

Сардор Омонов
Тошкент молия институти

КАПИТАЛ БОЗОРИДА ИНСТИТУЦИОНАЛ ИНВЕСТИОРЛАР ФАОЛИЯТИНИНГ ТАШКИЛИЙ ЖИХАТЛАРИ

Аннотация. Мазкур мақолада капитал бозорида институционал инвесторлар фаолиятининг ташкилий жиҳатларини ўрганишда турли иқтисодчи олимларнинг тадқиқотларига эътибор қаратилган. Институционал инвесторлар сифатида тижорат банклари, суғурта компаниялари ва инвестиция фондларининг капитал бозоридаги фаолиятининг ўзига хос жиҳатлари тадқиқ қилинган. Таҳлиллар асосида тегишли хулосалар берилган.

Таянч сўзлар: капитал бозори, институционал инвесторлар, тижорат банклари, суғурта компаниялари, инвестиция фондлари.

ORGANIZATIONAL ASPECTS OF THE ACTIVITY OF INSTITUTIONAL INVESTORS IN THE CAPITAL MARKET

Abstract. This article focuses on the researches of various economists in the study of organizational aspects of the activities of institutional investors in the capital market. Specific aspects of the activity of commercial banks, insurance companies and investment funds in the capital market as institutional investors have been studied. Relevant conclusions are given based on the analysis.

Keywords: capital market, institutional investors, commercial banks, insurance companies, investment funds.

Кириш

Ўзбекистонда иқтисодий ислохотларни самарали амалга оширишда инновацион ривожланишни ташкил этиш, соғлом инвестицион муҳит яратиш, институционал инвесторларни иқтисодиётга кенгроқ жалб қилиш муҳим ҳисобланади. Ушбу жараёнда нафақат реал секторга, балки капитал бозорига ҳам институционал инвесторларни жалб қилиш, уларнинг инвестиция киритиши учун зарур шарт-шароитлар яратиш, институционал инвесторлар иштирокини таъминлаш орқали капитал бозорини ривожлантириш зарур. Ривожланган мамлакатлар капитал бозорида институционал инвесторлар фаолиятини ўрганиш асосида маҳаллий капитал бозорини ривожлантириш ва унда институционал инвесторлар фаоллигини ошириш имкони юзага келади. Хорижий институционал

инвесторларни жалб қилиш орқали мамлакатимизда капитал бозорини ривожлантириш, янги техника-технологиялар ва “ноу-хау”лар кириб келишини таъминлаш, капитал бозори инфратузилмасини ривожлантириш, капитал бозорида институционал инвесторлар фаоллигини ошириш мумкин. Шу сабабли мамлакатимиз капитал бозорига институционал инвесторларни жалб қилиш, улар иштирокини кенгайтириш эвазига капитал бозорини ривожлантириш муҳим аҳамият касб этади.

Адабиётлар таҳлили

Турли олимлар томонидан капитал бозорида институционал инвесторлар фаолиятининг ташкилий жиҳатлари тадқиқ қилинган. Хорижий олимлардан Р.А.Ламберт, С.Леуз, Р.Е.Верресчиалар фикрига кўра, “институционал инвестор деганда бозор кучига эга бўлган ва шу билан қимматли қоғозлар бозорида ахборот узатиш ва нархларни белгилашга таъсир кўрсатадиган инвестор тушунилади”[1]. Ушбу таъкидланган жиҳатлар институционал инвесторларнинг капитал бозорига таъсирини ифодалашга ёрдам беради.

Ф.Вен, К.Зоу, Х.Ванг институционал инвесторлар фаолиятининг бир қатор хусусиятларини таъкидлаб ўтишган. “Юридик шахс сифатида институционал инвесторлар қимматли қоғозларга инвестицияларни ўз маблағлари ёки йиғилган жамоатчилик маблағлари ҳисобидан амалга оширади. Институционал инвесторлар бошқариладиган активларнинг аксарият қисмига эгалик қилганликлари сабабли улар фонд бозорида тобора муҳим рол ўйнамоқда ва уларнинг фаолиятига кенг эътибор қаратилмоқда” [2]. Бу шундан далолат берадики, халқаро капитал бозорида институционал инвесторлар ҳам ўз активлари билан, ҳам жалб қилинган капитал билан фаол иштирок этиши мумкин.

