объекти сифатида қаралади.

Институционал инвесторлар одатда сезиларли даражада юқори ликвидлиликка ва бозор капиталлашувига эга бўлган мамлакатларга инвестиция киритишни афзал кўрадилар. Шунингдек, институционал инвесторлар риск ва қайтимни баҳолашда узоқ муддатли даврга таяниши билан натижавийликка асосланган чакана трейдерлардан фарқ қилади.

Жаҳон амалиёти кўрсатишича, ислоҳотларнинг бориши жараёнида яхши натижаларни кўрсата олган мамлакатларга киритилган инвестициялар бўйича паст риск ва юқори даромадлилик кутилади. Либераллашув, фискал ва тартибга солиш тизимини ислоҳ қилиш борасида эришилган муваффақиятлар мамлакатга йирик портфел инвестициялар оқимини таъминлаши мумкин.

Жадал суръатларда ривожланаётган мамлакатлар сўнгги йилларда миллий қимматли қоғозлар бозори жозибадорлигини ошириш ва хорижий инвесторларни жалб қилишни янада такомиллаштиришга жиддий киришганлигини кузатиш мумкин. Масалан, 2018 йилнинг иккинчи ярмига келиб, Ҳиндистон Қимматли қоғозлар ва биржалар кенгаши хорижий институционал инвесторларни жалб қилиш бўйича бир қатор қулайликларни яратди. Хусусан:

– IPO ўтказилгандан сўнг акцияларни фонд бозори листингидан ўтказиш муддатини 6 кундан 3 кунга қисқартирди;

– маҳаллий компанияларнинг хорижда листингдан ўтказилишини енгиллаштиришни кўзда тутган тартибга солиш бўйича ўзгаришларни амалга оширди;

– хорижий институционал портфель/институционал инвесторларга нисбатан “ўз мижозингни бил” (the know-your-client, KYC) талабларини соддалаштирди;

– Бомбей фонд биржаси ва Миллий фонд биржасига товарлар деривативлари билан савдоларни амалга оширишга рухсат берилди.

Фикримизча, ривожланаётган мамлакатлар капитал бозорини ривожлантиришда институционал инвесторлар салоҳиятидан тўлақонли фойдаланишлари учун қуйидаги икки йўналишда ишни ташкил этишлари лозим:

1. Миллий институционал инвесторлар тизимини шакллантириш. Бу ерда гап асосан инвестицион банклар, пенсия фондлари, суғурта компаниялари, инвестицион фондлар (венчур, ўзаро фондлар, биржа инвестицион фондлари), суверен бойлик фондлари кабилар ҳақида кетмоқда. Айни пайтда, маркет-майкерлик функциясини бажариш ҳам айнан институционал инвесторлар зиммасига тушади.

2. Хорижий институционал инвесторларни миллий капитал бозорига фаол жалб этиш. Бу, биринчидан, миллий капитал бозорида малакали институционал инвесторлар пайдо бўлишини таъминласа, иккинчидан, капитал бозори ва унда иштирок этувчи эмитентларнинг соҳага оид халқаро стандартларга риоя қилишга рағбатлантиради. Фикримизча, иқтисодиётнинг реал ва молия сектори барқарор хўжалик жамиятларининг қимматли қоғозлари, хусусан IPO ва SPO еврооблигацияларини жойлаштиришда хорижий институционал инвесторлар салоҳиятидан фойдаланиш мақсадга мувофиқ саналади.

Хулоса ва таклифлар

Фикримизча, республикамизда иқтисодиётнинг банк секторига боғланиб қолганлиги муаммосини қисқа муддатда ҳал этиб бўлмайди. Чунончи банк сектори активлари даражаси ҳам ривожланаётган мамлакатимиз иқтисодиёти учун етарли эмас. Шундай экан, тижорат банкларининг акциядорлик жамиятлари устав капиталидаги иштирокини кучайтириш чораларини кўриш зарур. Бу бир томондан, банкларнинг инвестицион фаолияти учун муҳим инструмент вазифасини бажарса, иккинчи томондан фонд бозори капиталлашувини оширишга хизмат қилади. Инвестицион банк фаолияти учун етарли шарт-шароитлар яратилса, мазкур институционал инвестор нафақат компаниялар бошқаруви сифатига ижобий таъсир этади ва балки корпоратив назорат бозорини шакллантиришга кўмаклашиш орқали бошқарувнинг ташқи механизмлари пайдо бўлишига хизмат қилади.

Аҳолининг молия тизимига ишончи ва молиявий саводхонлигининг пастлиги шароитида миллий институционал инвесторлар тизими жамғармаларни инвестицияларга айлантириш механизмини ишга туширишда ҳал қилувчи роль ўйнаши мумкин. Шу боисдан, амалдаги институционал инвесторларнинг ташкилий-ҳуқуқий шакли ва инвестицион фаолияти билан боғлиқ чекловларни юмшатиш ва капитал бозори тараққиётига мос равишда бекор қилиш чораларини кўриш зарур.

Хорижий институционал инвесторларни жалб қилишда миллий хўжалик субъектларининг ҳисоб ва молиявий ҳисоботларнинг халқаро стандартларини жорий этишлари, шаффофлик ва ахборот очиқлигини таъминлаш, корпоратив бошқарув тамойилларини жорий этишни янада такомиллаштириш, институционал инвесторларнинг бошқарувдаги иштироки орқали миллий компаниялар акциядорлик капитали қийматини оширишга қаратилган комплекс чора-тадбирларни ишлаб чиқиш талаб этилади.

Фойдаланилган адабиётлар

1. Aggarwal R., Klapper I., Wysocki P.D. 2005. Portfolio preferences of foreign institutional investors. Journal of Banking and Finance 29, 2919-2946.

2. Allen, F. and Gale D. (1997), “Financial markets, intermediaries and intertemporal smoothing”, Journal of Political Economy, 105, 523-546.

3. Bekaert, G., Harvey, C., & Lumsdaine, R. (2002). Dating the integration of world equity markets. Journal of Financial Economics, 65, 203–247.

4. Choe, H., Kho, B., & Stulz R. M., 2005. Do domestic Investors have an edge? The trading Experience of Foreign Investors in Korea, Review of Financial Studies, Vol. 18(3), pp795- 829.

5. Davis E P and Hu Y (2004), “Is there any link between pension fund assets and economic growth? - A crosscountry study”, Economics and Finance Working Paper No 04-23, Brunel University.

6. Forbes K.J. 2010. Why do foreigners invest in the United States? Journal of International Economics 80 (1), 3-21.

7. Kim, E. H., & Singal, V. (2000). Stock market openings: Experience of emerging economies. Journal of Business, 73, 25–66.

8. Demirguc Kunt, A. and Levine, R. (2000), “Bank-based and market-based financial systems; cross-country comparisons”, paper presented at the World Bank conference on “Financial structure and economic development”, 10-11 February 2000.

9. Levine, R. and S. Zervos, (1998), “Stock markets, growth and economic development, American Economic review, 88, 537-58.

10. Leuz C., Lins K.V., Warnock F.E. 2009. Do foreigners invest less in poorly governed firms? Review of Financial Studies 22 (8), 3245-3285.

11. Rybczynski T (1997), "A new look at the evolution of the financial system", in ed. J Revell "The recent evolution of financial systems", MacMillan, London.