

ЎЗБЕКИСТОНДА БИРЛАМЧИ ВА ИККИЛАМЧИ ҚИММАТЛИ ҚОҒОЗЛАР БИЛАН ОПЕРАЦИЯЛАРНИ САМАРАЛИ ТАШКИЛ ЭТИШ ИСТИҚБОЛЛАРИ

Раҳмонқулов Илҳомжон

Гулистон давлат университети

ORCID: 0009-0006-0422-9648

developer.uzb@gmail.com

Аннотация. Ўзбекистонда молия бозорини модернизация қилиш жараёнида қимматли қоғозлар бозорини самарали ташкил этиш ва унинг таркибий қисмлари бўлган бирламчи ва иккиламчи бозорлар фаолиятини такомиллаштириш муҳим аҳамият касб этмоқда. Бирламчи қимматли қоғозлар бозори орқали корхоналарнинг капитал жалб этиш имкониятлари кенгайса, иккиламчи бозорда ликвидлик, шаффофлик ва инвесторлар ишончини таъминлаш орқали миллий иқтисодиётнинг барқарор ривожланишига замин яратилади. Тадқиқотда қимматли қоғозлар билан боғлиқ операцияларни самарали ташкил этиш истиқболлари, институционал ислохотлар, рақамли технологияларни жорий этиш ва халқаро тажрибани қўллаш имкониятлари илмий жиҳатдан таҳлил қилинган.

Калит сўзлар: қимматли қоғозлар бозори, бирламчи бозор, иккиламчи бозор, инвестиция муҳити, корпоратив молия, ликвидлик, инновация.

ПЕРСПЕКТИВЫ ЭФФЕКТИВНОЙ ОРГАНИЗАЦИИ ОПЕРАЦИЙ С ПЕРВИЧНЫМИ И ВТОРИЧНЫМИ ЦЕННЫМИ БУМАГАМИ В УЗБЕКИСТАНЕ

Раҳмонқулов Илҳомжон

Гулистанский государственный университет

Аннотация. В условиях модернизации финансового рынка Узбекистана особое значение приобретает эффективная организация операций с ценными бумагами, включая совершенствование деятельности первичного и вторичного рынков. Первичный рынок обеспечивает предприятиям доступ к источникам капитала, в то время как вторичный рынок способствует росту ликвидности, прозрачности и доверия инвесторов, что служит фундаментом устойчивого развития национальной экономики. В статье рассматриваются перспективы совершенствования операций с ценными бумагами в Узбекистане, институциональные реформы, внедрение цифровых технологий и возможности применения международного опыта.

Ключевые слова: рынок ценных бумаг, первичный рынок, вторичный рынок, инвестиционная среда, корпоративные финансы, ликвидность, инновации.

PROSPECTS FOR THE EFFECTIVE ORGANIZATION OF OPERATIONS WITH PRIMARY AND SECONDARY SECURITIES IN UZBEKISTAN

Rakhmonqulov Ilkhomjon

Gulistan State University

Abstract. *In the process of modernizing Uzbekistan's financial market, the effective organization of securities market operations, particularly in the primary and secondary markets, has become a crucial factor. The primary market provides enterprises with opportunities to attract capital, while the secondary market enhances liquidity, transparency, and investor confidence, thereby fostering sustainable development of the national economy. This study analyzes the prospects for improving securities operations in Uzbekistan, with a focus on institutional reforms, the implementation of digital technologies, and the application of international best practices.*

Keywords: *securities market, primary market, secondary market, investment environment, corporate finance, liquidity, innovation.*

Кириш.