Ф.Саси, С.М.Жасимуддин ўз тадқиқотларида “индивидуал инвесторлар билан таққослаганда институционал инвесторлар каттароқ молиявий қудратга эга ва бозор маълумотларини йиғишда ҳамда профессионал инвестициялар қийматининг таҳлилининг ўтказишда кенг имкониятларга эга” [3], дея фикр билдиришган. Бундан кўриниб турибдики, институционал инвесторларнинг ахборотларни йиғиши ва қайта ишлаши натижасида бозордаги ўз фаолиятини самарали йўлга қўя олади ҳамда молиявий қудратини ошира олади. Бу эса нафақат институционал инвесторлар учун, балки ўша бозор учун ҳам фойдадан ҳоли бўлмайди.

Яна бир гуруҳ олимлар (Д.Ким, Ҳ.Ким, Д.Жо ва Ж.Ох) институционал инвесторларнинг салоҳиятини ифодалашда уларнинг инвестиция мақсади, уларни чекловчи факторлар, инвестиция ҳажми каби

турли жиҳатлар муҳим аҳамиятга эғалигини таъкидлашган. Шу билан бирга инвестиция салоҳияти ўхшаш бўлган институционал инвесторлар, одатда, инвестиция портфели билан фарқланишини айтиб ўтишган [4].

Ҳ.Петерсен ва Ҳ.Вреденбург “рахбарлар ва институционал инвесторларнинг ижтимоий ва экологик ҳаракатлари стратегик ва ташкилотларининг узоқ муддатли фаолиятида муҳим аҳамиятга эга” [5], дея айтиб ўтишган. Бундан маълум бўладики, капитал бозорида институционал инвесторлар нафақат молиявий самара келтиради, балки ушбу мамлакатда ижтимоий ва экологик ҳолатга ҳам ижобий таъсир кўрсатиши мумкин.

Мамлакатимиз иқтисодиётига инвестицияларни кенг жалб қилиш мақсадида “маҳаллий капитал бозорларини ривожлантириш, хусусан, облигациялар чиқариш орқали кичик ва ўрта бизнес субъектларини кредитлаш учун капитал жалб қилиш” [6] масалалари ҳам кенг миқёсда тадқиқ этилган бўлиб, ушбу жиҳатлар капитал бозорининг аҳамиятини янада оширади.

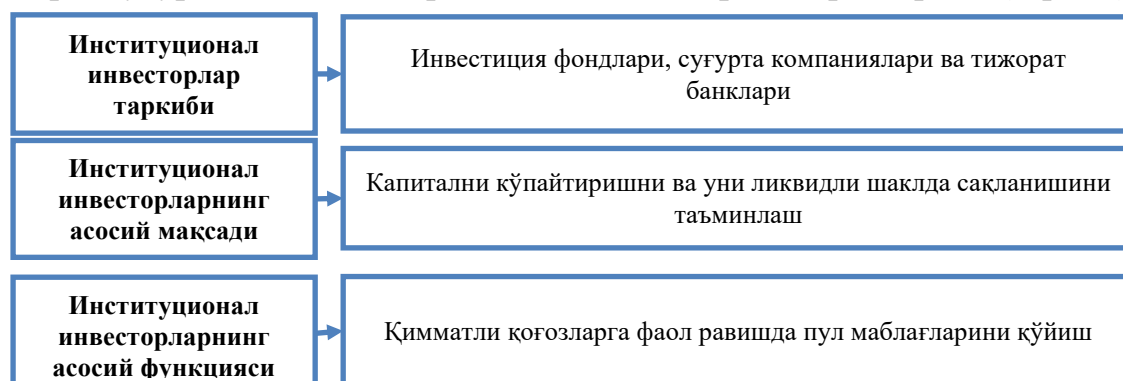
У.Халиков “фонд бозори фаолиятини янада ривожлантириш учун узоқ муддатли ва юқори даромад келтирувчи воситаларни муомалага киритиш” [7] муҳим эканлигини таъкидлаган. Бунда фонд бозорининг ривожланиши капитал бозорининг таркибий қисми сифатида уни ривожлантиришга ҳамда институционал инвесторлар фаоллигини оширишга сезиларли ижобий таъсир кўрсатади.

