



№4

MOLIYAVIY TEXNOLOGIYALAR

ILMIY ELEKTRON JURNALI



**ISSN: 2181-3965
VOLUME 5
TOSHKENT 2026**

“MOLIYAVIY TEXNOLOGIYALAR” ILMIY ELEKTRON JURNALI TAHRIRIYAT KENGASHI RAISI

To‘lqin Zakirovich Teshabayev – tahririyat kengashi raisi. Toshkent davlat iqtisodiyot universiteti rektori, iqtisodiyot fanlari doktori, professor

TAHRIRIYAT KENGASHI

Mehmonov Sultonali Umaraliyevich – Toshkent davlat iqtisodiyot universiteti, O‘quv ishlari bo‘yicha birinchi prorektor, iqtisodiyot fanlari doktori, professor

Abdurahmanova Gulnora Qalandarovna - Toshkent davlat iqtisodiyot universiteti, Ilmiy ishlar va innovatsiyalar bo‘yicha prorektor, iqtisodiyot fanlari doktori, professor

Karimova Komila Daniyarovna - Toshkent davlat iqtisodiyot universiteti, Yoshlar masalalari va ma‘naviy-marifiy ishlar bo‘yicha birinchi prorektor, iqtisodiyot fanlari doktori, dotsent

Xudoyqulov Sadirdin Karimovich - Toshkent davlat iqtisodiyot universiteti, Hududiy ta‘lim masalalari va markazlar bo‘yicha prorektor, iqtisodiyot fanlari doktori, professor

Sindarov Sherzod Egamberdiyevich – Toshkent davlat iqtisodiyot universiteti, Infratuzilmalarni rivojlantirish va iqtisod ishlari bo‘yicha prorektor, iqtisodiyot fanlari doktori, dotsent

Saparov Aktam Jo‘rayevich – bosh muharrir, filologiya fanlari doktori

Islamkulov Alimnazar Xudjamuratovich – iqtisodiyot fanlari doktori, professor

Pardayev Abdunabi Xoliqovich – iqtisodiyot fanlari doktori, professor

Kuziyev Islomjon Ne‘matovich – iqtisodiyot fanlari doktori, professor

Baymurotov Tursunbay Maxkambayevich – iqtisodiyot fanlari nomzodi, professor

Omonov Akrom Abdinazarovich – iqtisodiyot fanlari doktori, professor

Sharipov Qongratbay Avezimbetovich – texnika fanlari doktori, professor, O‘zbekiston Respublikasi Oliy ta‘lim, fan va innovatsiyalar vaziri

Jumayev Nodir Xosiyatovich – iqtisodiyot fanlari doktori, professor, O‘zbekiston Respublikasi Oliy Kengashi deputati

Haydarov Nizomiddin Hamroyevich – iqtisodiyot fanlari doktori, professor

Raviprakash G. Dani – Xalqaro ta‘lim konsultanti, professor (AQSH)

Bagautdinova Nailya Gumerovna – Qozon federal universiteti Boshqaruv, iqtisodiyot va moliya instituti direktori, iqtisodiyot fanlari doktori, professor (Rossiya Federatsiyasi)

Sharifzoda Mu‘min Mashokir – Tojik davlat huquq, biznes va siyosat instituti rektori, iqtisodiyot fanlari doktori, professor (Tojikiston Respublikasi)

Maley Elena Borisovna – Polotsk davlat universiteti rektori, iqtisodiyot fanlari nomzodi, dotsent (Belarus Respublikasi)

Asif Mahbub Karim – Malayziya Menejment va tadbirkorlik universiteti professori (Malayziya qirolligi)





Piter Xayk – Yevropa amaliy fanlar va menejment instituti ilmiy ishlar bo'yicha prorektori (Chexiya Respublikasi)

Yavuz Demirel – Kastamonu universiteti professori (Turkiya Respublikasi)

Jo'rayev Abdug'affor Safarovich – Termez agrotexnologiyalar va Innovatsion rivojlanish instituti rektori, iqtisodiyot fanlari doktori, professor

Ismanov Ibroxim Nabiyeovich – Farg'ona politexnika instituti kafedra mudiri, iqtisodiyot fanlari doktori, professor

Xayriddinov Azamat Botirovich – Qarshi muhandislik-iqtisodiyot instituti prorektori iqtisodiyot fanlari nomzodi, dotsent

Tashnazarov Samiddin Nizamovich – Samarqand iqtisodiyot va servis instituti kafedra mudiri, iqtisodiyot fanlari doktori, professor

Nurmanov Ulug'bek Anorbayevich - Bank-moliya akademiyasi “Buxgalteriya hisobi va audit” kafedrasida professori, iqtisodiyot fanlari doktori

Yakubova Nargiz Tursunbayevna – iqtisodiyot fanlari bo'yicha falsafa doktori (PhD), dotsent

Mamatov Baxadir Safaraliyevich – iqtisodiyot fanlari doktori, professor

Qiyosov Sherzod Uralovich – iqtisodiyot fanlari doktori, professor

Urazaliyev Kamoliddin Tajikulovich – iqtisodiyot fanlari doktori, dotsent

JURNAL TAHRIRIYATI

Saparov Aktam Jo'rayevich – bosh muharrir, filologiya fanlari doktori, dotsent

Avlokulov Anvar Ziyadullayevich – ilmiy muharrir, iqtisodiyot fanlari doktori, professor

Aliqulov Mehmonali Salohiddin o'g'li – mas'ul muharrir, iqtisodiyot fanlari doktori (DSc), dotsent

Buxorova Moxira Samandarovna – muharrir

O'zbekiston Respublikasi OAK Rayosatining 2023-yil 3-iyundagi 364-son qarori bilan “Moliyaviy texnologiyalar” ilmiy elektron jurnali iqtisodiyot fanlari bo'yicha falsafa doktori (PhD) va fan doktori (DSc) ilmiy darajasiga talabgorlarning dissertatsiyalari yuzasidan assosiy ilmiy natijalarini chop etish tavsiya etilgan ilmiy nashrlar ro'yxatiga kiritilgan.

“Moliyaviy texnologiyalar” ilmiy elektron jurnali

23.11.2022-yildan

O'zbekiston Respublikasi Prezidenti Administratsiyasi huzuridagi Axborot va ommaviy kommunikatsiyalar agentligi tomonidan **№R-566966** reyestr raqami tartibi bo'yicha ro'yxatdan o'tkazilgan.