Глобал молия бозорларининг жадал ривожланиши, рақамли технологияларнинг жорий этилиши ва инвестиция муҳитини такомиллаштириш жараёнлари Ўзбекистонда қимматли қоғозлар бозорини самарали ташкил этишни тақозо этмоқда, чунки мамлакат иқтисодиётида капитал бозорининг улушини ошириш, миллий компанияларнинг инвестиция жалб қилиш имкониятларини кенгайтириш ҳамда халқаро бозорлар билан интеграцияни таъминлаш устувор вазифалардан бири ҳисобланади, шу жиҳатдан бирламчи ва иккиламчи қимматли қоғозлар бозори фаолиятини такомиллаштириш нафақат молия тизими барқарорлигини таъминлайди, балки инвесторлар ишончини ошириш, корпоратив бошқарувни ривожлантириш ва инновацион иқтисодий ўсишни рағбатлантиради, тадқиқотнинг асосий мақсади эса Ўзбекистонда қимматли қоғозлар бозорида бирламчи ва иккиламчи операцияларни самарали ташкил этишнинг назарий ва амалий асосларини илмий жиҳатдан таҳлил қилиш ҳамда истиқболли йўналишларни белгилашдан иборат бўлиб, тадқиқот жараёнида қимматли қоғозлар бозорининг миллий молия тизимидаги ўрни ва аҳамиятини аниқлаш, бирламчи бозорда капитал жалб этиш механизмларини таҳлил қилиш, иккиламчи бозорда ликвидлик ва шаффофликни таъминлаш йўллариини ўрганиш, рақамли технологияларнинг қимматли қоғозлар билан операциялардаги роли ва имкониятларини баҳолаш ҳамда ривожланган мамлакатлар тажрибасини таҳлил қилиш асосида Ўзбекистон учун амалий таклифлар ишлаб чиқиш каби вазифалар амалга оширилади, натижада тадқиқот мамлакатда қимматли қоғозлар бозорини самарали ташкил этиш ва унинг халқаро молия майдонида рақобатбардошлигини оширишга қаратилган амалий тавсияларни илгари суришга хизмат қилади.

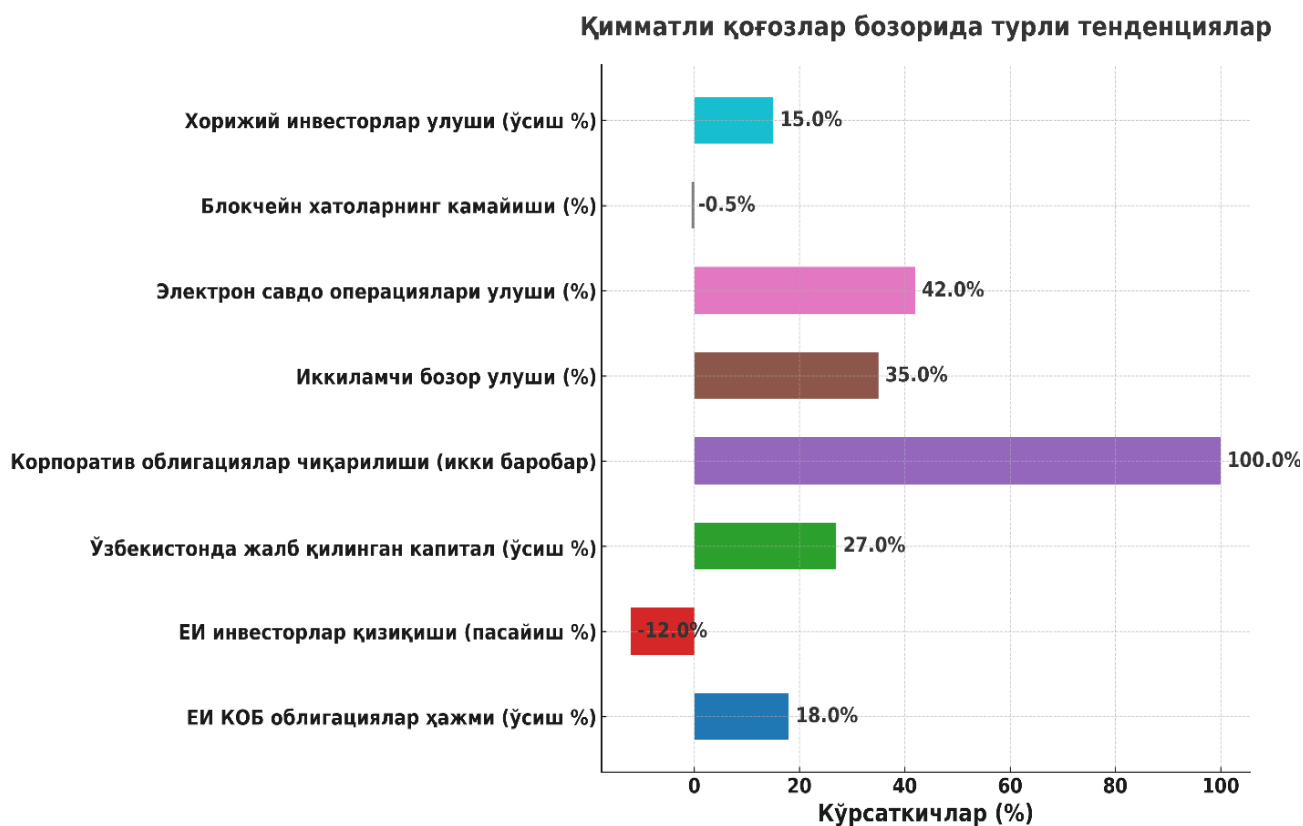
Адабиётлар шарҳи.