“Инструментлари муомалада бўлиш муддатига ко‘ра молия бозори пул бозори ва капитал бозорига бўлинади. Пул бозорида нақд пул, қисқа муддатли то‘лов воситалари, бир йилгача бо‘лган қисқа муддатли жамғармалар муомаласи ташкил этилади. Капитал бозорида эса “узун пуллар” муомаласи ташкил этилиб, унда асосан акциялар ва облигациялар амал қилади. Муомала муддати эса бир йилдан ортиқ бўлади. Капитал бозорининг пул бозоридан асосий фарқли жиҳати узоқ муддатли инвестициялардан фойдаланиши билан изоҳланади” [8]. Ушбу таъкидланган жиҳатлар капитал бозорининг ноҳиятини тўлиқроқ тушунишга ёрдам беради.

Таҳлил ва натижалар муҳокамаси

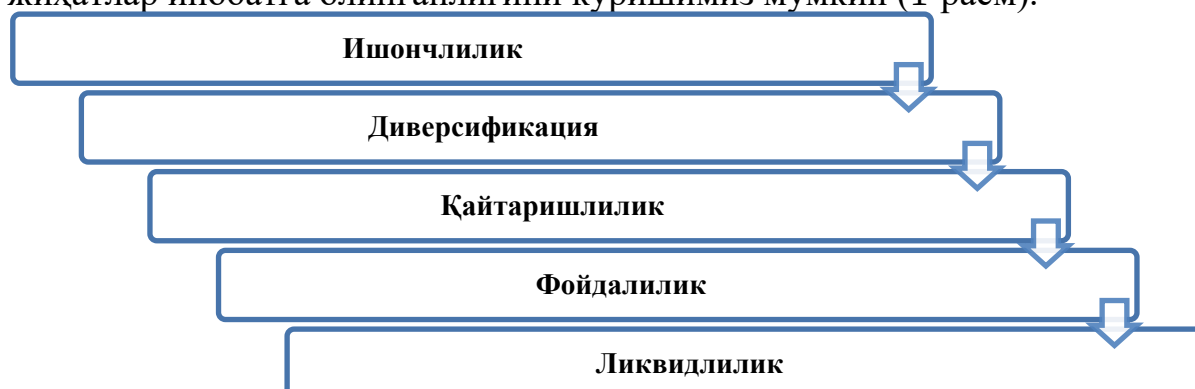
Ўзбекистон Республикаси Адлия вазирлиги томонидан 2008 йил 2-декабрда 1874-сон билан давлат рўйхатидан ўтказилган “Қимматли қоғозлар бозоридаги институционал инвесторлар фаолиятининг профессионал стандартлари тўғрисида”ги Низом ҳамда 1875-сон билан давлат рўйхатидан ўтказилган “Институционал инвесторлар томонидан корпоратив қимматли қоғозларга қилинадиган инвестицияларнинг сифати

ва минимал даражасига ўрнатилган меъёрий талаблар тўғрисида”ги Низомга мувофиқ, институционал инвесторлар таркибига тижорат банклари, суғурта компаниялари ва инвестиция фондлари киради (1-расм).



1-расм. Институционал инвесторларга хос умумий жиҳатлар [9]

Шунингдек, ушбу Низомларда мамлакатимиз қимматли қоғозлар бозорида институционал инвесторларнинг асосий мақсади ва функцияларига ҳам алоҳида тўхталиб ўтилган. Бунда капитални кўпайтириш ҳамда пул маблағларидан самарали фойдаланиш бўйича жиҳатлар инобатга олинганлигини кўришимиз мумкин (1-расм).

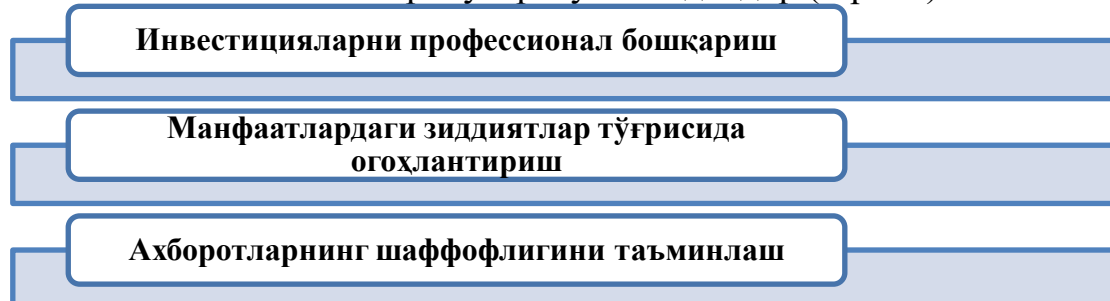


2-расм. Институционал инвесторлар томонидан молиявий барқарорликни таъминлашда фойдаланиладиган тамойиллар [9]

Миллий қонунчилигимизда институционал инвесторлар капитал бозорида ўз молиявий барқарорлигини таъминлашда бир қатор тамойиллардан фойдаланишини назарда тутди. Хусусан, институционал инвесторлар ўз активларини ишончлилик, диверсификациялаш, қайтаришлилик, фойдалилик ва ликвидлилик тамойиллари асосида бошқариши белгиланган (2-расм).