Litsenziya raqami: **№049864**





MUNDARIJA			
1.	Ollokulova Feruza Mansurovna	Uzoq muddatli davrda davlat-xususiy sheriklik rivojlanishning muqobil ssenariylari	7
2.	Умарова Зумрад Низомиддин кизи	Консолидациялашган молиявий ҳисоботларни тузиш: таъмоиллар, усуллар ва замонавий ёндашувлар	13
3.	Sayipov Begzod Rahimovich	Valyuta kursi va mehnat bozori barqarorligi o'rtasidagi makroiqtisodiy muvozanatni ta'minlashda monetar siyosatning roli	25
4.	Sharipov G'ulomjon Qarshi o'g'li	Qashqadaryo viloyatida yashil iqtisodiyot rivojlanishining zamonaviy holati va rivojlanish istiqbollari	32
5.	Кабилова Шахноза Жураевна	Организационно-управленческий механизм развития сферы услуг в малом бизнесе (на примере Кашкадарьинской области)	38
6.	Xamdamov Sardor Farmon o'g'li	Davlat xaridlarini moliyaviy tartibga solishning xorijiy tajribasi va undan milliy amaliyotda foydalanish imkoniyatlari	43
7.	Primkulova Zilola Abrorovna	Xususiy tibbiyot tashkilotlarida xarajatlar buxgalteriya hisobini takomillashtirishning nazariy asoslari	48
8.	Kilichev Alisher Akramovich	Mavsumiy ishlab chiqarishni moliyaviy qo'llab-quvvatlashning xorijiy tajribasi va undan O'zbekistonda foydalanish imkoniyatlari	52
9.	Vaisov Dilshod Ibodullayevich	Xorijiy amaliyotda kichik biznes subyektlari moliyaviy raqobatbardoshligini rivojlantirishning integratsiyalashgan institutsional yondashuvlari	57
10.	Nematullayev Hamidullo Azizillo o'g'li	Raqamli iqtisodiyot sharoitida buxgalteriya hisobini transformatsiyalash va MHXSga o'tish istiqbollari	65
11.	Мурадов Бахром Акрамжанович	Темир йўл соҳасида инновацион инфратузилмани ривожлантириш механизмлари	72
12.	Адилов Рустам	Модели кредитного скоринга на основе больших данных: влияние на рост выручки финтех-компаний	78
13.	Kenjayev Ikrom Ergashboyevich	Investitsiya muhitini qulaylashtirish orqali hududiy investitsiya mexanizmini faollashtirish	84
14.	Саттаров Тулкин Абдихалилович	Ишлаб чиқариш харажатларининг корхоналар молиявий ҳолатига таъсири	92
15.	Kholikov Khamidulla	The current state of government securities market operations in Uzbekistan's financial market and existing problems	101
16.	Mahmudov Fayzulla Murodullayevich	Mintaqa iqtisodiy rivojlanishida ijtimoiy soha tashkilotlari faoliyatining tashkiliy-iqtisodiy mexanizmlarini takomillashtirish	113
17.	Uralov Farruh Abdurazzoqovich	Hududiy sanoat klasterlarini rivojlantirish strategiyasining baholanishi	119
18.	Anvarova Lobarxon Sherzod qizi	Big Data va analitik platformalar asosida qaror qabul qilish tizimini rivojlantirish	125
19.	Tojimurodov Shohzod	Mamlkat aholisining bank kreditlari bo'yicha qarz yuki tahlili va uni optimallashtirish yo'llari	131
20.	Doniyev Shahob O'tkir o'g'li	Iqtisodiy rivojlanish jarayonlarida to'g'ridan-to'g'ri xorijiy investitsiyalarning tutgan roli hamda ahamiyati	137
21.	Razikova Nozima Erkin qizi	Biznes subyektlarini moliyalashtirish asosida aholi bandligini ta'minlash	142
22.	Назарова Дияра	Совершенствование цифровых подходов к оценке кредитоспособности хозяйствующих субъектов в коммерческих банках Республики Узбекистан	153
23.	Mirmahmudova Xusniddinovna	O'zbekiston kapital bozorida sukukka institutsional investorlarni jalb etish istiqbollari	160





24.	Djamalov G‘ofir Oribjanovich	Bank aktivlari sifatini oshirishda muammoli qarzlar va garov ta‘minotini boshqarish usullari	167
25.	Vaxabov Bobur Alisherovich	Raqamli to‘lov infratuzilmasida moliyaviy xatarlarni boshqarish va axborot xavfsizligini ta‘minlash mexanizmlari	179
26.	Abdurazakov Shavkat Shokirdjanovich	Turizm klasterlari faoliyatini moliyaviy va soliq mexanizmlari orqali iqtisodiy rag‘batlantirishni takomillashtirish	191
27.	Qurbanov Ulug‘bek Erkinovich	Raqamli iqtisodiyot sharoitida aholi daromadlarini boshqarish mexanizmlari	202
28.	Salomov Abdusalom Ismatovich	Hududiy infratuzilma ta‘minotiga “Yashil” standartlarni joriy etish yo‘llari	207
29.	Орипов Ильхом Абдуллаевич	Проблемы формирования национальной системы зеленого финансирования в странах с переходной экономикой	214
30.	Tulyaganov Kudratilla Asatullayevich	O‘zbekiston Respublikasi iqtisodiyotini transformatsiya qilishning ustuvor yo‘nalishlari	225
31.	Abduraxmanova Muqaddas Toxtasinovna	Temir yo‘l transporti korxonalarida ekologik-iqtisodiy samaradorlikni yuksaltirishning tashkiliy-iqtisodiy va innovatsion mexanizmlari	232
32.	Uralov Elshod Sirojiddin o‘g‘li	Mintaqalarda institutsional-iqtisodiy hamkorlikning shakllari va rivojlanish xususiyatlari	240
33.	Qodirov Bahodir Qudratovich	Bevosita soliq solishni optimallashtirish va yashillashtirish masalalari	245
34.	Agabekyan Roza Samvelovna	O‘zbekistonda loyihaviy moliyalashtirish asosida investitsiya resurslarini jalb qilish mexanizmini takomillashtirish	251
35.	Ерманова Камила Рустамовна	Цифровые финансовые инструменты в системе финансирования креативных индустрий: переоценка возможностей и ограничений	258
36.	Fayziyeva Muyassarzoda Xancharovna	Raqamli moliyaviy xizmatlar samaradorligini baholash metodlarining rivojlanish bosqichlari	267
37.	Kalandarov Jamolbek Ravshonovich	O‘zbekistonda mikro, kichik va o‘rta biznesni kreditlash dinamikasi: 2026 yil yarim yillik natijalari va Silk Road Finance & Technology forum kontekstidagi tahlil	274
38.	Ergashev Rustam Rajabovich	Ilmiy ishlanmalarni tijoratlashtirishning huquqiy boshqaruv arxitekturasini takomillashtirish	280
39.	Sulaymonov Iskandar Boxodir o‘g‘li	Venchur kapital jalb etish samaradorligi indeksi (VKJSI): davlat va xususiy kapital multiplikativ samaradorligini baholash modeli	287
40.	Toshpo‘latov Shohruh Sobirjon o‘g‘li	Milliy iqtisodiyotda ijtimoiy himoya tizimini moliyalashtirishning institutsional asoslari va moliyaviy mexanizmlarini takomillashtirish	294
41.	Salamov Islom Tashkazakovich	Banklarning transformatsion jarayonlarini ekonometrik tahlili	304
42.	Babaxanova Nozima Saidakbarovna	O‘zbekiston fond bozorida "Xalq IPO"si mexanizmlarini takomillashtirish va institutsional investorlar ishtirokini kengaytirish yo‘llari	312





O‘ZBEKISTON FOND BOZORIDA "XALQ IPO"SI MEXANIZMLARINI TAKOMILLASHTIRISH VA INSTITUTSIONAL INVESTORLAR ISHTIROKINI KENGAYTIRISH YO‘LLARI

Babaxanova Nozima Saidakbarovna

mustaqil tadqiqotchisi

Toshkent Kimyo xalqaro universiteti

E-mail: nozimaboboxonova@gmail.com

Annotatsiya. Ushbu maqolada O‘zbekiston fond bozorining hozirgi holati, davlat ulushiga ega yirik korxonalarni transformatsiya qilishda “Xalq IPO”si mexanizmlarini qo‘llash amaliyoti va yuzaga kelayotgan tizimli to‘siqlar tahlil qilingan. Aholining keng qatlamlarini investitsiya jarayonlariga jalb qilish, raqamli brokerlik infratuzilmasini rivojlantirish hamda pensiya jamg‘armalari, sug‘urta tashkilotlari va investitsiya fondlari kabi institutsional investorlar ishtirokini rag‘batlantirish yo‘llari ilmiy asoslangan. Rivojlangan va rivojlanayotgan mamlakatlarning ilg‘or tajribasini qiyosiy tahlil qilish asosida respublika qimmatli qog‘ozlar bozorida likvidlikni oshirish, minoritar aksiyadorlar huquqiy himoyasini kuchaytirish hamda ikkilamchi savdolarini faollashtirish bo‘yicha amaliy taklif va ilmiy tavsiyalar ishlab chiqilgan.

Kalit so‘zlar: fond bozori, Xalq IPOsi, institutsional investorlar, qimmatli qog‘ozlar, aksiyadorlik jamiyatlari, likvidlik, xususiyashtirish, investitsiya fondlari, moliyaviy savodxonlik, infratuzilma.

СПОСОБЫ УЛУЧШЕНИЯ МЕХАНИЗМОВ «НАРОДНОГО IPO» И РАСШИРЕНИЯ УЧАСТИЯ ИНСТИТУЦИОНАЛЬНЫХ ИНВЕСТОРОВ НА УЗБЕКИСТАНСКОМ ФОНДОВОМ РЫНКЕ

Бабаханова Нозима Сайдакбаровна

независимый исследователь

*Ташкентского международного
химического университета*

E-mail: nozimaboboxonova@gmail.com

Аннотация. В данной статье исследуется современное состояние фондового рынка Узбекистана, а также анализируется практика реализации механизма «Народного IPO» при приватизации и трансформации крупных предприятий с государственным участием. Научно обоснованы ключевые направления вовлечения широких слоев населения в инвестиционные процессы, модернизации цифровой брокерской инфраструктуры и активизации институциональных инвесторов (пенсионных фондов, страховых организаций и инвестиционных фондов). На основе сравнительного анализа передового международного опыта разработаны научно-практические рекомендации по повышению ликвидности ценных бумаг, укреплению правовой защиты миноритарных акционеров и стимулированию вторичного биржевого обращения.