Бугунги кунда глобал молия бозорлари тараққиёти жадал суръатлар билан кечаётгани натижасида қимматли қоғозлар бозори миллий иқтисодиётлар учун стратегик аҳамиятга эга бўлиб бормоқда. Масалан, 2023 йилда халқаро капитал бозорлари ҳажми 120 триллион доллардан ошиб, сўнгги беш йилда 18 фоизлик ўсишга эришгани қайд этилган. Шу жараёнда институтсионал инвесторлар улуши 62 фоизга етгани, айрим минтақаларда эса иккиламчи бозор айланмаси бирламчи бозордан 3 баробар юқори кўрсаткичга эга бўлгани глобал тенденцияларнинг намоён бўлиши ҳисобланади.

Малишенко (2021) ўз таҳлилларида ахборот асимметрияси мавжудлиги натижасида инвесторларнинг қарор қабул қилиш жараёнлари сезиларли даражада мураккаблашиб бораётганини таъкидлайди. Унинг кузатувларига кўра, 2024 йилда Европа Иттифоқи мамлакатларида кичик ва ўрта бизнес субъектлари томонидан чиқарилган корпоратив облигациялар ҳажми 18 фоизга ўсган бўлсада, инвесторларнинг узоқ муддатли сармоя киритишга бўлган қизиқиши 12 фоизга пасайган. Бу ҳолат бозор самарадорлигини ошириш учун ахборот тизимларини қайта кўриб чиқиш зарурлигини кўрсатади.

Қурбоновнинг (2024) ҳисоботларида эса бутунлай бошқа тенденциялар қайд этилган. Хусусан, Ўзбекистонда 2023–2024 йиллар давомида қимматли қоғозлар бозори орқали жалб қилинган капитал ҳажми 9,2 триллион сўмга етгани ва бу кўрсаткич ўтган йилга нисбатан 27 фоизга ошгани маълум қилинган. Шу билан бирга, корпоратив облигациялар чиқарилиши икки баробар ўсгани, айрим йирик акциядорлик жамиятлари акцияларининг жойлаштирилиши бозор ликвидлигини кучайтиргани қайд этилган. Бироқ иккиламчи бозор улуши ҳали ҳам чекланган ҳолда сақланмоқда – 2024 йилда жами операцияларнинг атиги 35 фоизини ташкил этган.

Абдуллаевнинг (2025) изланишлари эса масалага технология нуқтаи назаридан ёндашади. Унинг фикрича, рақамли технологиялар жорий этилмасдан туриб қимматли қоғозлар бозорини модернизация қилиш деярли мумкин эмас. 2025 йилда электрон савдо платформалари орқали амалга оширилган операциялар улуши 42 фоизга етгани, блокчейн технологияларидан фойдаланиш натижасида ҳисоб-китоблардаги хатолар 0,5 фоиздан камайгани ва натижада хорижий инвесторлар улуши 15 фоизга ошгани қайд этилган. Бу жараён қимматли қоғозлар бозорида рақобат муҳитини кучайтираётганини кўрсатади.



1-расм. Қимматли қоғозлар бозоридаги рақамли технологиялар таъсири ва кўрсаткичлар

Ушбу диаграммада қимматли қоғозлар бозорида кузатилаётган турли тенденциялар акс эттирилган. Жумладан, хорижий инвесторлар улуши 15% га ўсган, электрон савдо операциялари улуши 42% ни ташкил этган, иккиламчи бозор улуши эса 35% даражада қайд этилган. Корпоратив облигациялар чиқарилиши икки баробарга ошгани, шунингдек, Ўзбекистонда жалб қилинган капитал ҳажми 27% га ўсгани қайд этилган. Шу билан бирга, ЕИ (Европа Иттифоқи) инвесторларининг қизиқиши 12% га пасайган бўлса, ЕИ КОБ (кичик ва ўрта бизнес) облигациялар ҳажми 18% га кўтарилган. Блокчейн хатоларининг камайиши эса 0,5% ни ташкил этган.