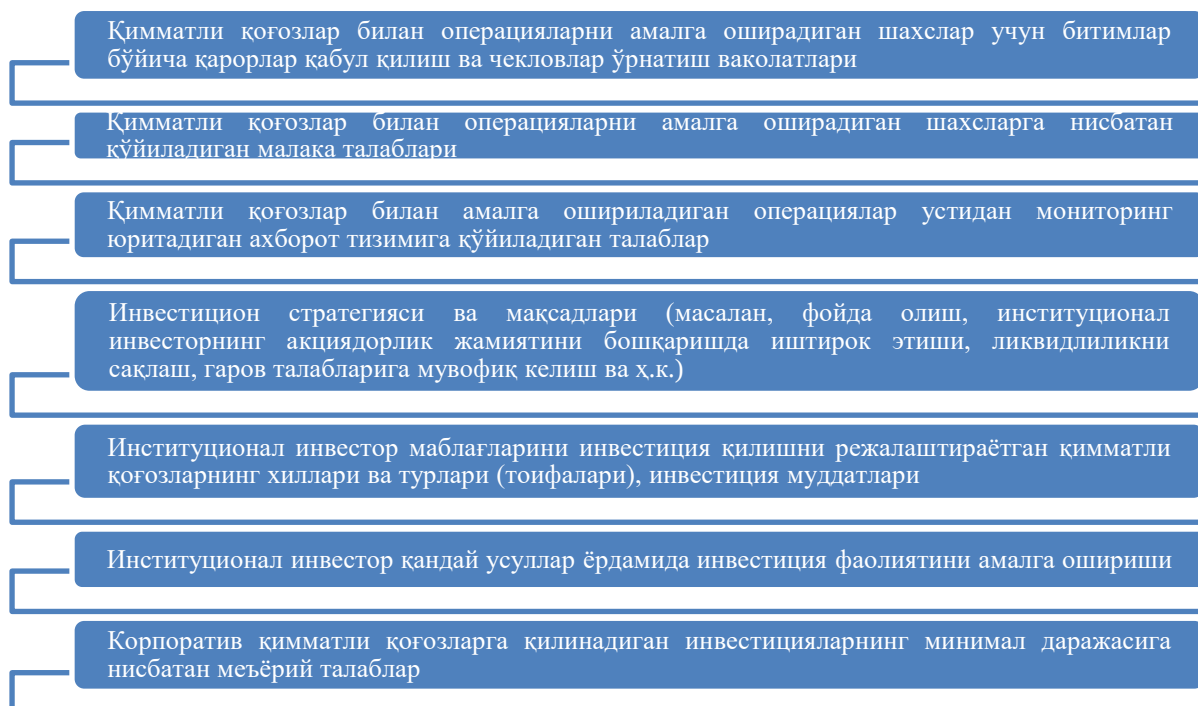
Шуни ҳам қўшимча равишда таъкидлашимиз лозимки, қимматли қоғозлар бозорида инвестицияларни амалга оширишда ҳам институционал инвесторлар томонидан бир қатор тамойилларга амал қилиши белгиланган. Инвестицияларни профессионал бошқариш, манфаатлардаги

зиддиятлар тўғрисида огоҳлантириш, ахборотларнинг шаффофлигини таъминлаш каби тамойиллар шулар жумласидандир (3-расм).



3-расм. Институционал инвесторлар томонидан қимматли қоғозлар бозорида инвестицияларни амалга оширишда қўлланиладиган асосий тамойиллар [9]

Мамлакатимиз қонунчилигига мувофиқ институционал инвесторлар томонидан инвестиция сиёсати тўғрисидаги низом ишлаб чиқиши лозим. Ушбу низомда ўз ичига олиши лозим бўлган бир қатор жиҳатлар мавжуд (4-расм). Ушбу расмдан кўриниб турибдики, институционал инвесторларнинг инвестиция сиёсатида қимматли қоғозлар билан операцияларни амалга оширадиган шахслар учун битимлар бўйича қарорлар қабул қилиш ва чекловлар ўрнатиш ваколатлари, малака талаблари, ахборот тизимига қўйиладиган талаблар, инвестицион стратегияси ва мақсадлари кабиларни ўз ичига олиши лозим.