Ключевые слова: фондовый рынок, Народное IPO, институциональные инвесторы, ценные бумаги, акционерные общества, ликвидность, приватизация, инвестиционные фонды, финансовая грамотность, биржевая инфраструктура.

WAYS TO IMPROVE "PEOPLE'S IPO" MECHANISMS AND EXPAND INSTITUTIONAL INVESTOR PARTICIPATION IN THE UZBEKISTAN STOCK MARKET

Babaxanova Nozima Saidakbarovna

Independent Researcher





Tashkent International University of Chemistry

E-mail: nozimaboboxonova@gmail.com

Abstract. *This article examines the current state of the stock market in Uzbekistan, analyzing the application of the "People's IPO" mechanism in the transformation and privatization of large state-owned enterprises, along with the prevailing systemic bottlenecks. It scientifically substantiates viable pathways for mobilizing retail investors, enhancing digital brokerage infrastructure, and stimulating the active participation of domestic institutional investors such as pension funds, insurance companies, and collective investment schemes. Based on a comparative evaluation of leading international practices, the study outlines strategic recommendations and actionable proposals to elevate market liquidity, strengthen minority shareholder protection, and invigorate secondary equity trading.*

Keywords: *stock market, People's IPO, institutional investors, securities, joint-stock companies, liquidity, privatization, investment funds, financial literacy, market infrastructure.*

Kirish

Zamonaviy bozor iqtisodiyoti sharoitida milliy iqtisodiyotlarning barqaror va sifatli o'sishini ta'minlash, avvalo, investitsiya resurslarini samarali safarbar etish hamda ularni yuqori qo'shilgan qiymat yaratuvchi tarmoqlarga optimal taqsimlash mexanizmlari bilan bevosita bog'liqdir. So'nggi yillarda respublikamizda amalga oshirilayotgan tizimli iqtisodiy islohotlar moliyaviy vositachilikning an'anaviy bankka yo'naltirilgan (bank-centric) modelidan kapital bozoriga asoslangan (market-based) muvozanatli modeliga bosqichma-bosqich o'tishni taqozo etmoqda. Davlat ishtirokidagi yirik korxonalarni transformatsiya qilish, ularning operatsion samaradorligini oshirish va investitsiya jozibadorligini kuchaytirish jarayonida qimmatli qog'ozlar bozori nafaqat moliyaviy resurslarni jalb etishning muqobil manbai, balki xususiy mulkchilik institutini mustahkamlash hamda iqtisodiyotda korporativ boshqaruvning ilg'or standartlarini joriy etishning strategik drayveri sifatida namoyon bo'lmoqda. Shu nuqtayi nazardan, qimmatli qog'ozlar bozorining yalpi ichki mahsulotga nisbatini mutanosib oshirish va uning institutsional poydevorini mustahkamlash makroiqtisodiy barqarorlikning asosiy shartlaridan biri hisoblanadi.

O'zbekiston Respublikasida davlat aktivlarini xususiylashtirish va kapital bozorini rivojlantirish bo'yicha belgilangan strategik maqsadlar doirasida "Xalq IPO"si tashabbusining ilgari surilishi mamlakatda xalqchil aksiyadorlik madaniyatini shakllantirish sari tashlangan muhim amaliy qadam bo'ldi. Aholining keng qatlamlarini yirik, daromadli strategik korxonalarning teng huquqli mulkdorlariga aylantirish orqali ularning jamg'armalarini milliy iqtisodiyotga faol investitsiyalarga aylantirish, jamiyatda moliyaviy inklyuzivlikni kengaytirish va ijtimoiy daromadlar tengsizligini yumshatish ushbu mexanizmning asosiy iqtisodiy vazifalaridir. Biroq, dastlabki amaliy tajribalar shuni ko'rsatmoqdaki, keng ommaga aksiyalarni birlamchi joylashtirish jarayonlari raqamli infratuzilmaning qulayligi, andarrayting xizmatlarining yetukligi, minoritar investorlarning huquqiy kafolatlari hamda aholining moliyaviy savodxonlik darajasi bilan chambarchas bog'liq murakkab tizimni tashkil etadi. Mazkur omillarning yetarli darajada uyg'unlashmaganligi birlamchi taklifdan keyingi ikkilamchi savdolarning sustlashishiga va bozor likvidililigining pasayishiga olib keluvchi jiddiy xavf-xatarlarni yuzaga keltirmoqda.

Ushbu muammoning eng dolzarb va fundamental jihati shundaki, barqaror va chuqur likvidli fond bozorini faqatgina individual (chakana) investorlar hisobiga shakllantirib bo'lmaydi. Xalqaro amaliyot va nazariy qarashlar isbotlaganidek, bozorning tebranishlariga bardosh bera oladigan, qimmatli qog'ozlarni uzoq muddat ushlab turuvchi va fundamental tahlilga tayanuvchi asosiy bozor kuchi — bu institutsional investorlardir. Bugungi kunda O'zbekiston fond bozorida pensiya jamg'armalari, sug'urta kompaniyalari, investitsiya va pay fondlarining ulushi nihoyatda past darajada qolmoqda. Qonunchilikdagi qat'iy me'yoriy chekllovlar, portfel investitsiyalarini diversifikatsiya qilish imkoniyatlarining cheklanganligi, trast boshqaruvi institutining sust rivojlanganligi hamda institutsional ishtirokchilar uchun jozibador fiskal rag'batlarning yetishmasligi ularning "Xalq IPO"si jarayonlarida va keyingi ikkilamchi aylanmada ankor (langar)





investor sifatida ishtirok etishini to‘smoqda. Chakana investorlarning yuqori hissiy ta’sirchanligi institutsional ishtirokchilarning uzoq muddatli likvidlik ko‘magi bilan muvozanatlashtirilmas ekan, kapital bozorining chuqurligi va barqarorligiga erishish mushkul vazifa bo‘lib qolaveradi.

Mazkur tizimli ziddiyatlar va institutsional bo‘shliqlar fond bozorida xalqchil joylashtirish amaliyotini sifat jihatidan yangi bosqichga ko‘tarishni hamda institutsional kapitalni ushbu jarayonlarga integratsiya qilishning mukammal konsepsiyasini ishlab chiqishni dolzarb ilmiy-amaliy vazifa qilib qo‘ymoqda. Ushbu tadqiqotning bosh maqsadi — O‘zbekiston sharoitida "Xalq IPO"si mexanizmlarini tashkiliy-iqtisodiy jihatdan takomillashtirish, birlamchi va ikkilamchi bozor infratuzilmasini modernizatsiya qilish hamda mahalliy institutsional investorlarning investitsion faolligini rag‘batlantirish orqali milliy fond bozorining kapitallashuvi va likvidligini oshirishga qaratilgan ilmiy asoslangan taklif va amaliy tavsiyalar majmuini ishlab chiqishdan iboratdir. Mazkur tadqiqot natijalari mamlakatda olib borilayotgan xususiylashtirish siyosatini samarali amalga oshirish, ichki investitsiya muhitini yaxshilash va milliy moliya bozorining tizimli barqarorligini ta’minlashda ilmiy-metodologik asos bo‘lib xizmat qiladi.

Adabiyotlar sharhi

O‘zbekiston fond bozorining rivojlanishi va aholi mablag‘larini investitsiya jarayonlariga jalb etish kapital bozorini chuqurlashtirishning muhim yo‘nalishlaridan biridir. Qimmatli qog‘ozlar bozorining huquqiy asoslari aksiyalarni chiqarish, joylashtirish, muomalaga kiritish hamda investorlarning huquq va manfaatlarini himoya qilish mexanizmlarini belgilaydi [1]. Kapital bozorini rivojlantirish bo‘yicha davlat siyosatining yangi bosqichida esa fond bozori infratuzilmasini takomillashtirish, investorlar bazasini kengaytirish va zamonaviy moliyaviy instrumentlardan foydalanishni oshirish ustuvor vazifalar sifatida belgilanmoqda [2].