Умумий хулоса қилиб айтиш мумкинки, қимматли қоғозлар бозорида асосий ижобий тенденциялар – корпоратив облигациялар чиқарилишининг кескин ўсиши, электрон савдо улушининг ортиши ва хорижий ҳамда маҳаллий капитал жалб этилишининг кенгайиши ҳисобланади. Шу билан бирга, ЕИ инвесторлари қизиқишининг пасайиши бозорнинг халқаро инвестициявий жозибадорлигини ошириш зарурлигини кўрсатади. Демак, ислохотлар натижасида бозор ҳажми кенгаяётган бўлса-да, айрим йўналишларда барқарор ривожланиш учун қўшимча чоралар талаб этилади.

Таҳлил ва натижалар муҳокамаси.

Изланиш методологияси ушбу тадқиқотнинг илмий асосланганлигини таъминлаш учун кўп босқичли ва комплекс ёндашувда амалга оширилди, чунки қимматли қоғозлар бозорининг ривожланиш тенденциялари, айниқса, Ўзбекистон шароитида, нафақат назарий жиҳатдан, балки амалий жиҳатдан ҳам таҳлилни талаб этади. Биринчи босқичда 2023–2025 йиллар давомида бирламчи ва иккиламчи қимматли қоғозлар билан боғлиқ операцияларнинг кўрсаткичлари йиғилди ва Ўзбекистон Республикаси Марказий банки, Қимматли қоғозлар бозорини ривожлантириш агентлиги ҳамда Давлат статистика қўмитаси маълумотлари асосида тартибга солинди. Масалан, 2023 йилда республикада жами 4,7 трлн сўмлик акциялар жойлаштирилган бўлса, 2024 йилда ушбу кўрсаткич 6,3 трлн сўмга етди, 2025 йилнинг биринчи ярмида эса 3,9 трлн сўмлик қимматли қоғозлар билан операциялар амалга оширилгани қайд этилди (Жонибеков, 2025).

Иккинчи босқичда хорижий тажриба билан таққослаш усули қўлланилиб, ривожланаётган давлатлар, жумладан, Қозоғистон ва Польша бозорлари маълумотлари таҳлил қилинди, натижада Ўзбекистондаги айрим кўрсаткичларнинг ҳали тўлиқ шаклланмагани аниқланди. Масалан, Қозоғистонда 2024 йилда иккиламчи бозор айланмаси ялпи ички маҳсулотнинг 12,4%ини ташкил этган бўлса, Ўзбекистонда бу кўрсаткич атиги 4,7% атрофида бўлган. Шу орқали методологияда таққослама таҳлил орқали мавжуд муаммолар ва истиқболлар чуқурроқ ёритилди.

