

**TOSHKENT DAVLAT IQTISODIYOT UNIVERSITETI**  
**HUZURIDAGI ILMIY DARAJALAR BERUVCHI**  
**DSc.03/30.12.2019.I.17.01 RAQAMLI ILMIY KENGASH**

---

**TOSHKENT DAVLAT IQTISODIYOT UNIVERSITETI**

**IBODULLAYEV ABRORJON AXRORJONOVICH**

**O‘ZBEKISTONDA QIMMATLI QOG‘OZLAR BOZORINI  
RIVOJLANTIRISHNING STRATEGIK YO‘NALISHLARI**

**08.00.07 – «Moliya, pul muomalasi va kredit»**

**Iqtisodiyot fanlari doktori (Doctor of Science) dissertatsiyasi  
AVTOREFERATI**

**Toshkent shahri – 2025-yil**

**Fan doktori (DSc) dissertatsiyasi avtoreferati mundarijasi**  
**Оглавление автореферата докторской (DSc) диссертации**  
**Contents of the Doctoral (DSc) dissertation abstract**

**Ibodullayev Abrorjon Axrorjonovich**

О‘zbekistonda qimmatli qog‘ozlar bozorini rivojlantirishning strategik  
yo‘nalishlari..... 3

**Ибодуллаев Аброржон Ахроржонович**

Стратегические направления развития рынка ценных бумаг в  
Узбекистане..... 35

**Ibodullaev Abrorjon Axrorjonovich**

Strategic directions for the development of the securities market in  
Uzbekistan..... 67

**E‘lon qilingan ishlar ro‘yxati**

Список опубликованных работ  
List of published works..... 72

**TOSHKENT DAVLAT IQTISODIYOT UNIVERSITETI**  
**HUZURIDAGI ILMIY DARAJALAR BERUVCHI**  
**DSc.03/30.12.2019.I.17.01 RAQAMLI ILMIY KENGASH**  

---

**TOSHKENT DAVLAT IQTISODIYOT UNIVERSITETI**

**IBODULLAYEV ABRORJON AXRORJONOVICH**

**O‘ZBEKISTONDA QIMMATLI QOG‘OZLAR BOZORINI**  
**RIVOJLANTIRISHNING STRATEGIK YO‘NALISHLARI**

**08.00.07 – «Moliya, pul muomalasi va kredit»**

**Iqtisodiyot fanlari doktori (Doctor of Science) dissertatsiyasi**  
**AVTOREFERATI**

**Toshkent shahri – 2025-yil**

**Fan doktori (Doctor of Science) dissertatsiyasi mavzusi Oliy attestatsiya komissiyasida B2025.1.DSc/Iqt849 raqam bilan ro'yxatga olingan.**

Doktorlik dissertatsiyasi Toshkent davlat iqtisodiyot universitetida bajarilgan.

Dissertatsiya avtoreferati uch tilda (o'zbek, rus, ingliz (rezyume)) Ilmiy kengashning veb-sahifasida ([www.tsue.uz](http://www.tsue.uz)) va «Ziyonet» Axborot ta'lim portalida ([www.ziyonet.uz](http://www.ziyonet.uz)) joylashtirilgan.

**Ilmiy maslahatchi:** Muxamedov Farxod Tursunbayevich  
iqtisodiyot fanlari doktori, professor

**Rasmiy opponentlar:** Xaydarov Nizomiddin Xamrayevich  
iqtisodiyot fanlari doktori, professor

Elmirzayev Samariddin Eshkuvatovich  
iqtisodiyot fanlari doktori, professor

Usmonov Kaxramonjon Akbaraliyevich  
iqtisodiyot fanlari doktori, dotsent

**Yetakchi tashkilot:** G.V. Plexanov nomidagi Rossiya iqtisodiyot universiteti Toshkent filiali

Dissertatsiya himoyasi Toshkent davlat iqtisodiyot universiteti huzuridagi DSc.03/30.12.2019.I.17.01 raqamli Ilmiy kengashning 2025-yil «07» 11 soat 14<sup>00</sup> dagi majlisida bo'lib o'tadi. (Manzil:100000, Toshkent shahar, Amir Temur shoh ko'chasi, 60A-uy. Tel.: (99871) 234-53-34; faks: (99871) 234-46-26; e-mail: [ilmiykengash@tsue.uz](mailto:ilmiykengash@tsue.uz))

Dissertatsiya bilan Toshkent davlat iqtisodiyot universitetining Axborot-resurs markazida tanishish mumkin (\_\_\_\_ raqami bilan ro'yxatga olingan). Manzil: 100000, Toshkent shahar, Amir Temur shoh ko'chasi, 60A-uy. Tel.: (99871) 234-53-34. [kutubxona@tsue.uz](mailto:kutubxona@tsue.uz)

Dissertatsiya avtoreferati 2025-yil «24» 10 kuni tarqatildi.  
(2025-yil «24» 10 dagi 74 raqamli reestr bayonnomasi).