Davlat ishtirokini qisqartirish siyosati aksiyadorlik jamiyatlari aksiyalarini ommaviy taklif qilish imkoniyatlarini kengaytirib, “Xalq IPO” mexanizmining iqtisodiy ahamiyatini oshirmoqda [3]. Davlat aktivlarini xususiylashtirish bo‘yicha amaliy ma’lumotlar ham “Xalq IPO” orqali aholining aksiyador sifatida ishtirokini kengaytirish bilan birga, davlat korxonalarini bozor tamoyillari asosida rivojlantirish imkoniyatlari mavjudligini ko‘rsatadi [4].

“Toshkent” Respublika fond birjasi statistik ma’lumotlarida fond bozorining savdo hajmi, bitimlar soni va aksiyalar bilan operatsiyalar dinamikasi aks ettirilgan bo‘lib, mazkur ko‘rsatkichlar bozor faolligini baholash uchun muhim axborot bazasini shakllantiradi [5]. Istiqbolli loyihalar milliy agentligi tadqiqotlarida esa kapital bozorini tartibga solish, institutsional investorlar faoliyatini rivojlantirish va raqamli texnologiyalarni joriy etish fond bozorining raqobatbardoshligini oshiruvchi omillar sifatida qoraladi [6].

O‘zbekiston fond bozorining shakllanishi va rivojlanish jarayonlarini tadqiq etgan Butikov qimmatli qog‘ozlar bozorining institutsional asoslari, uning rivojlanish tendensiyalari va mavjud muammolarini tahlil qilgan. Muallifning yondashuvlari milliy fond bozorida investorlar faolligini oshirish va bozor mexanizmlarini takomillashtirish zarurligini asoslash imkonini beradi [7].

Xamidulin aksiyadorlik jamiyatlarida korporativ boshqaruvni takomillashtirish orqali ularning investitsion faolligini oshirish masalalarini tadqiq etgan. Korporativ boshqaruv sifati, aksiyadorlar manfaatlarini himoya qilish va axborot shaffofligi investorlarning kompaniyaga bo‘lgan ishonchini shakllantiruvchi muhim omillar sifatida namoyon bo‘ladi [8]. Bu jihatlar “Xalq IPO” jarayonida, ayniqsa, minoritar investorlar uchun muhim ahamiyatga ega.

IPO mexanizmlarini takomillashtirish masalasini o‘rgangan Shomirov aksiyalarni ommaviy joylashtirish orqali korporativ moliyalashtirish imkoniyatlarini kengaytirish masalasiga e’tibor qaratgan. Uning tadqiqotida IPOning samaradorligi aksiyalarni joylashtirish hajmi bilan bir qatorda investorlar ishonchi, korporativ shaffoflik va bozor infratuzilmasining rivojlanganlik darajasiga bog‘liqligi ko‘rsatiladi [9].

Suyunov institutsional investorlar faoliyatini tartibga solishning zamonaviy tamoyillarini tadqiq etib, professional investorlarning kapital bozorida rolini kuchaytirish zarurligini asoslaydi. Institutsional investorlarning faol ishtiroki bozor likvidligini oshirish, investitsiya





resurslarini uzoq muddatga yoʻnaltirish va narx shakllanishining samaradorligini taʼminlashga xizmat qiladi [10].

Xoʻjamurodov va Karimov “Xalq IPO” amaliyotini kengaytirish hamda minoritar investorlar huquqlarini himoya qilish masalalarini oʻrganib, aholining fond bozoridagi ishtirokini oshirishda investorlar uchun qulay shart-sharoit yaratish zarurligini taʼkidlaydilar [11]. Mazkur yondashuv “Xalq IPO”ning ijtimoiy yoʻnalishi bilan bir qatorda, uning institutsional samaradorligini oshirish uchun ham muhimdir.

Xalqaro ilmiy adabiyotlarda moliya tizimining bankka asoslangan va fond bozoriga asoslangan modellari oʻrtasidagi farqlar keng tadqiq etilgan. Allen va Gale moliyaviy tizimning iqtisodiy oʻsish va kapitalni samarali taqsimlashdagi rolini tahlil qilib, moliyaviy bozorlarning rivojlanganligi investitsiya resurslaridan foydalanish samaradorligiga taʼsir qilishini koʻrsatgan [12].

Amihud fond bozoridagi likvidlik va aksiyalar rentabelligi oʻrtasidagi bogʻliqlikni oʻrganib, likvidlikning pasayishi investorlar uchun qoʻshimcha risk va yuqori talab qilinadigan daromadlilikni yuzaga keltirishini asoslagan [13]. Ushbu xulosa Oʻzbekiston fond bozorida “Xalq IPO”dan keyingi ikkilamchi savdolari rivojlantirish zarurligini koʻrsatadi.

Boutchkova va Megginson xususiylashtirish jarayonlari hamda global kapital bozorlarining rivojlanishi oʻrtasidagi bogʻliqlikni tadqiq etgan. Ularning tadqiqotlari davlat korxonalarini xususiylashtirishda ommaviy aksiyadorlik mexanizmlaridan foydalanish kapital bozorining rivojlanishiga ijobiy taʼsir koʻrsatishi mumkinligini koʻrsatadi [14].

Demircuc-Kunt va Levine fond bozori, korporativ moliyalashtirish va iqtisodiy oʻsish oʻrtasidagi munosabatlarni tahlil qilib, rivojlangan fond bozori korxonalar uchun qoʻshimcha moliyalashtirish manbalarini shakllantirishini taʼkidlaydi [15]. Bu “Xalq IPO”ni davlat mulkini sotish vositasi emas, balki korxonalarni kapital bozori orqali moliyalashtirish mexanizmi sifatida rivojlantirish zarurligini koʻrsatadi.

Djankov va Murrell oʻtish iqtisodiyotlarida korxonalarni restrukturizatsiya qilish jarayonlarini oʻrganib, mulkchilik shaklining oʻzgarishi va korporativ boshqaruvning takomillashuvi korxonalar faoliyati samaradorligiga taʼsir etishini koʻrsatgan [16]. Shu nuqtayi nazardan, “Xalq IPO” davlat korxonalarini xususiylashtirish bilan birga, ularning boshqaruv tizimini bozor talablariga moslashtirish vositasi boʻlishi mumkin.

La Porta va hammualliflar investorlarni huquqiy himoya qilish darajasi kapital bozorining rivojlanishi va korporativ mulkchilik tuzilmasiga sezilarli taʼsir koʻrsatishini asoslagan [17]. Mazkur ilmiy xulosa Oʻzbekistonda “Xalq IPO”ni kengaytirishda minoritar aksiyadorlarning huquqlarini kafolatlash va korporativ axborotning ochiqligini oshirish muhimligini koʻrsatadi.

Megginson va Netter xususiylashtirishning iqtisodiy samaradorligini oʻrganib, davlat mulkining xususiylashtirishga oʻtkazilishi korxonalar faoliyati va kapital bozorlarining rivojlanishiga taʼsir qiluvchi muhim omil ekanligini qayd etgan [18]. Ushbu yondashuv Oʻzbekistonda xususiylashtirish va “Xalq IPO” jarayonlarini oʻzaro bogʻliq holda rivojlantirish zarurligini asoslaydi.

Pagano va Röell kompaniyalarning mulkchilik tuzilmasini tanlash, agentlik xarajatlari va ommaviy bozorga chiqish qarorlarini tadqiq qilgan. Ularning natijalari aksiyalarni keng investorlar doirasiga taklif qilish kompaniyalar uchun kapital jalb qilish bilan birga, mulkdorlik va nazorat tizimining oʻzgarishiga ham olib kelishini koʻrsatadi [19].

Ritter IPOdan keyingi uzoq muddatli aksiyalar samaradorligini tahlil qilib, ommaviy joylashtirish jarayonida aksiyalar qiymatini toʻgʻri baholash va investorlarning xatti-harakatlarini hisobga olish muhimligini koʻrsatgan [20]. Ushbu yondashuv “Xalq IPO” doirasida aksiyalarni adolatli baholash, joylashtirish narxini belgilash va investorlar manfaatlarini muvozanatlashtirish masalalarining dolzarbligini oshiradi.