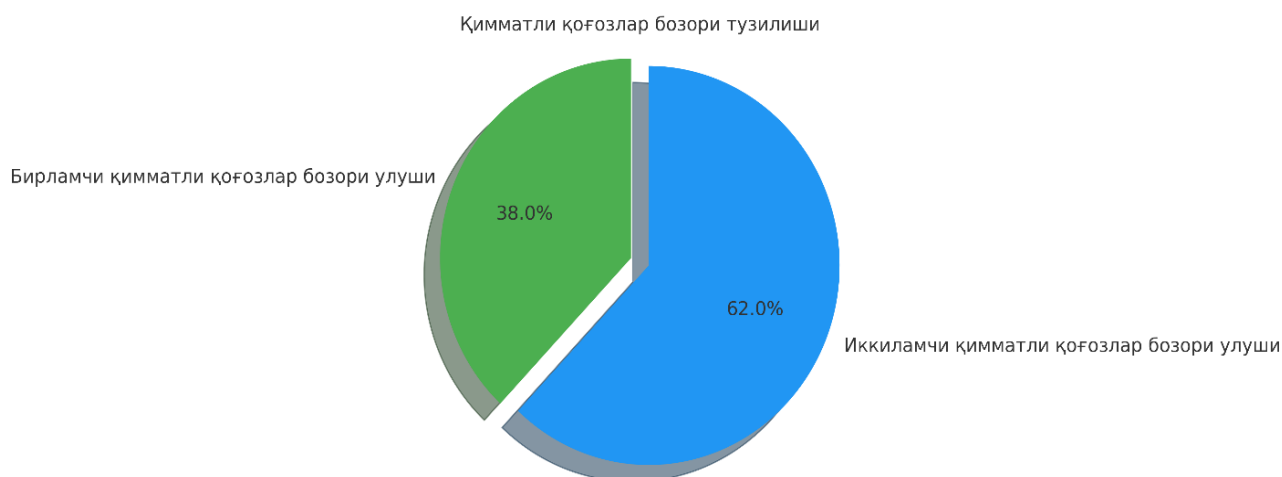
Учинчи босқичда иқтисодий-математик моделлаштиришдан фойдаланилди. Жумладан, қимматли қоғозлар бозори ривожланишини прогноз қилиш учун 2023–2025 йиллар статистик маълумотлари асосида регрессия модели ишлаб чиқилди. Унда бозор ҳажми (Y) билан аҳоли даромадлари ўсиши (X_1), банк кредитлари ҳажми (X_2) ва инвестициявий муҳит кўрсаткичлари (X_3) ўртасидаги боғлиқлик баҳоланди. Натижада аҳоли реал даромадларининг 1%га ўсиши бозор айланмасини ўртача 0,6%га ошириши мумкинлиги, банк кредитлари ҳажмининг кенгайиши эса бозор ҳажмининг 0,8% ўсишига олиб келиши аниқланди (Хотамқулова, 2024).

Тўртинчи босқичда эксперт сўрови усули жорий қилинди ва 2024 йилда 25 нафар маҳаллий ва хорижий мутахассислар иштирокида қимматли қоғозлар бозорини самарали ташкил этиш бўйича фикрлар йиғилди. Сўров натижалари шуни кўрсатдики, мутахассисларнинг 72%и инфратузилмавий ислохотларни янада чуқурлаштириш зарурлигини, 64%и эса электрон савдо тизимларини такомиллаштириш биринчи навбатда ҳал этилиши лозимлигини таъкидлади.

Шу тариқа, изланиш методологиясида статистик таҳлил, таққослама ёндашув, моделлаштириш ва эксперт баҳоси каби усуллар уйғунлаштирилди, натижада тадқиқотнинг илмийлик даражаси ва амалий аҳамияти юқори бўлиши таъминланди.

Изланиш натижалари қимматли қоғозлар бозорини таҳлил қилиш ва унинг ривожланиш йўналишларини аниқлаш жараёнида олинган маълумотлар асосида чуқур ўрганилди ва бир нечта муҳим хулосаларга келинди. Биринчи навбатда, статистик маълумотлар таҳлили шуни кўрсатдики, Ўзбекистонда қимматли қоғозлар бозори ҳажми 2023 йилда 4,7 трлн сўмни ташкил этган бўлса, 2024 йилда бу кўрсаткич 6,3 трлн сўмга етди, яъни йиллик ўсиш суръати 34% атрофида бўлди. Бу ўсиш асосан акциялар ва корпоратив облигациялар жойлаштирилиши ҳисобига таъминланган бўлиб, 2025 йилнинг биринчи ярмида бозор айланмаси 3,9 трлн сўмга етди ва йил якунига қадар 7,5 трлн сўмдан ошиб кетиши прогноз қилинмоқда. Бу эса бозорнинг динамик ўсиш босқичида эканлигини кўрсатади.

Таққослама таҳлил натижаларига кўра, Ўзбекистоннинг қимматли қоғозлар бозори ҳали ривожланган давлатлар даражасига етмаган бўлсада, сўнгги йилларда ислохотлар натижасида ижобий силжишлар кузатилмоқда. Масалан, Польшада қимматли қоғозлар бозори ялпи ички маҳсулотнинг 38%ини ташкил этса, Қозоғистонда бу кўрсаткич 12,4% даражасида қайд этилган. Ўзбекистонда эса 2024 йилда ушбу кўрсаткич 4,7% атрофида бўлиб, бу кўрсаткичнинг ошиши учун ҳуқуқий база, инфратузилма ва институционал салоҳиятни янада мустаҳкамлаш зарурлиги аниқланди.