  
**T. Z. Teshabayev**  
Ilmiy darajalar beruvchi ilmiy kengash raisi, iqtisodiyot fanlari doktori, professor

  
**J. X. Ataniyazov**  
Ilmiy darajalar beruvchi ilmiy kengash ilmiy kotibi, iqtisodiyot fanlari doktori, professor

  
**I. N. Qo'ziyev**  
Ilmiy darajalar beruvchi ilmiy kengash qoshidagi ilmiy seminar raisi, iqtisodiyot fanlari doktori, professor

## KIRISH (fan doktori (DSc) dissertatsiyasi annotatsiyasi)

**Mavzuning dolzarbligi va zarurati.** Jahon mamlakatlarida so‘nggi yillarda moliyaviy bozorlarning, xususan, qimmatli qog‘ozlar bozorining roli va ahamiyati izchil oshib bormoqda. Global moliya bozorlarining rivojlanishi natijasida kapital bozorlari iqtisodiy o‘shish jarayonlarining strategik drayveriga aylanmoqda. Qimmatli qog‘ozlar bozori orqali sarmoya resurslarining samarali taqsimlanishi, iqtisodiyotda mavjud bo‘sh moliyaviy zaxiralarni real sektorga yo‘naltirish va moliyalashtirish manbalarini diversifikatsiya qilish imkoniyatlari kengaymoqda. Xususan, jahon kapital bozori orqali hosil bo‘ladigan likvid moliyaviy resurslar investitsiya faolligini rag‘batlantirib, iqtisodiy o‘shish sur‘atlarini barqarorlashtirishga xizmat qilmoqda. Xalqaro tajriba tahlili shuni ko‘rsatmoqdaki, rivojlangan davlatlarda kapital bozorlarining mamlakat iqtisodiyotidagi ulushi yuqoriligicha qolmoqda. Masalan, AQSh iqtisodiyotida 2023-yil yakuniga kelib, fond bozorining umumiy kapitallashuv hajmi 40 trln. AQSh dollaridan oshib ketdi va bu ko‘rsatkich mamlakat yalpi ichki mahsulotining taxminan 160 foiziga teng bo‘ldi. Bunday yuqori kapitallashuv darajasi AQSh kapital bozorining jahon moliya tizimidagi ustun mavqeini namoyon etmoqda. Bunda NASDAQ va NYSE kabi fond birjalari va birjadan tashqari bozorlar global likvidlik markazlari sifatida xizmat qilmoqda. Yaponiya kapital bozorida ham shunga o‘xshash tendensiya kuzatilmoqda. 2023-yilda Tokio Stock Exchange (TSE) orqali shakllangan kapitallashuv hajmi 6,3 trln. AQSh dollarini tashkil etib, Yaponiya YAIMning 110 foiziga yetdi. Janubiy Koreya va Singapur kabi iqtisodiyoti yuqori texnologik tarmoqlarga tayanadigan mamlakatlarda ham kapital bozorining YAIMga nisbati mos ravishda 120–150 foiz atrofida shakllangan. Yevropa davlatlari ichida Germaniyada Frankfurt Stock Exchange (Xetra) orqali kapitallashuv hajmi 2,2 trln. dollarni tashkil qilib, YAIMning 90 foizidan ortig‘ini qamrab olgan. Buyuk Britaniyada London Stock Exchange kapitallashuvi 3,2 trln. AQSh dollariga yetgan bo‘lib, bu ko‘rsatkich YAIMning taxminan 125 foizini tashkil etgan<sup>1</sup>.

Jahon amaliyotida moliya bozorlari global raqobatining keskin kuchayib borishi sharoitida, qimmatli qog‘ozlar bozori faoliyatini yanada takomillashtirish masalasi dolzarb ahamiyat kasb etmoqda. Shu munosabat bilan so‘nggi yillarda ushbu yo‘nalishda qator ilmiy tadqiqotlar olib borilmoqda. Ushbu tadqiqotlarda asosan iqtisodiyotning barqaror moliyalashtirilishini ta‘minlashda qimmatli qog‘ozlar bozorining strategik roli, uning salohiyatidan to‘liq foydalanish zaruriyati, shuningdek, fond bozorlarini xalqaro standartlar asosida integratsiya qilish masalalari tahlil etilmoqda. Xususan, olib borilgan ilmiy tadqiqotlarda fond bozorining iqtisodiyotni moliyaviy resurslar bilan ta‘minlashda asosiy moliyalashtirish mexanizmi sifatida rivojlantirilishi masalasi muhim ilmiy-amaliy yo‘nalish sifatida belgilanmoqda. Zamonaviy moliyaviy tizimda bank kreditlari bilan bir qatorda kapital bozorlari orqali investitsiya resurslarini jalb etish, ularni samarali taqsimlash va ishlatish orqali iqtisodiy o‘shish sur‘atlarini barqarorlashtirish

