

ПЕНСИЯ ФОНДИ ПОРТФЕЛИ АКТИВЛАРИНИ МОЛИЯВИЙ ИНСТРУМЕНТЛАР
ЁРДАМИДА ДИВЕРСИФИКАЦИЯЛАШ ХУСУСИЯТЛАРИ

Султанов Махмуд Ахмедович –
ТДИУ ҳузуридаги “Ўзбекистон иқтисодий ва
ривожлантиришнинг илмий асослари ва муаммолари”
илмий-тадқиқот маркази, катта илмий ходим, PhD

Аннотация: Мақолада, Қозоғистон пенсия фондлари портфели активларини қимматли қоғозлар бозори инструментлари ёрдамида диверсификациялашнинг амалдаги ҳолати ўрганилган. Тадқиқот давомида олинган хулосалардан, Ўзбекистонда ўтказиладиган пенсия ислохотлар жараёнида фойдаланиш бўйича таклифлари ишлаб чиқилган.

Таянч сўзлар: капитализация, фонд бозори, қимматли қоғозлар бозори инструментлари, пенсия фонди, диверсификация, ишончли бошқарувчи, пенсия фонди портфели.

Аннотация. В статье проведен анализ современного состояния диверсификации активов пенсионных фондов Казахстана посредством инструментов рынка ценных бумаг. На основе выводов полученных в результате исследования, даны предложения по их использованию в процессе пенсионных реформ, проводимые в Республике Узбекистан.

Ключевые слова: капитализация, фондовый рынок, инструменты рынка ценных бумаг, пенсионные фонды, диверсификация, доверительные управляющие, портфель пенсионного фонда.

Annotation. The article analyzes the current state of diversification of assets of pension funds of Kazakhstan through securities market instruments. Based on the findings of the study, suggestions are given for their use in the process of pension reforms carried out in the Republic of Uzbekistan.

Keywords: capitalization, stock market, securities market instruments, pension funds, diversification, trustees, pension fund portfolio.

Қириш. Нодавлат мақсадли ва хусусий пенсия фондига тўпланган маблағларнинг ўз қийматини сақлаб, капиталлашиб боришида қимматли қоғозлар (фонд) бозори муҳим роль ўйнайди. Бунда пенсия фонди портфелини турли молиявий инструментлар ёрдамида диверсификация қилиш, ундаги риск омилини камайтириш учун хизмат қилади. Маълумки, ҳар бир инвестор ортиқча маблағини инвестиция қилишда имкон қадар юқори даромад олишни кўзлайди. Юқори даромад эса, кўп ҳолларда риск даражасига боғлиқ бўлади. Экспертлар ривожланган мамлакатлар фонд бозорида акцияларни энг юқори рискка мойил, давлат қимматли қоғозларини эса риск даражаси минимал деб ҳисоблашади.

Капитал бозорини ривожлантириш стратегияси лойиҳаси доирасида пенсия фондарини капитал бозорига жалб этиш, жумладан «Пенсия тизимини пенсия жамғармасига ажратмалар асосида энг кам давлат пенсияси ёки жамғариб бориладиган пенсия тўлашни назарда тутувчи уч босқичли пенсия таъминоти тизимига ислох қилиш, иш берувчиларни пенсия жамғармалари билан ўзаро ҳамкорликка ундаш механизмларини жорий этган ҳолда хусусий пенсия жамғармаларини очиш ва ривожлантириш учун шарт-ша-

роитлар яратиш»[1] борасида ҳам мунозаралар юзага келган эди.

Шу сабабли танланган илмий мақоланинг долзарблиги, чет эл тажрибаси асосида Ўзбекистонда ҳам нодавлат, шу билан бирга хусусий пенсия фондлари маблағларини жамғариш ҳамда уларнинг портфелидаги активларини молиявий инструментлар ёрдамида диверсификациялаш билан боғлиқ таклиф ва тавсиялар ишлаб чиқишдан иборат. Шу мақсадда МДҲ давлатларидан ривожланиш даражаси яқин бўлган, ҳамда Ўзбекистон амалиётида эталон сифатида қўллаш учун мос келадиган Қозоғистон тажрибасини ўрганиш муҳим аҳамият касб этади.