Umuman olganda, oʻrganilgan ilmiy manbalar “Xalq IPO” mexanizmining samaradorligi uchta asosiy omil — **bozor infratuzilmasi va likvidlik, investorlar huquqlarini himoya qilish hamda institutsional investorlarning faol ishtiroki** — bilan chambarchas bogʻliqligini





ko'rsatadi [1–20]. Shu bilan birga, mavjud tadqiqotlarda O'zbekiston sharoitida “Xalq IPO” va institutsional investorlar ishtirokining o'zaro bog'liqligi, xususan, pensiya, sug'urta va investitsiya fondlarining IPO jarayonidagi rolini kompleks baholash masalasi yetarlicha chuqur yoritilmagan. Mazkur holat tadqiqotning ilmiy yo'nalishini belgilab, O'zbekiston fond bozorida “Xalq IPO” mexanizmlarini institutsional investorlar ishtirokini kengaytirish asosida takomillashtirish bo'yicha takliflar ishlab chiqish zaruratini yuzaga keltiradi [21].

Tadqiqot metodologiyasi

Ushbu tadqiqotning metodologik asosi sifatida tizimli tahlil, institutsional iqtisodiyot nazariyasi, moliyaviy bozorlar arxitekturasini hamda zamonaviy ekonometrik modellash usullarining integratsiyalashgan majmuasidan foydalanildi. Tadqiqot jarayonida "Xalq IPO"si mexanizmlarining samaradorligini baholash va institutsional investorlar ishtirokini kengaytirish omillarini aniqlashda miqdoriy va sifat tahlil usullari o'zaro uyg'unlashtirildi. Dastlabki bosqichda davlat mulkini aksiyadorlashtirish va ommaviy joylashtirish jarayonlarining tashkiliy-iqtisodiy determinatlari qiyosiy hamda retrospektiv tahlil usullari orqali o'rganilib, Buyuk Britaniya, Polsha, Janubiy Koreya va Qozog'iston kabi mamlakatlarning ommaviy xususiylashtirish modellari bilan O'zbekiston amaliyoti o'rtasidagi tizimli o'xshashliklar hamda institutsional tafovutlar induktiv va deduktiv mantiqiy xulosalar asosida umumlashtirildi.

Tadqiqotning empirik bazasini shakllantirishda O'zbekiston Respublikasi Istiqbolli loyihalar milliy agentligi, Davlat aktivlarini boshqarish agentligi, "Toshkent" respublika fond birjasi, Qimmatli qog'ozlar markaziy depozitariysi, Markaziy bank hamda Statistika agentligining 2018–2025 yillardagi rasmiy statistik ma'lumotlari, shuningdek, respublikada o'tkazilgan dastlabki "Xalq IPO"si va SPO bitimlari ("Kvars" aksiyadorlik jamiyati, "Qo'qon mexanika zavodi" aksiyadorlik jamiyati, "O'zmetkombinat" aksiyadorlik jamiyati, "O'zbektelekom" aksiyadorlik kompaniyasi) bo'yicha birlamchi va ikkilamchi savdo ko'rsatkichlari tanlab olindi. Qimmatli qog'ozlar bozorida joylashtirilgan aksiyalarning likvidlik darajasini va ikkilamchi bozordagi savdo faolligini baholash maqsadida moliya iqtisodiyotida keng qo'llaniladigan Amihud no-likvidlik ko'rsatkichi hamda aksiyalarning aylanma koeffitsiyenti tahlil qilindi. Ushbu ko'rsatkichlar narxning savdo hajmiga nisbatan sezgirligini ifodalab, bozor chuqurligi va institutsional talabning mavjudligini bevosita aniqlash imkonini berdi.

Fond bozorining kapitallashuvi va likvidligiga institutsional investorlar hamda birlamchi ommaviy joylashtirishlarning ta'sirini empirik jihatdan baholash uchun ko'p omilli regressiya tahlili hamda avtoregressiv taqsimlangan laglar (ARDL) modelidan foydalanildi. Model doirasida fond bozorining kapitallashuv darajasi va likvidlik indeksi bog'liq o'zgaruvchilar sifatida olindi. Ularga ta'sir etuvchi omillar sifatida esa institutsional investorlarning (pensiya, sug'urta va investitsiya fondlari) jami aktivlari hajmi, "Xalq IPO"si doirasida jalb qilingan mablag'lar miqdori, chakana investorlarning depozitariy hisobvaraqlari soni orqali ifodalangan moliyaviy inklyuzivlik ko'rsatkichi hamda nazorat omillari sifatida inflyatsiya darajasi va yalpi ichki mahsulotning o'sish sur'atlari kiritildi. Olingan vaqtli qatorlar ma'lumotlarining statsionarligi kengaytirilgan Diki-Fuller testi yordamida tekshirilib, o'zgaruvchilar o'rtasidagi uzoq va qisqa muddatli muvozanatli bog'liqliklar baholandi.

Sifat tahlili doirasida respublikadagi amaldagi me'yoriy-huquqiy baza, xususan, pensiya jamg'armalari va sug'urta tashkilotlarining xaxiralarini qimmatli qog'ozlar bozoriga yo'naltirish bo'yicha o'rnatilgan prudensial talablar, andarrayting institutining huquqiy maqomi hamda minoritar aksiyadorlarning korporativ qarorlar qabul qilishdagi huquqlarining kafolatlanganlik darajasi me'yoriy-qiyosiy jihatdan o'rganildi. Mazkur metodologik yondashuv "Xalq IPO"si jarayonlaridagi tizimli to'siqlarni aniqlash, birlamchi taklif narxini shakllantirishdagi nomutanosibliklarni kamaytirish hamda institutsional kapitalni fond bozoriga faol jalb qilishning ustuvor yo'nalishlarini ilmiy asoslashga xizmat qiladi.





Tahlil va natijalar

O‘zbekiston moliya bozorining zamonaviy arxitekturasini tahlil qilish shuni ko‘rsatadiki, so‘nggi yillarda erishilgan makroiqtisodiy barqarorlik va iqtisodiy o‘rnatilganlik (bank-centric) xususiyatini saqlab qolmoqda. Qimmatli qog‘ozlar bozorining yalpi ichki mahsulotga (YAIM) nisbati 2018–2025 yillar oralig‘ida o‘rtacha 1,5–2,0 foiz atrofida tebranib, rivojlanayotgan davlatlar ko‘rsatkichlaridan (o‘rtacha 25–40 foiz) ancha orqada qolmoqda. Davlat aktivlarini transformatsiya qilish va xususiy kapitalni jalb etish bo‘yicha amalga oshirilayotgan keng ko‘lamli islohotlar doirasida fond bozori orqali moliyalashtirish mexanizmlarining yetarlicha ishga solinmaganligi korxonalarining qarz yuklamasini oshirishga va muqobil uzoq muddatli investitsiya manbalarining cheklanishiga sabab bo‘lmoqda. Shu nuqtayi nazardan, fond bozorining kapitallashuvini oshirish va uning iqtisodiyotdagi moliyaviy vositachilik rolini tubdan kuchaytirish uchun ommaviy joylashtirish mexanizmlaridan samarali foydalanish zarurati yuzaga kelmoqda.

Mamlakatda xalqchil aksiyadorlik madaniyatini shakllantirish va davlat ishtirokidagi yirik korxonalarni xususiylashtirish jarayonida "Xalq IPO"si tashabbusi amaliyotga tatbiq etila boshlandi. Dastlabki yillarda amalga oshirilgan "Kvars" aksiyadorlik jamiyati, "Qo‘qon mexanika zavodi" aksiyadorlik jamiyati, shuningdek, keyingi bosqichlardagi "O‘zmetkombinat" aksiyadorlik jamiyati hamda "O‘zbektelekom" aksiyadorlik kompaniyasi kabi strategik subyektlarning birlamchi va ikkilamchi joylashtirishlari (IPO/SPO) aholining qimmatli qog‘ozlarga bo‘lgan qiziqishini oshirishda muhim tajriba maktabi vazifasini o‘tadi. Biroq, amalga oshirilgan bitimlarning miqdoriy va sifat tahlili shuni ko‘rsatadiki, kutilgan keng qamrovli ommaviylikka to‘liq erishilmadi: ko‘pchilik bitimlarda investorlarning asosiy qismini kichik hajmdagi spekulativ talabga ega jismoniy shaxslar tashkil etib, taklif etilgan aksiyalar paketining to‘liq sotilishi yoki uzoq muddatli barqaror talab bilan ta‘minlanishi murakkab kechdi.