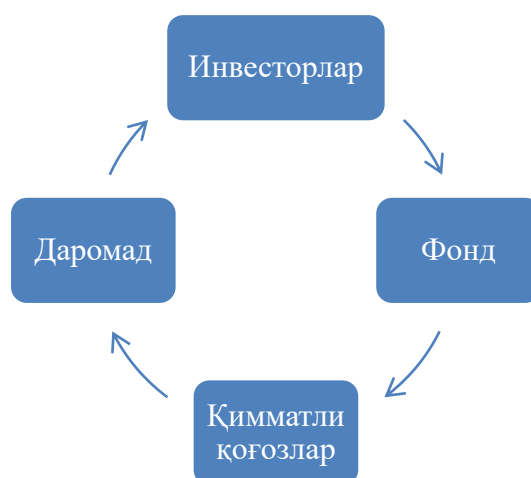
4-расм. Институционал инвесторларнинг инвестиция сиёсати тўғрисидаги низомида эътиборга олинishi лозим бўлган жиҳатлар[10]

Мамлакатимизда капиталбозорида тижорат банклари, суғурта компаниялари ва инвестиция фондларининг инвестиция фаолиятининг тартиб-қоидалари белгиланган. Хусусан, 2019 йил 5 ноябрда қабул қилинган Ўзбекистон Республикасининг “Банклар ва банк фаолияти тўғрисида”ги 580-сонли Қонунига мувофиқ, банкларнинг институционал инвестор сифатида фаолият юритиши, шунингдек, инвестиция фаолиятида амал қилиши лозим бўлган тартиб-қоидалар белгилаб қўйилган (5-расм).

1. Банк томонидан бир юридик шахснинг устав фондидаги (устав капиталидаги) улушларини ёки акцияларини олиш банкнинг биринчи даражали регулятив капиталининг ўн беш фоизидан ошмаслиги керак
2. Банклар томонидан қимматли қоғозлар билан битимларни амалга ошириш, юридик шахсларнинг устав фондидаги (устав капиталидаги) улушларини ёки акцияларини сотиб олиш йиғиндиси банкнинг биринчи даражали регулятив капиталининг эллик фоизидан ошмаслиги керак
3. Агар банк томонидан юридик шахслар устав фондидаги (устав капиталидаги) улушларига ёки акцияларига эгаллик қилиш юқорида кўрсатилган миқдордан ортиқ бўлса, ушбу ортган қисми банк бир йил ичида сотиши шарт

5-расм. Тижорат банкларининг инвестиция фаолиятида белгиланган тартиб-қоидалар [11]

Тижорат банклари капиталбозорида инвестор сифатида ўзларининг маъжуд молиявий ресурсларини қимматли қоғозларга ва бошқа узоқ муддатли инвестицияларга йўналтириш орқали иштирок этади. Бу бўйича турли мамлакатларда турлича тартиблар белгиланган, мамлакатимиздаги тартиб эса юқоридаги расмда келтириб ўтилган.



6-расм. Инвестиция фондлари фаолият механизми¹

Инвестиция фондларининг фаолият механизмига эътибор қаратадиган бўлсак, инвестиция фонди акциядорлик жамияти ташкилий-ҳуқуқий шаклида ташкил этилгандан сўнг ўз акцияларини инвесторларга сотиш орқали капитал жалб қилади. Жалб қилинган капитал орқали инвестиция фаолиятини амалга ошириш учун зарур фонд шакллантирилади ва бу фонд капитал бозорида юқори фойда келтирадиган қимматли қоғозларга йўналтирилади (6-расм). Кейинги босқичда қимматли қоғозлардан олинган даромад ва фойда масалалари кўриб чиқилади. Бунда олинган фойданинг маълум бир қисми инвестиция фонди акциядорлари (инвесторлар)га тақсимланади. Шу орқали инвестиция фондининг умумий фаолият механизми шаклланади.