Адабиётлар таҳлили. Пенсия фонди маблағларини молиявий активларга алмашинув механизми У. Шарп, Г. Александер, Дж.Бейлиларнинг илмий тадқиқотларида алоҳида ўринга эга бўлса, институционал инвестор сифатида капитал бозорига жалб қилиш, даромадлигини сақлаш ва диверсификациялаш масалалари бўйича Л.Дж. Гитман ва М.Д. Джонк илмий изланишлар олиб борган. Шунингдек, Россиялик олимлардан А.Е. Абрамов – коллектив инвестициялаш институтларини ривожлантириш орқали пенсия тизимини такомиллаштириш[2], А. Д. Радыгин - очиқ (ўзаро) инвестиция фондларининг иқтисодий ва хусу-

сий молия учун аҳамияти[5] ҳамда А.П.Соколов - хусусий пенсия жамғармалари, давлат бошқарувчи компанияси ва бошқарув компанияларининг инвестицион жозибадорлигининг қийсий тавсифини таъқиқ этишган бўлса, Ўзбекистонлик иқтисодчи олимлардан А.Омонов - миллий иқтисодиётда “узун пуллар” ҳажмини ошириш мақсадида нодавлат пенсия фондлари ташкилий-ҳуқуқий асосларини такомиллаштириш[4], Г.Косимова - жамғариб бориладиган пенсия жамғармаси маблағлари активларини қимматли қоғозлар билан боғлиқ операцияларда фойдаланиш[3] ва Д.Р. Рустамов пенсия жамғармаси молиявий барқарорлигини таъминлаш истиқболлари[6] га ўз эътиборини қаратишган.

Пенсия фондларининг молия бозоридаги фаолиятига оид «пенсия фондлари – бу портфел инвесторлари бўлиб, уларнинг миллий бозордаги ривожланиши миноритар инвесторларнинг маҳаллий қонунчилик томонидан ҳуқуқларини қандай таъминлашига боғлиқ[2]» таърифи, уларнинг институционал инвестор сифатида ўрганиш зарурлигини ҳам англатади.

Асосий қисм. Барча давлатлардаги каби, Ўзбекистонда ҳам бюджетдан ташқари пенсия фонди ва фуқароларнинг жамғариб бориладиган пенсия тизими (ЖБПТ) маблағларини йиллар давомида тўпланиб боришини инобатга олиб, инфляция ҳавфидан сақлаш ва даромадлари капиталлашувини таъминлаш муҳим аҳамият касб этади. Шу мақсадда, “республикамизда фуқароларнинг жамғариб бориладиган пенсия маблағлари Халқ банки томонидан Ўзбекистон Республикаси Молия вазирлиги ва Ўзбекистон Республикаси Марказий банки билан келишилган ҳолда аҳоли манфаатларига хизмат қилувчи муҳим стратегик лойиҳаларга жойлаштирилмоқда. Ушбу жойлаштиришдан олинадиган даромадлар эса фуқароларнинг жамғариб бориладиган пенсия маблағларига фоизли даромадлар кўринишида тўлиқ тўлаб берилади. Демак, давлат томонидан фуқароларга бюджетга ўтказиладиган маблағлар ҳисобидан жамғариб бориладиган пенсия маблағлари берилиб, шу билан бирга, ушбу маблағларни жойлаштиришдан олинадиган даромадлар ҳисобига ҳар йили фоизли даромадлар кўшиб берилмоқда”[8]. Хорижий мамлакатларда эса ЖБПТ портфелидаги маблағлар давлат бошқарув компаниялари орқали асосан молиявий инстру-

ментларга диверсификацияланиб, маблағлари капиталлашувига эришилади.

Чет эл мамлакатларида, жумладан Қозғистонда ҳам ЖБПТ ва хусусий пенсия фондлари маблағлари молия бозорида фаол иштирок этиб, суғурта компаниялари ва инвестиция фондлари каби институционал инвестор сифатида аҳоли жамғармаларини қимматли қоғозлар орқали диверсификациялаш ёрдамида узоқ муддатли инвестициялаш мақсадлари учун жамланади. Кейинчалик, иқтисодиёт реал сектори корхоналарининг ишлаб чиқариш ресурсларини янгилаш ва кўпайтиришга йўналтириб, пировардида мамлакат иқтисодий ўсишини таъминлайди. Республикамизда эса аҳоли маблағларини фонд бозорига жалб қилишда институционал инвесторлар сифатида қатнашадиган тижорат банклари яққол устунликка эга ва уларнинг улуши 98,5%[9]ни ташкил этади. Бу, республикамизда аҳоли бўш пул маблағларини фонд бозорига институционал инвестор сифатида жалб қилишда пенсия фондларининг иштироки таъминланмаганлигидан далолат беради.