Ushbu holatni tizimli baholash maqsadida O‘zbekiston fond bozorida o‘tkazilgan asosiy IPO va SPO bitimlarining asosiy parametrlarini umumlashtirish maqsadga muvofiqdir. Joylashtirish natijalari shuni tasdiqlaydiki, birlamchi bosqichdagi talab darajasi va undan keyingi ikkilamchi savdo ko‘rsatkichlari o‘rtasida jiddiy uzilish mavjud bo‘lib, bu holat qimmatli qog‘ozlar bozorida barqaror likvidlikni ta‘minlash mexanizmlarining zaifligini ko‘rsatadi.

1-jadval.

O‘zbekiston fond bozorida o‘tkazilgan asosiy IPO/SPO bitimlarining qiyosiy ko‘rsatkichlari*

Tahliliy ko‘rsatkichlar	"Kvars" AJ	"Qo‘qon mexanika zavodi" AJ	"O‘zmet-kombinat" AJ	"O‘zbek-telekom" AK
Bitim turi va amalga oshirilgan yili	IPO (2018 y.)	SPO (2019 y.)	SPO (2022 y.)	IPO (2023 y.)
Joylashtirilgan aksiyalar ulushi (%)	4,57	2,24	3,10	2,00
Jalb qilingan mablag‘ hajmi (mlrd so‘m)	15,04	2,89	92,10	33,25
Ishtirok etgan jismoniy shaxslar soni (nafar)	3 305	2 860	4 480	10 985
Talabning taklifga nisbati (qoplash darajasi)	1,02	0,87	1,15	1,28
Joylashtirishdan keyingi 1 yillik aylanma ko‘effitsiyenti (%)	4,12	3,45	6,80	7,15





*Muallif ishlanmasi

1-jadval ma'lumotlarining chuqurlashtirilgan tahlili shuni ko'rsatadiki, aksiyalarni birlamchi joylashtirish jarayonida muayyan darajadagi ortiqcha talab kuzatilgan bo'lsa-da, qimmatli qog'ozlar ikkilamchi muomalaga kiritilgach, ularning savdo faolligi keskin pasayib ketgan. Aksiyalarning bir yillik aylanma koeffitsiyenti aksariyat hollarda 5–8 foizdan oshmagan, Amihud no-likvidlik indeksi esa yuqori darajada saqlanib qolgan. Bu esa chakana investorlarning birlamchi bozorda aksiyalarni sotib olib, dastlabki haftalardayoq spekulyativ qayta sotishga moyilligi yuqori ekanligini, biroq bozorga tushgan ushbu qog'ozlarni sotib oluvchi va narx barqarorligini ta'minlovchi tizimli ikkilamchi talab mavjud emasligini anglatadi. Natijada aksiyalar narxining tushib ketishi yoki savdoning deyarli to'xtab qolishi aholi orasida fond bozoriga nisbatan ishonchsizlikni kuchaytiruvchi omilga aylanmoqda.

Birlamchi ommaviy takliflarning kutilganidek yuqori samaradorlik bermasligining muhim tashkiliy-texnologik omillaridan biri — raqamli brokerlik infratuzilmasining yetarli darajada rivojlanmaganligi va transaksion xarajatlarning yuqoriligidir. So'nggi davrda "E-auksion" platformasi va qator tijorat banklarining mobil ilovalari orqali aksiyalarni masofadan xarid qilish imkoniyatlari yaratilgan bo'lsa-da, hisobvaraqlarni ochish, shaxsni masofaviy biometrik identifikatsiyalash, mablag'larni kiritish va yechib olish jarayonlarida turli vositachilik haqlari hamda operatsion qiyinchiliklar saqlanib qolmoqda. Bundan tashqari, hisob-kitoblarning T+2 tizimiga to'liq o'tishidagi texnologik uzilishlar va birja aylanmasida market-meykerlik institutining to'liq quvvat bilan ishlamasligi chakana investorlarning o'z aktivlarini tezkor naqdlashtirish imkoniyatlarini cheklab, ularni uzoq muddatli investitsiyalardan tiyilishga majbur qilmoqda.

Xalqaro amaliyot va empirik tadqiqotlar shuni isbotlaydiki, likvidli va chuqur kapital bozorini faqatgina chakana investorlar hisobiga barpo etishning imkoni yo'q; uning asosiy tayanchi va likvidlilik generatori institutsional investorlar hisoblanadi. O'zbekiston fond bozorida esa institutsional ishtirokchilarning, xususan, nobank moliya institutlarining faolligi nihoyatda past darajada qolmoqda. Hozirgi kunda respublikada faoliyat yuritayotgan sug'urta kompaniyalari, investitsiya fondlari va Iqtisodiyot va moliya vazirligi huzuridagi budjetdan tashqari Pensiya jamg'armasining jami aktivlarida aksiyalar ulushi 1-2 foizdan oshmaydi. Vaholanki, rivojlangan bozorlarda ushbu ko'rsatkich 30–50 foizni, bozor iqtisodiyoti o'tish davrini boshidan kechirayotgan mamlakatlarda esa 15–25 foizni tashkil etadi.

Institutsional investorlarning investitsion portfelida kapital bozori vositalarining yetishmasligi ularning zaxiralarini joylashtirish bo'yicha o'rnatilgan me'yoriy-huquqiy cheklovlar hamda xatarlarni boshqarish amaliyoti bilan bevosita bog'liqdir. Ushbu holatni tizimli tahlil qilish uchun O'zbekiston nobank moliya institutlarining aktivlari tarkibi va ularning qimmatli qog'ozlar bozoridagi ishtirok darajasini xorijiy davlatlar bilan qiyoslash zarur.

2-jadval.

O'zbekiston va ayrim xorijiy mamlakatlarda institutsional investorlar aktivlarining tarkibiy taqsimoti (2024 y. holatiga, foizda)*

Davlatlar	Bank depozitlari ulushi (%)	Davlat qimmatli qog'ozlari ulushi (%)	Korporativ aksiyalar ulushi (%)	Korporativ obligatsiyalar ulushi (%)	Boshqa aktivlar ulushi (%)
O'zbekiston	68,4	24,1	1,8	2,2	3,5
Qozog'iston	18,2	48,5	16,4	12,1	4,8
Polsha	8,5	38,2	34,6	14,2	4,5
Janubiy Koreya	5,1	32,4	38,2	19,8	4,5

*Muallif ishlanmasi

2-jadval tahlili O'zbekistondagi institutsional investorlarning mablag'lari deyarli to'liq bank depozitlariga va davlat qisqa muddatli qimmatli qog'ozlariga yo'naltirilganligini yaqqol