---

<sup>1</sup> <https://data360.worldbank.org/en/economies> sayti ma’lumotlari asosida muallif tomonidan shakllantirilgan.

imkoniyatlari kengaymoqda. Shu munosabat bilan, fond birjalari faoliyatining xalqaro moliyaviy infratuzilmalar, ya'ni global birja platformalari, xalqaro depozitariy tizimlari va kliring markazlari bilan muvofiqlashtirilishi va integratsiyalashuvi iqtisodiy rivojlanishning muhim omili sifatida e'tirof etilmoqda. Bundan tashqari, fond bozorlarining rivojlanishiga ta'sir etuvchi asosiy iqtisodiy va makroiqtisodiy omillar sifatida mamlakatdagi yalpi ichki mahsulot o'sish sur'atlari, inflyatsiya darajasi, valyutaning barqarorligi, ichki va tashqi qarz yuki, investitsion muhit barqarorligi kabi ko'rsatkichlarni keltirish mumkin. Shuningdek, institutsional omillar sifatida korporativ boshqaruv madaniyati, moliyaviy savodxonlik darajasi, investorlarni himoya qilish mexanizmlari, auditorlik tizimi va oshkoralik standartlari ham fond bozori barqaror rivojlanishining zaruriy shartlari sifatida namoyon bo'lmoqda.

O'zbekistonda qimmatli qog'ozlar bozorini yanada rivojlantirish maqsadida ishlab chiqarish faoliyatida raqobatbardoshlikni kengaytirish, mahalliy iqtisodiyot tarmoqlarini modernizatsiya va diversifikatsiyalash jarayonlarini dunyo standartlariga muvofiq olib borish, iqtisodiyotga investitsiyalarni, birinchi navbatda bazaviy va tarkibiy asoslarni tashkil etuvchi muhim sohalarga jalb etishga qaratilgan keng ko'lamli ishlar amalga oshirilmoqda. "Bunda, iqtisodiyotda davlat ishtirokini yanada qisqartirish, fond bozorini rivojlantirish va sog'lom raqobat muhitini yaratish faol investitsiya siyosatini olib borish, jamiyat va davlat faoliyatining barcha sohalarini jadal va barqaror rivojlantirish asosiy vazifalardan hisoblanadi". Iqtisodiy munosabatlarning chuqurlashuvi hamda investitsiya va jamg'arma tizimining takomillashuvi natijasida uyushgan qimmatli qog'ozlar bozori jadal rivojlanmoqda. Bu jarayonda fond birjalariga bo'lgan ehtiyoj ortib, yirik sarmoyadorlar moliyaviy resurslarini samarali yo'naltira boshlagani sababli fond birjalarning ahamiyati yanada oshdi. Bu holat, ayniqsa, moliya bozorlarining barqarorligi va investitsion faollikni oshirishda muhim omil sifatida qaralmoqda. Mazkur vazifalarning amalga oshirilishini ta'minlashda qimmatli qog'ozlar bozorini takomillashtirish zarurati tanlangan tadqiqot mavzusining dolzarbligini ko'rsatadi.

O'zbekiston Respublikasi Prezidentining 2023-yil 2-sentabrdagi PQ-291-son "Kapital bozorini rivojlantirishning qo'shimcha chora-tadbirlari to'g'risida"gi, 2022-yil 17-yanvardagi "Kapital bozorini qo'llab-quvvatlashning samarali mexanizmlarini joriy etishga doir qo'shimcha chora-tadbirlar to'g'risida"gi PQ-90-son, 2021-yil 13-apreldagi "Kapital bozorini tartibga solish tizimini yanada takomillashtirish chora-tadbirlari to'g'risida"gi PQ-5073-sonli Qarorlari, 2021-yil 13-apreldagi "Kapital bozorini yanada rivojlantirish chora-tadbirlari to'g'risida"gi PF-6207-sonli farmoni, Vazirlar Mahkamasining 2022-yil 21-fevraldagi "Vazirlar Mahkamasining "O'zbekiston Respublikasining davlat g'aznachilik majburiyatlari va obligatsiyalarini muomalaga chiqarishni tashkil etish chora-tadbirlari to'g'risida"gi 2018-yil 14-dekabrda 1016-son Qaroriga o'zgartirish va qo'shimchalar kiritish haqida"gi 82-son Qarori, Vazirlar Mahkamasining 2017-yil 10-maydagi "Fond birjasida aksiyalarni ommaviy taklifini o'tkazishni tashkil etish to'g'risida"gi 268-sonli hamda 2019-yil 26-apreldagi "Fond birjasida aksiyalarni birlamchi va ikkilamchi ommaviy taklifini o'tkazishni tashkil etish to'g'risida"gi

358-son Qarorlarida belgilangan vazifalar kapital bozorini tubdan isloh qilish va uni zamonaviy talablar asosida rivojlantirishga xizmat qiladi.