Фонд бозори ривожланган мамлакатларда пенсия фонди маблағларини шакллантириш ва улардан фойдаланишда аҳоли манфаатларини ҳар томонлама ҳисобга оладиган ўз моделининг мавжудлигини инобатга олган ҳолда, Ўзбекистонда ҳам унинг муқобил вариантларини кенг қўллаш давр талаби эканлиги тўғрисида Капитал бозорини ривожлантириш агентлиги директори О. Назиров ҳам таъкидлаб ўтган эди. Жумладан, у ўз сўзида «Бу бошқа мамлакатларда қандай амалга оширилади? Киши пенсия ҳисобварағига пулларини кўйганида, улар солиққа тортилмайди. Яъни, сиз солиқ базангизни пасайтирмақдасиз. Фуқарода пул тежаш учун тўғридан-тўғри рағбат пайдо бўлади. Бу пуллар кейинчалик қимматли қоғозларга фонд бозори орқали киритилади»[7] - деган эди.

Ривожланган мамлакатларда нодавлат пенсия жамғармалари молия бозорининг фаол иштирокчилари ҳисобланади. Улар, бошқа коллектив инвесторлар ёки институционал инвестор сингари, индивидуал инвесторларнинг маблағларини бир жойга тўплаб, портфелини молиявий инструментларга диверсификациялаш орқали инвестициялашни амалга оширадilar. Қимматли қоғозлар бозорида пенсия фондларининг коллектив инвестициялаш институтлари сифатида фаолият юритадиган инвестиция фондларидан фарқи

шундаки, уларнинг асосий вазифаси аҳолининг пенсия жамғармаларини сақлаш ҳамда уни кўпайтириш бўлиб, асосий эътибор омонатчилар ва иштирокчилар учун хатарларни минималлаштиришга қаратилади. Шу билан бирга нодавлат пенсия жамғармалари молия бозорида “узун пул”лар манбаси бўлганлиги туфайли қимматли қоғозларнинг иккиламчи бозори ривожланишига таъсири юқоридир.

Аксарият давлатлар молия бозорида қимматли қоғозларнинг рискка мойиллигини инobatга олган ҳолда, у билан боғлиқ операцияларни тижорат банклари фаолиятдан ажратиб амалга оширадilar. АҚШда ҳам 1929 йилдаги инқироз жараёнида банкларнинг талофат кўришида, мутахассислар жалб қилинган маблағларнинг корпоратив қимматли қоғозларга йўналтирилганлиги билан боғлиқ бўлганлигини эътироф этишади. Шу сабабли, қимматли қоғозлар ва биржалар бўйича Америка комиссияси (SEC) банкларнинг инвестиция фаолиятини тижорат фаолиятдан ажратишга қарор қилган. Ушбу комиссия бундай қўйилмалар юқори рискка эга эканлиги туфайли тижорат банкларига буни амалга оширишни таъқиқлаб, инвестиция банкларига эса аксинча мижозлари томонидан қўйилган капиталлари ҳаракати натижасида қаердан даромад келаётгани ёки аксинча зарарга ишлаётгани тўғрисида тасаввурга эга бўлиши мақсадида рухсат берган. Шу сабабли, ҳозиргача АҚШда инвестор томонидан инвестиция банки бошқарувига маблағлар икки томонлама шартнома келишувга асосан ўтказилади. Унда инвестор пул маблағларини кимга берганлиги ва банк ушбу маблағни нималарга ишлатиши аниқ акс этган бўлади.

Европа мамлакатларида банкларнинг қимматли қоғозлар билан боғлиқ инвестицион фаолияти қонуний равишда тижоратдан ажратилмаган. Банklar у ерда универсалдир. Бироқ, мижозлар доираси, уларнинг талаблари ва шунга мос равишда тақдим этилаётган хизматлар тўпламидаги туб фарқ банklarга ушбу фаолият турларини, мижозлар маблағларини (тижорат ва инвестиция) ва уларга хизмат кўрсатувчи мутахассисларни ажратишни тақозо этади.

Демак, фонд бозорида пенсия фонди маблағларини инвестициялашда АҚШда инвестиция банкларидан, Европа давлатларида универсал банк хизматларидан фойдаланишади. Бу ўз навбатида, АҚШ қимматли

қоғозлар бозори ташкилий моделининг англо - саксон, Европа давлатларининг эса континентал моделига хошлигини англатади.