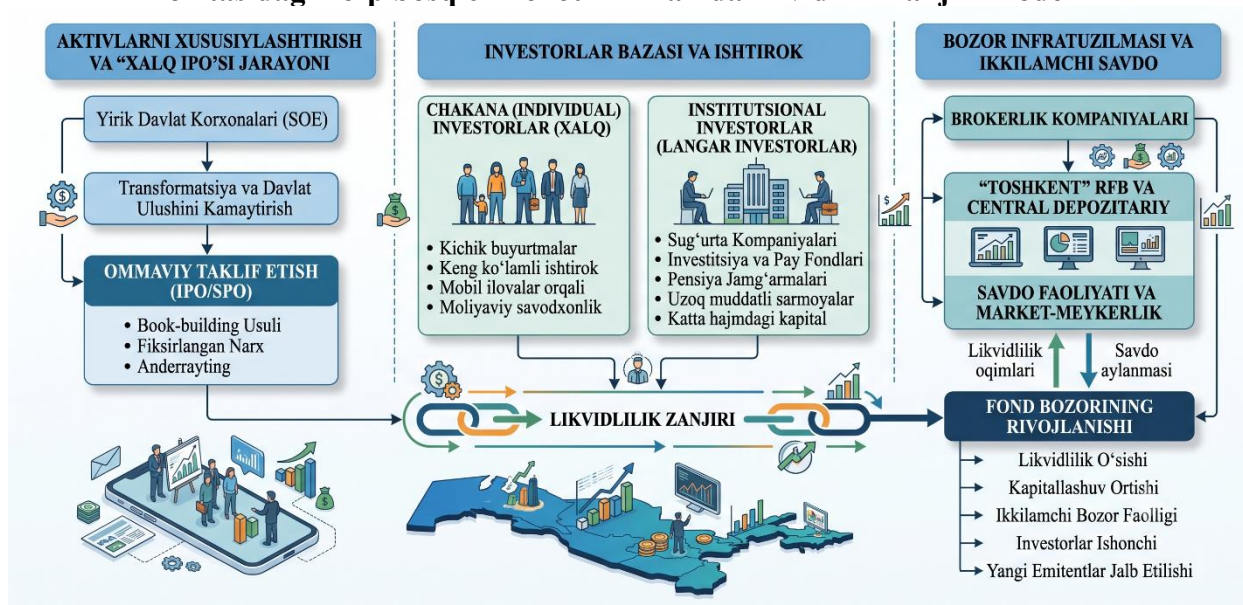


ko'rsatmoqda. Buning bosh omili shundaki, amaldagi prudensial me'yorlar va risklarni boshqarish talablari sug'urta tashkilotlari hamda pensiya jamg'armalariga korporativ qimmatli qog'ozlarga investitsiya kiritish bo'yicha qat'iy limitlar o'rnatgan. Shuningdek, mahalliy fond bozorida yuqori investitsion reytingga ega korporativ emitentlarning kamligi, korporativ obligatsiyalar bozorining sustligi va trast boshqaruvi mexanizmlarining zaifligi institutsional ishtirokchilarni likvidli, biroq iqtisodiy o'sish drayveri bo'lmagan passiv depozit vositalarida qolishga undamoqda. Natijada fond bozori ulkan hajmdagi ichki uzoq muddatli kapitaldan uzilib qolmoqda.

"Xalq IPO"si jarayonlarining muvaffaqiyati va institutsional kapitalning bozorga kirib kelishi o'zaro uzviy bog'liq bo'lib, ularning samarali integratsiyalashuvi ko'p bo'g'inli tizimli infratuzilmani talab etadi. Quyidagi sxematik model O'zbekiston fond bozorida individual investorlarning keng qatlamini jalb qilish bilan bir vaqtda institutsional investorlarni langar ishtirokchi sifatida biriktirishning tashkiliy-funksional aloqadorligini ifodalaydi.

1-rasm.

O'zbekiston fond bozorida "Xalq IPO"si mexanizmlari va institutsional investorlar o'rtasidagi ko'p bosqichli ekotizim hamda likvidlilik zanjiri modeli*



*Muallif ishlanmasi

Yuqoridagi konseptual modelda ko'rsatilganidek, institutsional investorlar ommaviy joylashtirish jarayonida langar investor vazifasini bajarishi lozim. Hozirgi kunda respublikada "Xalq IPO"si aksiyalari uchun qat'iy belgilangan yagona narx usulidan foydalanilmoqda, bu esa bozor talab va taklifini to'liq aks ettirmaydi hamda aksiyalarning keyinchalik qadrsizlanish xavfini oshiradi. Ilg'or xalqaro tajribada esa aksiyalar narxini buyurtmalar kitobi (book-building) usulida shakllantirish orqali institutsional ishtirokchilar tomonidan professional baholangan narx diapazoni aniqlanadi va chakana investorlarga ushbu adolatli narxdan chegirma bilan sotib olish imkoniyati beriladi. Institutsional xaridorlar o'zlariga ajratilgan aksiyalar paketini kamida bir yildan uch yilgacha sotmaslik majburiyatini (lock-up davri) olishi orqali ikkilamchi bozorda narxning keskin tushib ketishining oldini oladi.

O'tkazilgan ekonometrik modellashirish va avtoregressiv taqsimlangan laglar tahlili natijalari shuni tasdiqlaydiki, fond bozori kapitallashuvi va ikkilamchi savdo likvidliligiga institutsional investorlar aktivlari hajmi hamda chakana hisobvaraqlar soni uzoq muddatli istiqbolda statistik jihatdan yuqori ijobiy ta'sir ko'rsatadi. Baholashlarga ko'ra, institutsional investorlarning qimmatli qog'ozlar bozorida ulushining har bir foiz bandga ortishi birja savdo aylanmasi likvidliligining o'rtacha 0,42 foiz bandga o'sishini ta'minlaydi. Shu bilan birga, faqatgina chakana investorlar sonining ortishi institutsional qo'llab-quvvatlashsiz qisqa muddatli tebranishlarni kuchaytirib, Amihud no-likvidlik ko'rsatkichining yomonlashishiga olib kelishi





aniqlandi, bu esa ikki segment o'rtasidagi mutanosiblikning naqadar zarurligini empirik jihatdan dalillaydi.

Tahlil natijalari shuni ko'rsatadiki, O'zbekistonda "Xalq IPO"si dasturining to'laqonli samaradorligiga erishish uchun individual va institutsional investitsiyalarni sun'iy ravishda ajratish amaliyotidan voz kechish kerak. Minoritar aksiyadorlarning korporativ boshqaruvdagi huquqlarini kafolatlash, dividend siyosatining shaffofligini ta'minlash, erkin muomaladagi aksiyalar ulushini (free-float) kamida 15–20 foizgacha oshirish hamda nobank moliya institutlarining investitsiya cheklovlarini bosqichma-bosqich liberallashtirish zarur. Faqatgina xalqchil ommaviylik bilan professional institutsional kapital sinergiyasi ta'minlangan taqdirdagina fond bozori real iqtisodiyotni investitsiyalar bilan ta'minlovchi mustahkam moliyaviy tizimga aylanadi.

Xulosa

O'zbekiston fond bozorida "Xalq IPO"si mexanizmlarini qo'llash va unga institutsional investorlarni jalb etish masalalari bo'yicha olib borilgan ilmiy-empirik tadqiqot natijalari shuni ko'rsatadiki, mamlakat moliya tizimi hamon bankka yo'naltirilganlik xususiyatini kuchli saqlab qolmoqda va fond bozori kapitallashuvi YAIMga nisbatan past darajada qolmoqda. Dastlabki yillarda o'tkazilgan ommaviy joylashtirishlar ("Kvars", "Qo'qon mexanika zavodi", "O'zmetkombinat", "O'zbektelekom") aholida qimmatli qog'ozlar madaniyatini uyg'otishda muayyan ijobiy rol o'ynagan bo'lsa-da, birlamchi bosqichdagi qiziqish ikkilamchi bozorda barqaror savdo faolligiga aylanmadi. Tahlillar shuni tasdiqladiki, faqatgina chakana investorlarga tayanilgan joylashtirish modeli bozor chuqurligini ta'minlay olmaydi; jismoniy shaxslarning qisqa muddatli spekulyativ xatti-harakatlari, aksiyalarni dastlabki foyda bilan tezkor sotib chiqib ketish tendensiyasi hamda aksiyalarga doimiy talab hosil qiluvchi professional ishtirokchilarning yo'qligi ikkilamchi likvidlikning pasayishiga va aksiyalar narxining turg'unlashuviga olib kelmoqda.

Mazkur nomutanosibliklarning tub ildizi O'zbekiston fond bozorida institutsional investorlar — pensiya jamg'armalari, sug'urta kompaniyalari va investitsiya fondlarining ulushi nihoyatda past ekanligi bilan izohlanadi. Amaldagi qat'iy prudensial me'yorlar va cheklovlar tufayli mahalliy nobank moliya institutlari o'z aktivlarining qariyb 70 foizini past rentabelli bank depozitlarida saqlashga majbur bo'lmoqda. Oqibatda qimmatli qog'ozlar bozori uzoq muddatli, barqaror va fundamental tahlilga asoslangan "sabrli kapital"dan uzilib qolgan. Tadqiqot doirasida o'tkazilgan tahlillar institutsional investorlar ishtirokisiz "Xalq IPO"si dasturlari to'liq muvaffaqiyatga erisha olmasligini, bozor likvidligi va kapitallashuv o'sishi aynan institutsional kapitalning bozorga kirib kelish ko'lamiga bilan bevosita korrelyatsiyaga ega ekanligini ilmiy jihatdan isbotladi.