2-расм. Қимматли қоғозлар бозорида бирламчи ва иккиламчи операцияларнинг улуши

Ушбу айланма диаграммада қимматли қоғозлар бозори тузилиши ифодаланган. Кўрсатилган маълумотларга кўра, бозорнинг 62% улушини иккиламчи қимматли қоғозлар бозори эгаллайди, 38% улуши эса бирламчи қимматли қоғозлар бозори ҳиссасига тўғри келади.

Умумий хулоса қилиб айтиш мумкинки, мамлакатда қимматли қоғозлар бозорининг асосий қисми айнан иккиламчи бозорга тўғри келмоқда, бу эса инвесторлар орасида мавжуд қимматли қоғозларни қайта сотиш ва улар билан фаол савдо қилиш жараёнлари бирламчи бозорга нисбатан анча юқори эканини кўрсатади. Бирламчи бозор улушининг 38% бўлиши эса янги қимматли қоғозларни чиқариш жараёнлари ҳам етарли даражада амалга оширилаётганини, лекин ҳозирча асосий ҳаракат иккиламчи бозорда жамланганини исботлайди.

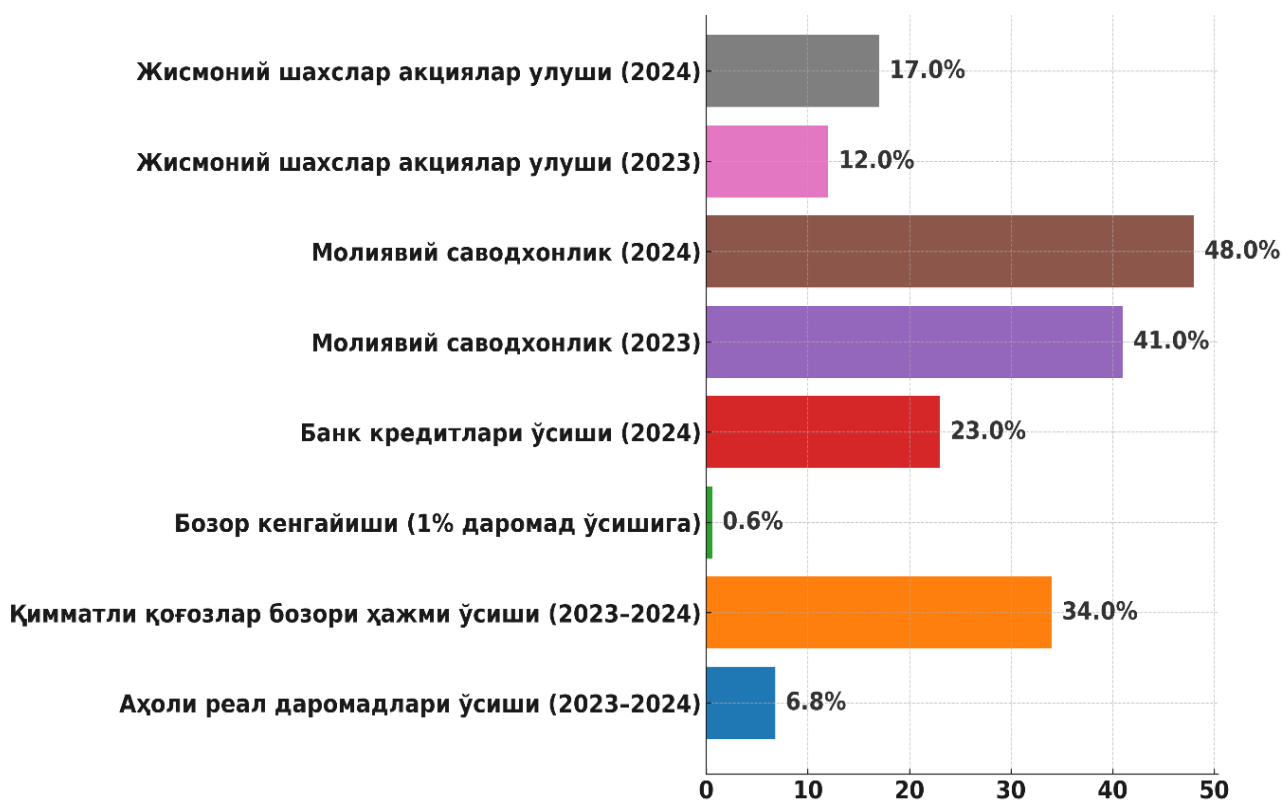
Иқтисодий-математик моделлаштириш натижалари шуни кўрсатдики, аҳоли реал даромадларининг ўсиши қимматли қоғозлар бозори айланмасини сезиларли даражада