¹ Муаллиф томонидан шакллантирилган

Корпоратив облигациялар ва инфратузилма облигациялари, шунингдек, имтиёзли акциялар чиқаришга ҳақли эмас

Инвестиция фонди соф активларининг 10 фоизидан ортиғини бир эмитентнинг қимматли қоғозларига ёки масъулияти чекланган жамиятнинг улушига инвестиция қилишга ҳақли эмас

Тўланиши лозим бўлган қарзларнинг жами ҳажми кредит ва (ёки) қарз битими имзоланган санадаги инвестиция фонди соф активлари қийматининг 15 фоизидан ошиб кетган тақдирда, кредит ва (ёки) қарз маблағларини жалб этишга ҳақли эмас (бунда кредит ва (ёки) қарз муддати уч ойдан ошиб кетмаслиги керак)

Кафил бўлишга, мол-мулкни ёки мулк хуқуқларни гаровга қўйишга ҳақли эмас

Ташкилий-хуқуқий шакли ўз иштирокчиларининг қўшимча жавобгарлигини назарда тутадиган хўжалик жамиятларининг қимматли қоғозларига ва улушларига инвестицияларни амалга оширишга ҳақли эмас

Ишончли бошқарувчи, аудиторлик ташкилотлари томонидан чиқарилган қимматли қоғозларга инвестицияларни амалга оширишга, шунингдек уларнинг устав капиталидаги улушларини олишга ҳақли эмас

Бошқа инвестиция фондларининг акцияларини олишга ва уларга эга бўлишга ҳақли эмас

Инвестиция фаолияти билан боғлиқ бўлмаган битимлар тузишга, опционлар ёки фьючерслар олишга ҳақли эмас

Умумий суммаси фонд соф активларининг 10 фоизидан ортиқ инвестицияларни амалга оширишга (бундан қимматли қоғозларга қўйиш мустасно) ҳақли эмас

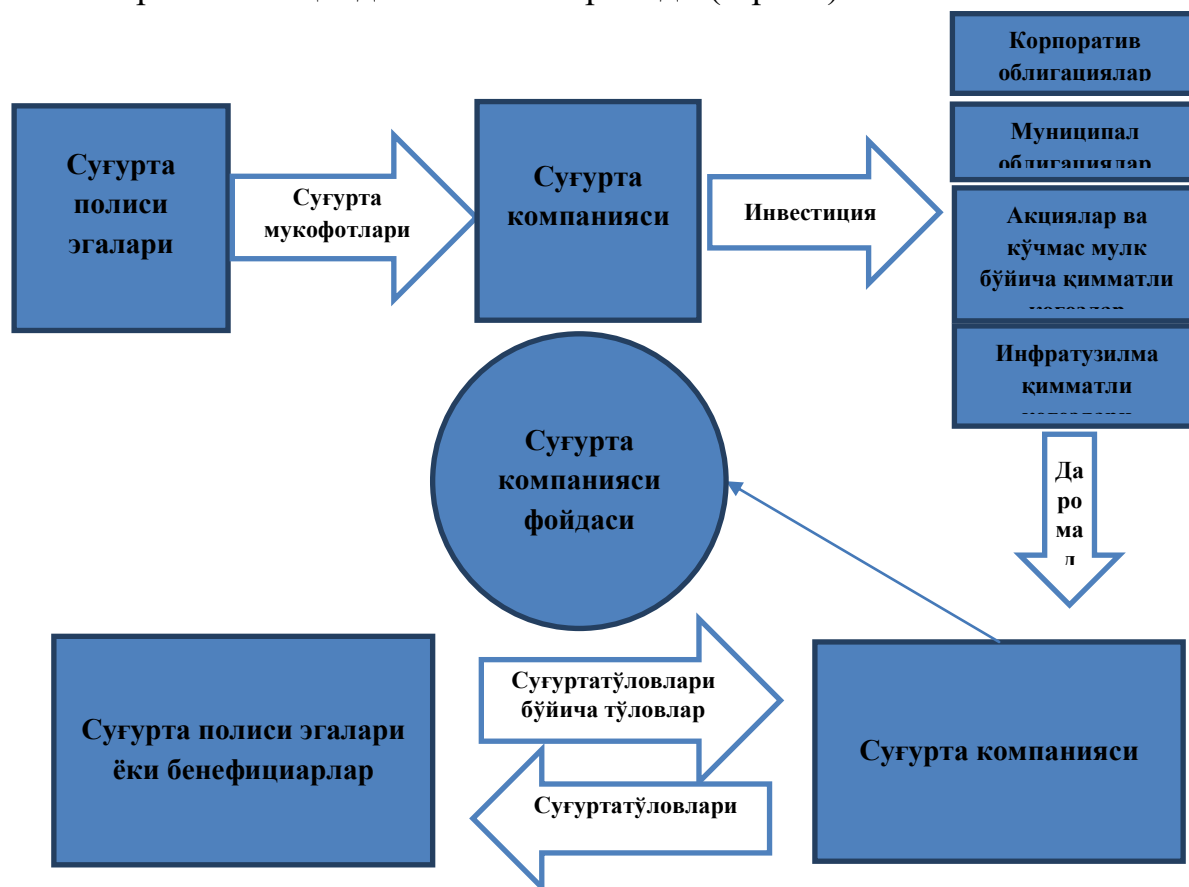
7-расм. Инвестиция фондлари фаолиятига қўйилган чекловлар [12]