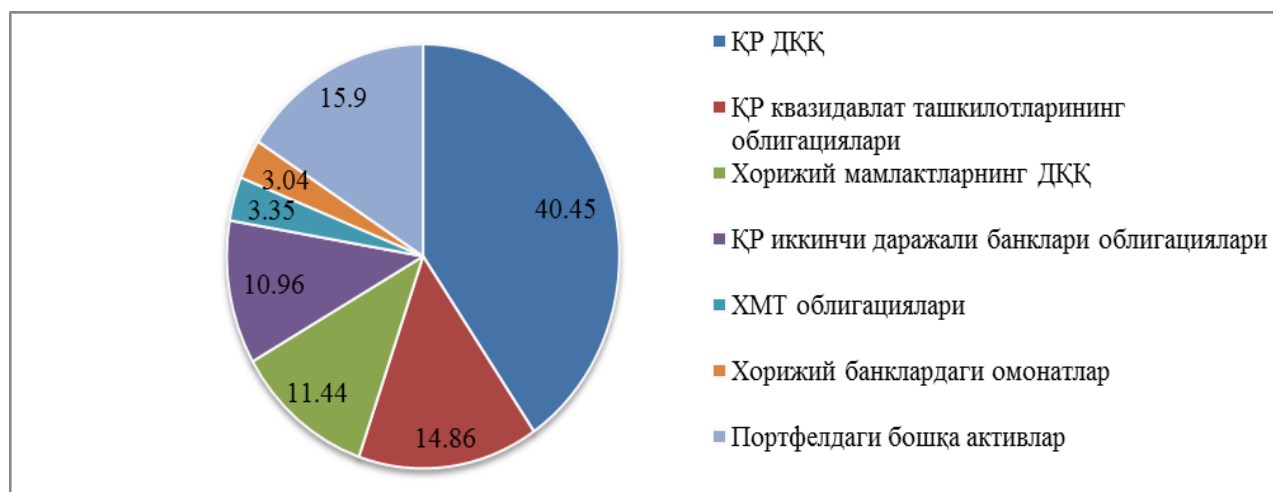
Шу билан бирга ривожланаётган мамлакатлар қаторига кириб, қимматли қоғозлар бозори ташкилий моделининг гибрид (аралаш) моделига мансуб Ўзбекистон каби бозор муносабатлари шаклланаётган Қозоғистонда ҳам ЖБПТ ва хусусий пенсия фондлари ҳам фонд бозорида фаол иштирок этиб келмоқда. Қозоғистонда пенсия фондларининг турли хил шаклларида вужудга келганлиги аҳолининг кенг қатламлари ўртасида маблағларни жалб қилишда рақобат муҳитини юзага келтирган. Шу сабабли, пенсия фонди маблағларини фонд бозори орқали инвестициялаш борасида МДХ давлатларидан ривожланиш даражаси яқин бўлган Ўзбекистон амалиётида эталон сифатида қўллаш учун мос келадиган Қозоғистон тажрибасини ўрганиш муҳим аҳамият касб этади. Қозоғистонда пенсия фондлари портфели активларини қимматли қоғозлар инструментларига диверсификациялашнинг амалдаги ҳолати, у ерда юқоридаги иккита модель (англо-саксон ва континенталь) аралашмасига хос гибрид моделдан фойдаланаётганини кузатиш мумкин.

Қозоғистонда қимматли қоғозлар бозорининг яна бир фарқли жиҳати мегарегулятор функцияси Марказий банк зиммасига юклатилган. Шу сабабли, пенсия фонди портфелидаги маблағларини фонд бозорига инвестициялашда, активларини давлат ишончли бошқарувчиси сифатида давлат банклари танлаб олинади. 2020 йил 1 январдан бошлаб ҚР молия бозорини тартибга солиш ва ривожлантириш агентлиги ишламоқда. Янги давлат органи топширилган функциялар ва ваколатларга мувофиқ Миллий банкнинг ҳуқуқ ва мажбуриятлари вориси сифатида белгиланади[10]. Ишончли бошқарувчига бўлган эҳтиёж хусусий инвестор (асосан, аҳоли)нинг фонд бозорида етарли малака ва кўникмалари камлиги туфайли уларнинг маблағларини бошқариш ҳамда инвестицион қарор қабул қилишда профессионал мутахассислар мавжудлиги боис вужудга келади.