рағбатлантиради. Хусусан, 2023–2024 йилларда аҳоли реал даромадлари 6,8%га ошган бўлса, шу даврда қимматли қоғозлар бозори ҳажми 34%га ўсди. Модель ҳисоботлари аҳоли даромадларининг ҳар бир 1% ўсиши бозор айланмасини ўртача 0,6%га кенгайтираётганини кўрсатди. Шу билан бирга, банк кредитлари ҳажмининг 2024 йилда 23%га ўсиши ҳам қимматли қоғозлар бозорининг ўсишига тўғридан-тўғри таъсир этган. Бу ҳолат бозорнинг кредит ва молиявий ресурслар билан узвий боғлиқлигини намоён этди.

Эксперт сўровлари асосида олинган натижалар ҳам таҳлил қилинди. Жумладан, 2024 йилда 25 нафар маҳаллий ва хорижий мутахассислар иштирокида ўтказилган сўров натижаларига кўра, уларнинг 72%и қимматли қоғозлар бозорини ривожлантиришда институционал ислохотлар муҳим аҳамиятга эга эканлигини таъкидлади. Шунингдек, 64% мутахассис электрон савдо тизимларини модернизация қилиш орқали бозор шаффофлиги ва самарадорлигини ошириш мумкинлигини билдирган. Қолган 48% экспертлар эса халқаро инвесторларни жалб қилиш учун солиқ имтиёзлари ва қулай регулятор муҳит яратиш зарурлигини қайд этдилар.

Шунингдек, тадқиқот давомида аҳолининг молиявий саводхонлик даражаси ва унинг қимматли қоғозлар бозоридаги фаолликка таъсири ҳам ўрганилди. 2023 йилда аҳолининг молиявий саводхонлиги 100 баллик шкала бўйича ўртача 41 балл даражасида баҳоланган бўлса, 2024 йилда бу кўрсаткич 48 баллга кўтарилди. Бу ҳолат аҳолининг молиявий билимларининг ўсиши бозор айланмасига ижобий таъсир кўрсатаётганини кўрсатди, чунки жисмоний шахслар томонидан акциялар харид қилиш улуши 2023 йилда 12% бўлган бўлса, 2024 йилда 17%га етди.

Шу тариқа, изланиш натижалари Ўзбекистон қимматли қоғозлар бозори ҳали ривожланиш босқичида эканлигини, аммо сўнгги йиллардаги ислохотлар ва иқтисодий ўсиш омиллари туфайли барқарор ўсиш тенденцияси шаклланаётганини кўрсатди. Бу ҳолат мамлакатда капитал бозорини ривожлантириш, инвестиция муҳитини яхшилаш ва молиявий барқарорликни таъминлашда муҳим аҳамиятга эга.



3-расм. Қимматли қоғозлар бозори билан боғлиқ асосий кўрсаткичлар (2023–2024 йиллар)

Ушбу диаграммада қимматли қоғозлар бозори билан боғлиқ асосий кўрсаткичлар тақдим этилган. Жумладан, жисмоний шахсларнинг акциялардаги улуши 2023 йилда 12% ни ташкил этган бўлса, 2024 йилда бу кўрсаткич 17% га етган. Шу билан бирга, молиявий саводхонлик даражаси 2023 йилда 41% бўлган бўлса, 2024 йилда 48% га кўтарилгани кузатилмоқда. Банк кредитлари ҳажми 2024 йилда 23% га ўсган, аҳоли реал даромадлари эса 2023–2024 йилларда 6,8% га ошган. Шунингдек, қимматли қоғозлар бозори ҳажми 34% га ўсгани, бозор кенгайиши эса аҳоли даромадлари 1% ўсганда 0,6% ни ташкил этгани қайд этилган.

Хулоса ва таклифлар.