Мамлакатимизда инвестиция фондлари фаолияти самардорлигини ошириш ватанпарварлиги билан

мажорҳолатларининг олдини олиш мақсадида уларнинг фаолиятига маълум бир даражада чекловлар ўрнатилган (7-расм). Хусусан, одатдаги акциядорлик жамиятларидан фарқли равишда инвестиция фондларига фақатгина оддий акциялар чиқаришга рухсат берилган, корпоратив ва инфратузилма облигациялари, имтиёзли акциялар каби қимматли қоғозлар чиқаришга ҳамда опцион, фьючерс каби ҳосилавий қимматли қоғозлар олишга рухсат берилмаган.

Суғурта компаниялари ҳам капитал бозорининг муҳим иштирокчиларидан эканлигини инобатга олган ҳолда шуни айтишимиз мумкинки, суғурта компаниялари “инвестиция фаолиятини амалга оширишга, қимматли қоғозлар бозорида инвестиция воситачиси сифатида профессионал фаолиятни амалга оширишга ҳақли ҳисобланади. Бунда

мазкур фаолият турини амалга ошириш учун суғурта компаниясининг лицензия олиши талаб қилинмайди” [12]. Капитал бозорида суғурта компаниялари томонидан инвестиция фаолияти воситачилик ва эмиссион фаолиятларидан кўра кенгроқ амалга оширилади. Суғурта компанияларининг капитал бозоридаги инвестиция фаолиятини ташкил этиш бир неча босқичда амалга оширилади (8-расм).



8-расм. Капитал бозорида суғурта компаниялари инвестиция фаолиятининг ташкилий механизми²

8-расмга кўра, даставвал, суғурта полис эгалари томонидан амалга оширилган суғурта мукофотлари суғурта компанияда жамғарилади. Сўнгра суғурта компаниялари инвестиция фаолиятини турли узок муддатли қимматли қозғаларни сотиб олиш орқали амалга оширади ҳамда улардан маълум бир миқдорда даромад ва фойда олади. Ушбу жараёнлар давомида турли суғурта ҳодисалари юз бериши натижасида суғурталанувчилар ёки бенефициарлар томонидан суғурта тўлови бўйича суғурта компаниясига сўровлар келиб тушиши мумкин. Бундай ҳолда суғурта компаниялари инвестиция фаолиятидан олган даромадларининг маълум бир қисмини суғурта тўловларига йўналтиради. Инвестиция

² Муаллиф томонидан шакллантирилган

фаолиятдан олинган фойда суғурта компанияси раҳбарияти томонидан акциядорларга дивиденд сифатида тўланиши, реинвестиция қилиниши ёки бошқа масалаларни ҳал қилишга йўналтирилиши ҳам мумкин. Аксарият ҳолларда суғурта компанияларининг капитал бозоридаги иштироки мазкур кўринишда бўлишини таъкидлаб ўтишимиз мумкин.

Хулоса

Капитал бозорида институционал инвесторлар фаолиятининг ташкилий жиҳатларини ўрганиш асосида қуйидаги хулосалар келтиришимиз мумкин.

Биринчидан, капитал бозорини ривожлантиришда институционал инвесторлар фаолиятини самарали йўлга қўйиш, эркин фаолият кўрсатиши учун зарур шарт-шароитлар яратиш, инвестицион жозибадорликни ошириш, ахборотлар очиклиги ва ишончлилигини таъминлаш каби вазифаларни амалга ошириш зарур.