ҚРда ЖБПТ амалда ягона жамғариб бориладиган пенсия фонди (ЯЖПФ) деб номланиб, унинг портфели активларини бошқариш мамлакат қонунчилигига мувофиқ Миллий банки ишончли бошқарувчиси ихтиёрига топширилган. ҚР Миллий банки ишончли бошқарувчиси ихтиёрига топширилган ягона жамғариб бориладиган пенсия фонди активлари-

нинг 2018-2019 йиллардаги ҳолати таҳлили, бизга ушбу мамлакатда пенсия фонди активларининг жойлаштирилиши натижасида олинган инвестицион даромад ҳақида маълумотга эга бўлиш имконини беради. Унга кўра, ҚРда ЯЖПФ активлари 2018 йилда 9378,03 млрд. тангани ташкил этган бўлса, 2019 йилга келиб ушбу сумма 10 798,3 млрд. тангага етган. Яъни, ЯЖПФ активлари 1600,27 млрд. тенгега кўпайиб, ўсиш ўтган йилга нисбатан 15,1%ни ташкил қилган. Ўз навбатида, ҳисобланган инвестицион даромаднинг ЯЖПФнинг портфелидаги пенсия активларига нисбатан улуши 2018 йилда 9,8% ёки 917,1 млрд. тенгени ташкил этган бўлса, 2019 йилга келиб унинг улуши мос равишда 6,5% ёки 699,77 млрд. тенгени ташкил этган. Бу шундан далолат берадики, 2019 йилда ЯЖПФнинг портфелидаги пенсия активларига нисбатан ҳисобланган инвестицион даромад фоизининг ўтган йилга нисбатан 3,3%гача пасайиши, 217,33 млрд. тенге кам инвестицион даромад ҳисобланишига сабаб бўлган[11].

ҚР ҳам ЯЖПФнинг портфели бошқа ривожланган ва ривожланаётган фонд бозорлари каби мамлакат фонд биржаси тараққиёти таъсири ва қонунчилиги доирасида рухсат этилган, шунингдек бошқа давлатлар томонидан ҳам муомалага чиқарилиб фонд бозорлари савдосида қатнашаётган қимматли қоғозлар инструментлари ҳисобига шаклланади. ЯЖПФнинг портфелини шакллантиришда ҚР Миллий банки ишончли бошқарувчиси, ушбу портфелни шакллантиришга оид ҳуқуқий-норматив ҳужжатларга риоя қилган ҳолда юқорида таъкидлаб ўтганимиздек, асосий эътиборни риск даражаси кам деб эътироф этилган молия бозори инструментларига қаратишади. Шу билан бир қаторда, ЯЖПФнинг портфелини шакллантиришда барча давлатлар қонунчилигида бўлгани каби ҚР қонунчилигида ҳам, портфелда риск таъсирини камайтириш мақсадида асосий эътибор қимматли қоғозлар бозори инструментларини диверсификациялаш ҳисобга олинади (1-расм).



1-расм. 2020 йил 1 январь ҳолатига ҚР МБ бошқарувида бўлган пенсия фонди портфели активлари таркибида молиявий активлар турлари ҳамда уларнинг улуши[12]

2020 йил 1 январь ҳолатига ҚР МБ бошқарувида бўлган пенсия фонди портфели активлари таркибида молиявий инструментлардан ҚР ДҚҚнинг улуши 40,55% ни ташкил этиб, портфелда асосий ўринга, ҚР квазидавлат ташкилотларининг облигациялари 14,86%, хорижий мамлакатлар ДҚҚ 11,44% ва ҚР иккинчи даражали банклари облигациялари 10,96% улуш билан ўртача, шунингдек, ХМТ облигациялари 3,35% ҳамда хорижий банклардаги омонатлар 3,04%га

эга бўлган ҳолда кам улушли молиявий инструментлари таркибига киради. Шу билан бирга, портфелда улуши 0,09 %дан – 2,36% гача бўлган 9 та молиявий инструмент турлари ҳам иштирок этган. Умуман, ҚР МБ бошқарувида бўлган пенсия фонди портфели активлари таркибини диверсификация қилиш учун ушбу портфелдан жой олмаган ҚРМБ ноталарини ҳам қўшиб ҳисоблаганда 17 та молиявий инструментдан фойдаланиш мумкинлигини кузатишимиз мумкин.