Tadqiqot natijalariga asoslanib, O'zbekiston fond bozorida "Xalq IPO"si mexanizmlarini takomillashtirish va institutsional investorlar ishtirokini kengaytirish bo'yicha quyidagi ustuvor amaliy taklif va ilmiy tavsiyalar ilgari suriladi:

Birinchidan, birlamchi ommaviy joylashtirishlarda narx belgilashning sun'iy va qat'iy fiksirlangan usulidan voz kechib, ilg'or xalqaro tajribada qo'llaniladigan buyurtmalar kitobi (book-building) mexanizmini to'laqonli joriy etish lozim. Ushbu jarayonda professional institutsional investorlar langar (anchor) ishtirokchi sifatida jalb etilib, ular orqali aksiyalarning adolatli bozor narxlari diapazoni shakllantirilishi, individual investorlarga esa mazkur narxga nisbatan kafolatlangan imtiyozli chegirmalar (5–10 foiz) taqdim etilishi zarur. Shu bilan birga, aksiyalarning erkin muomaladagi ulushini (free-float) sun'iy cheklamay, kamida 15–20 foiz darajasida belgilash hamda yirik xaridorlar uchun bir yildan kam bo'lmagan sotmaslik majburiyatini (lock-up davri) kiritish ikkilamchi savdolarida narx keskin tushib ketishining oldini oladi.

Ikkinchidan, sug'urta tashkilotlari va nobank moliya institutlarining investitsiya faoliyatini tartibga soluvchi prudensial me'yorlarni bosqichma-bosqich liberallashtirish talab etiladi.





Xususan, sugʻurta zaxiralarining kamida 10–15 foizini yuqori korporativ boshqaruv standartlariga ega, davlat ishtirokidagi transformatsiya qilinayotgan ochiq aksiyadorlik jamiyatlarining aksiyalariga joylashtirishga ruxsat berish maqsadga muvofiqdir. Shuningdek, Iqtisodiyot va moliya vazirligi huzuridagi budjetdan tashqari Pensiya jamgʻarmasining boʻsh turgan mablagʻlarini qatʼiy belgilangan risk-menejment doirasida, professional trast boshqaruvchilari orqali dividend daromadliligi barqaror boʻlgan milliy "moviy chip"lar (blue-chips) aksiyalariga yoʻnaltirish mexanizmini bosqichma-bosqich tajriba tariqasida yoʻlga qoʻyish zarur.

Uchinchidan, kollektiv investitsiya institutlari — investitsiya va pay fondlari faoliyatini jonlantirish uchun ularni tashkil etish va litsenziyalash talablarini soddalashtirish, xususiy jamgʻarib boriladigan pensiya tizimi qonunchiligini qabul qilish hamda ushbu tuzilmalar uchun uzoq muddatli soliq imtiyozlarini (dividendlar va kapital oʻsishidan olinadigan daromad soligʻidan ozod etish) kafolatlash lozim. Bu aholining bevosita aksiyalar bozoriga kirmasdan, professional boshqaruvchilar orqali oʻz jamgʻarmalarini fond bozorida xavfsiz diversifikatsiya qilishiga va xalqchil investitsiyalarning yangi oqimini yuzaga keltirishga xizmat qiladi.

Toʻrtinchidan, savdo va hisob-kitob infratuzilmasini takomillashtirish maqsadida barcha tijorat banklarining mobil ilovalarini Qimmatli qogʻozlar markaziy depozitariysi va birja tizimi bilan ochiq API protokollari orqali integratsiyalash lozim. Chakana investorlar uchun masofaviy biometrik hisob ochish, mablagʻ kiritish va yechib olishdagi bank-brokerlik komissiyalarini optimallashtirish, T+2 hisob-kitob mexanizmini toʻliq barqarorlashtirish hamda birjada market-meykerlik institutini soliq va tarif preferensiyalari bilan ragʻbatlantirish orqali savdolarining uzluksiz likvidligi taʼminlanishi kerak.

Ushbu takliflarning amaliyotga tatbiq etilishi respublikada davlat aktivlarini xususiylashtirish jarayonlarining shaffofligini oshiradi, aholi jamgʻarmalarini nafaol depozitlardan real iqtisodiyotga faol investitsiyalar sifatida yoʻnaltiradi hamda individual va institutsional investorlar muvozanatiga asoslangan, likvid va barqaror milliy kapital bozorini shakllantirish imkonini beradi.

Foydalanilgan adabiyotlar

1. Oʻzbekiston Respublikasining "Qimmatli qogʻozlar bozori toʻgʻrisida"gi Qonuni, 2015-yil 3-iyundagi OʻRQ-387-son (qayta tahriri).
2. Oʻzbekiston Respublikasi Prezidentining 2023-yil 2-sentyabrdagi "Kapital bozorini rivojlantirishning qoʻshimcha chora-tadbirlari toʻgʻrisida"gi PQ-291-son qarori.
3. Oʻzbekiston Respublikasi Prezidentining 2023-yil 24-martdagi "Iqtisodiyotda davlat ishtirokini qisqartirishning qoʻshimcha chora-tadbirlari toʻgʻrisida"gi PQ-102-son qarori.
4. Oʻzbekiston Respublikasi Davlat aktivlarini boshqarish agentligi (2024). Davlat aktivlarini xususiylashtirish va "Xalq IPO"si dasturlari ijrosi boʻyicha yillik hisoboti. Toshkent: DABA axborotnomasi.
5. "Toshkent" Respublika fond birjasi (2024). Oʻzbekiston fond bozori faoliyatining asosiy koʻrsatkichlari: yillik statistik toʻplam. Toshkent: "Toshkent" RFB.
6. Oʻzbekiston Respublikasi Istiqbolli loyihalar milliy agentligi (2024). Kapital bozorini tartibga solish, institutsional investorlarni rivojlantirish va fintex yechimlarini integratsiyalash tahlili. Toshkent: ILMA.
7. Butikov, I. (2020). Rinok sennix bumag Uzbekistana: formirovaniye, tendensii i perspektivi. Toshkent: Fan va texnologiya, 248 b.
8. Xamidulin, M. B. (2018). Rivojlangan korporativ boshqaruv mexanizmlari orqali aksiyadorlik jamiyatlari investitsion faolligini oshirish. Iqtisodiyot fanlari doktori (DSc) dissertatsiyasi avtoreferati. Toshkent: BMA.
9. Mustafaqulov, Sh. I. (2017). Investitsion jozibadorlik: nazariya, metodologiya va amaliyot. Toshkent: Innovatsion rivojlanish nashriyot-matbaa uyi, 312 b.
10. Shomirov, A. A. (2021). Aksiyalarni ommaviy joylashtirish (IPO) mexanizmlarini takomillashtirish orqali korporativ moliyalashtirish hajmini oshirish. Iqtisodiyot va innovatsion





texnologiyalar, 5(3), 112–120.

11. Suyunov, B. E. (2022). O‘zbekistonda institutsional investorlar faoliyatini tartibga solishning zamonaviy tamoyillari. *Moliya va bank ishi*, 4(2), 34–41.

12. Xo‘jamurodov, A. T., & Karimov, N. G. (2023). Qimmatli qog‘ozlar bozorida "Xalq IPO"si amaliyotini kengaytirish va minoritar investorlar himoyasi. *Xalqaro moliya va hisob*, 6(1), 45–53.

13. Allen, F., & Gale, D. (2000). *Comparing Financial Systems*. Cambridge: MIT Press, 507 p.

14. Amihud, Y. (2002). Illiquidity and stock returns: Cross-section and time-series effects. *Journal of Financial Markets*, 5(1), 31–56.

15. Boutchkova, M. K., & Megginson, W. L. (2000). Privatization and the rise of global capital markets. *Financial Management*, 29(4), 31–76.

16. Demircuc-Kunt, A., & Levine, R. (1996). Stock markets, corporate finance, and economic growth: An overview. *The World Bank Economic Review*, 10(2), 223–239.

17. Djankov, S., & Murrell, P. (2002). Enterprise restructuring in transition: A quantitative survey. *Journal of Economic Literature*, 40(3), 739–792.

18. La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2000). Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 58(1–2), 3–27.

19. Megginson, W. L., & Netter, J. M. (2001). From state to market: A survey of empirical studies on privatization. *Journal of Economic Literature*, 39(2), 321–389.

20. Pagano, M., & Röell, A. (1998). The choice of stock ownership structure: Agency costs, monitoring, and the decision to go public. *The Quarterly Journal of Economics*, 113(1), 187–225.

21. Ritter, J. R. (1991). The long-run performance of initial public offerings. *The Journal of Finance*, 46(1), 3–27.