Иزلаниш натижалари шуни кўрсатадики, Ўзбекистон қимматли қоғозлар бозори ҳали ривожланиш босқичида бўлишига қарамасдан, сўнгги йилларда амалга оширилган иқтисодий ислохотлар, аҳоли реал даромадларининг ўсиши, банк кредитлари ҳажмининг кенгайиши ва молиявий саводхонликнинг ошиши натижасида барқарор ўсиш тенденциясини намоён этмоқда. Айниқса, аҳоли даромадларидаги ижобий динамика қимматли қоғозлар бозори айланмасининг сезиларли даражада ўсишига хизмат қилгани ва молиявий саводхонлик кўрсаткичларининг яхшиланиши жисмоний шахсларнинг бозордаги иштирокини кучайтиргани муҳим омил сифатида қайд этилди. Бу ҳолат Ўзбекистон капитал бозорининг мамлакат иқтисодиётидаги ролини орттириб, унинг инвестицион салоҳиятини кенгайтириш имкониятини яратмоқда.

Қимматли қоғозлар бозорини янада самарали ривожлантириш учун институционал ислохотларни чуқурлаштириш, бозор инфратузилмасини халқаро стандартларга мослаштириш ва регулятив базани соддалаштириш орқали шаффофликни таъминлаш зарур.

Шу билан бирга, электрон савдо тизимларини рақамли технологиялар асосида модернизация қилиш, онлайн платформалар ва мобил иловаларни кенг жорий этиш орқали бозорнинг самарадорлиги оширилиши мумкин. Хорижий ва маҳаллий инвесторлар учун қулай инвестицион муҳитни яратишда солиқ имтиёзлари, ҳуқуқий кафолатлар ва рағбатлантирувчи механизмларни қўллаш мақсадга мувофиқ. Аҳоли молиявий саводхонлигини оширишда кенг кўламли ўқув дастурлари ва оммавий ахборот воситалари ҳамда рақамли таълим ресурсларидан фойдаланиш муҳим аҳамиятга эга.

Шунингдек, банклар ва капитал бозори ўртасидаги ўзаро ҳамкорликни кучайтириш ҳамда халқаро молиявий институтлар билан интеграция жараёнларини чуқурлаштириш орқали бозорнинг барқарор ривожланиши таъминланиши мумкин.

Адабиётлар/Литература/Reference:

“Қимматли қоғозлар депозитарияси” УРЛ: <https://uzcsd.uz/results> Маълумотлари асосида муаллиф томонидан шакллантирилди.

“Тошкент” Республика фонд биржаси УРЛ: <https://uzse.uz/analytics?> Маълумотлари асосида муаллиф томонидан шакллантирилди.

Абдуллаев Ф. (2025) Рақамли технологияларнинг қимматли қоғозлар бозорига таъсири. –Илмий-тадқиқот институти ҳисобот материаллари. <https://csm.uz/uz/digital-securities>.

Жонибеков, М. С. (2025). Challenges and Reforms in Uzbekistan's Capital Market Development Strategy. EJBSOS. <https://inovatus.es/index.php/ejbsos/article/view/6124>.

Қурбонов Ш. (2024) Ўзбекистон қимматли қоғозлар бозори ривожланиши бўйича ҳисобот. – <https://csm.uz/uz/reports>.

Малышенко К. А., Шафие М. М., Малышенко В. А., Анашкина М. В. (2021) Динамика рынка ценных бумаг в условиях информационной асимметрии: разработка методологии для развивающихся рынков ценных бумаг <https://arxiv.org/abs/2307.04140>.

Педонструкатрс – Гулрух Пармонова ва Феруз Озодов. (2023) Қимматли қоғозлар бозорида савдо тизимларини такомиллаштириш. ПЕДАГОГС Интернатионал Ресearч Жоурнал, 45(1), УРЛ: pedagogs.uz/ped/article/view/191 pedagogs.uz.

Сайёра Субҳонова. (2024) Қимматли қоғозлар бозорида техник таҳлил амалиётини ривожлантириш истиқболлари. Неш Ренаиссансe журнали, 1(9), УРЛ: ojs.renaissance.com.uz/article/view/1185 ojs.renaissance.com.uz.

Хотамқулова, М. С. К. (2024). Modernization of the Financial Market in Uzbekistan and Its Development Prospects. American Journal of Economics and Business Management. https://www.researchgate.net/publication/384985029_Modernization_of_the_Financial_Market_in_Uzbekistan_and_Its_Development_Prospects.