Пенсия фондлари ўзлари эгалик қилаётган потфелда активлар қийматининг инфляция натижасида тушиб кетиши ҳавфини камайтириш мақсадида, марказий банкнинг қайта молиялаштириш ставкаси даражасидан паст бўлмаган фоизларда молиявий активларга инвестиция киритишга ҳаракат қилишади. Бунда молиявий инструментларга қўйилган инвестицияларнинг муддатлилиги ва кафолат даражаси ҳам муҳим роль ўйнайди. ҚР ЯЖПФ портфелидаги активлар асосан давлат қимматли қоғозларига инвестицияланиши ҳам риск даражасини минималлаштиришга бўлган ҳаракат деб қараш мумкин.

Хулоса ва таклифлар. Қозоғистон Республикаси ягона жамғариб бориладиган пенсия фонди портфелидаги маблағларини фонд бозори орқали қимматли қоғозлар бозори инструментларига диверсификациялаштириш асосида жойлаштириш хусусиятларини ўрганиш жараёнида олинган хулосалардан, Республикамизда пенсия соҳасида ўтказилиши режалаштирилган ислохотлар жараёнида ташкил этиладиган нодавлат ва хусусий пенсия фонди портфелини диверсификациялашда фойдаланиш мумкин.

ҚР фонд бозорида пенсия фонди активларини шакллантиришга тавсия қилинадиган қимматли қоғозлар инструментлари таркибининг кўплиги, даромадлилик да-

ражасига қараб уларни танлаш имкониятларини беради. Ўзбекистон фонд бозорида бундай инструментларнинг камлиги ҳам истиқболда пенсия фондларига тавсия қилиш мумкин бўлган ва риск даражаси паст қимматли қоғозлар бозори инструментларини муомалага киритиш заруриятини қўяди.

Ўзбекистонда давлат томонидан пенсия фондлари ишончли бошқарувчи функцияси 2018 йил 24 ноябрдаги Ўзбекистон Республикаси ПФ-5583-сонли “Тадбиркорлик ва инновациялар соҳасидаги лойиҳаларни молиялаштириш механизмини такомиллаштириш бўйича қўшимча чора-тадбирлар тўғрисида”ги фармони асосида давлат банклари таркибида бошқарув компаниясини ташкил этиш орқали амалга оширилиши мумкин.

Республикамизда капитал бозорига тегишли иқтисодий ислохотларнинг жадал ривожланиши бўйича қўйилаётган талаблар, аҳолининг ҳам молиявий саводхонлиги ошишида муҳим аҳамият касб этади. Чунки, аҳоли томонидан пенсия фонди портфели активларини шакллантириш ва молия бозори инструментларини танлаш орқали диверсификация қилишда фаол иштирок этиш мумкин. Бунда аҳолининг молиявий саводхонлигининг оширилиши муҳим аҳамият касб этади. Айнан шунинг учун ҳам капитал бозорини ривожлантириш стратегиясида алоҳида дастурлар ишлаб чиқилиши назарда тутилган.

Манба ва адабиётлар руйхати:

1. Ўзбекистон Республикаси Президентининг “Ўзбекистон Республикаси капитал бозорини ривожлантиришнинг 2020-2025 йилларга мўлжалланган стратегиясини тасдиқлаш тўғрисида”ги Фармони лойиҳасининг 2-илова йўл харитаси-1.3 банди.
2. Абрамов А.Е. Институциональные инвесторы в мире. Особенности деятельности и политика развития. В 2 кн. Кн/1. под ред. А.Д. Радыгина. М.: Издательский дом «Дело» РАНХиГС, 2014.
3. Косимова Г. Фуқароларнинг жамғариб бориладиган пенсия таъминотида хорижий тажрибалардан фойдаланиш. Бизнес-эксперт. 2014 йил.
4. Омонов А. Маҳаллий инвестициялар ҳажмини оширишда “узун пуллар”нинг аҳамияти. Бизнес-эксперт. 2015 йил №2 (86).
5. 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.
6. Рустамов Д.Р. Пенсия жамғармасининг молиявий барқарорликни ошириш ва инвестиция сиёсатини фаоллаштириш мақсадида пенсия тизимини такомиллаштириш. “Халқаро молия ва ҳисоб” илмий электрон журнали. № 3, июнь, 2018 йил.
7. Назиров О. Ўзбекистонда хусусий пенсия жамғармалари ташкил этилади. кун.уз.
8. Эшмирзаев Ф. Жағариб бориладиган пенсия таъминоти фуқаролар учун қўшимча даромад манбаи. ЎЗ.АА
9. www.deponet.uz
10. www.finreg.kz
11. www.enpf.kz/ru
12. www.enpf.kz/ru маълумотлари асосида муаллиф томонидан умумлаштирилган.