Иккинчидан, тижорат банклари капитал бозорида инвестор сифатида ўзларининг мавжуд молиявий ресурсларини қимматли қоғозларга ва бошқа узоқ муддатли инвестицияларга йўналтириш орқали иштирок этади. Мамлакатимизда тижорат банклари асосий молиялаштирувчи институт сифатида шаклланганлигини сабабли тижорат банкларининг капитал бозоридаги фаолиятига кенг йўл очиш ва уларнинг молиявий воситачилик фаолиятини ҳам шакллантириш зарур.

Учинчидан, суғурта компаниялари ҳам капитал бозорининг муҳим иштирокчиларидан эканлигини инобатга олган ҳолда шуни айтишимиз мумкинки, суғурта компаниялари инвестиция фаолиятини амалга ошириши, капитал бозорида инвестиция воситачиси сифатида профессионал фаолиятни амалга ошириши ҳуқуқий жиҳатдан белгилаб қўйилган, бироқ амалда бу турдаги самарали операцияларни кўп ҳам кузатавермаймиз.

Фойдаланилган адабиётлар рўйхати

1. Lambert R.A., Leuz C., Verrecchia R.E. Information asymmetry, information precision, and the cost of capital. // Review of Finance. Volume 16, Issue 1, January 2012, Pages 1-29; <https://www.scopus.com/record/display.uri?eid=2-s2.0-84555186837&origin=inward&txGid=5549271200d0dbdddef2e3393f7b3233#references>

2. Fenghua Wen, Qian Zou, Xiong Wang. The contrarian strategy of institutional investors in Chinese stock market. // Finance Research Letters. 11 November 2020. – P.18;

<https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1544612320316597>

3. Fateh Saci, Sajjad M.Jasimuddin. Does the research done by the institutional investors affect the cost of equity capital? // Finance Research Letters. 3 November, 2020. – P.11;

<https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1544612320316482#bib0023>

4. Donghan Kim, Hyun-Dong Kim, Denis Yongmin Joe, Ji Yeol Jimmy Oh. Institutional investor heterogeneity and market price dynamics: Evidence from investment horizon and portfolio concentration. // Journal of Financial Markets. 16 October 2020. – P.25;

<https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1386418120300732>

5. Henry Petersen, Harrie Vredenburg. Corporate governance, social responsibility and capital markets: exploring the institutional investor mental model. // Corporate Governance International Journal of Business in Society. October, 2009. – P.14;

https://www.researchgate.net/publication/235263449_Corporate_governance_social_responsibility_and_capital_markets_Exploring_the_institutional_investor_mental_model

6. Ф.Мухамедов. Ўзбекистонда қимматли қоғозлар бозори савдо тизимларини ривожлантириш йўналишлари: Иқтисодиёт фанлари доктори (DSc) диссертацияси автореферати. – Т.: Тошкент молия институти, 2019. – 7 бет

7. У.Р.Халиков. Ўзбекистонда фонд бозори орқали инвестицион фаолиятни молиялаштиришни такомиллаштириш: Иқтисодиёт фанлари бўйича фалсафа доктори (PhD) диссертацияси автореферати – Т.: Тошкент давлат иқтисодиёт университети, 2017. – 8 бет.

8. S.Elmirzayev va boshqalar. Moliya bozori. // - Т.: “Iqtisod-Moliya” nashriyoti. – 9-bet

9. Ўзбекистон Республикаси Адлия вазирлиги томонидан 2008 йил 2 декабрда 1874-сон билан давлат рўйхатидан ўтказилган “Қимматли қоғозлар бозоридаги институционал инвесторлар фаолиятининг профессионал стандартлари тўғрисида”ги Низом, <https://lex.uz/docs/-1412377>

10. Ўзбекистон Республикаси Адлия вазирлиги томонидан 2008 йил 2 декабрда 1875-сон билан давлат рўйхатидан ўтказилган “Институционал инвесторлар томонидан корпоратив қимматли қоғозларга қилинадиган инвестицияларнинг сифати ва минимал даражасига ўрнатилган меъёрий талаблар тўғрисида”ги Низом, <https://lex.uz/docs/-1412249>

11. Ўзбекистон Республикасининг “Банклар ва банк фаолияти тўғрисида”ги 580-сонли Қонуни, 5.11.2019.<https://lex.uz/uz/docs/-4581969>

12. Ўзбекистон Республикасининг “Суғурта фаолияти тўғрисида”ги 730-сонли Қонуни, 23.11.2021. <https://lex.uz/uz/docs/-5739117>