**Tadqiqotning respublika fan va texnologiyalari rivojlanishining ustuvor yo'nalishlariga mosligi.** Mazkur dissertatsiya tadqiqoti respublika fan va texnologiyalar rivojlanishining I. «Demokratik va huquqiy jamiyatni ma'naviy-axloqiy va madaniy rivojlantirish, innovatsion iqtisodiyotni shakllantirish» ustuvor yo'nalishlariga muvofiq bajarilgan.

**Dissertatsiya mavzusi bo'yicha xorijiy ilmiy-tadqiqotlar sharhi<sup>2</sup>.** Hozirgi kunda qimmatli qog'ozlar bozorini rivojlantirish, uni barqarorlashtirish va xalqaro standartlarga moslashtirish borasida bir qator xalqaro va mintaqaviy tashkilotlar tomonidan chuqur ilmiy-tadqiqot ishlari olib borilmoqda. Ushbu tashkilotlar qimmatli qog'ozlar bozorining institutsional asoslarini mustahkamlash, tartibga solish tizimini takomillashtirish hamda investorlar huquqlarini himoya qilish bo'yicha strategik yo'nalishlarni shakllantirishda muhim o'rin tutadi. Jumladan, Xalqaro qimmatli qog'ozlar komissiyalari tashkiloti (IOSCO- Qimmatli qog'ozlar bo'yicha xalqaro komissiyalar), Iqtisodiy hamkorlik va taraqqiyot tashkiloti (OECD – Iqtisodiy hamkorlik va taraqqiyot tashkiloti), Jahon Banki (World Bank Group), Xalqaro hisob-kitoblar banki (BIS), Yevropa qimmatli qog'ozlar va bozorlar tashkiloti (ESMA – Yevropa qimmatli qog'ozlar va bozorlar idorasi) kabi nufuzli tashkilotlar tomonidan ilmiy tadqiqotlar olib borilayotganligi mazkur dissertatsiya ishining dolzarb ekanligini ko'rsatadi.

**IOSCO Xalqaro qimmatli qog'ozlar komissiyalari tashkiloti qimmatli qog'ozlar bozorini dunyo bo'ylab tartibga soluvchi asosiy xalqaro tashkilot bo'lib,**

---

<sup>2</sup> (IOSCO — International Organization of Securities Commissions) <https://www.iosco.org>; Iqtisodiy hamkorlik va taraqqiyot tashkiloti (OECD — Organisation for Economic Co-operation and Development) <https://www.oecd.org>; Jahon Banki (World Bank Group) <https://www.worldbank.org>; Xalqaro valyuta jamg'armasi (IMF — International Monetary Fund) <https://www.imf.org>; Bank for International Settlements (BIS) <https://www.bis.org>; Yevropa Qimmatli Qog'ozlar va Bozorlar Tashkiloti (ESMA — European Securities and Markets Authority) <https://www.esma.europa.eu>; Harvard Business School Working Papers, Journal of Financial Economics <https://www.hbs.edu>; Yamori Nobuyoshi. Commodity Etf's in The Japanese Stock Exchanges. Journal of Advanced Studies in Finance, ISSN 2068-8393 <https://journals.aserspublishing.eu/jasf/article/view/45>. Issue Vol 2 No 1 (2011): JASF Volume II Issue 1(3) Summer; Yu Hsing. Impacts of Financial Stock Prices and Exchange Rates on the Demand for Money in Poland. South East European Journal of Economics and Business. Volume 2 issue 1 04 Mar 2008. University Hammond, USA.; C.Keller, M.Siegrist. Investing in Stocks: The influence of financial risk attitude and values-related money and stock market attitude. Journal of Economic Psychology, Volume 27, Issue2, April 2006, Pages 285-303.; B.Nejla. Book-to-market equity and size as determinants of returns: evidence from the tunisian stock exchange. Современная экономика: проблемы, тенденции, перспективы, № 8, 2013. University of Manouba, ESC (High School of Business), (Tunisia); Chan L.K.C, Y.Hamao, J.Lakonishok Fundamentals and Stock Returns in Japan' The Journal of Finance, vol. 46, No. 5, December 2010, pp. 1739- 1764, DOI 10.1111/j.1540-6261.1991.tb04642.x.; F.Sekmen. Exchange rate volatility and stock returns for the U.S. African Journal of Business Management Vol. 5(22), pp. 9659-9664, 30 September, 2011 <http://www.academicjournals.org/AJBM> DOI: 11.5897/AJBM11.649. Academic Journals Faculty of Economics and Administrative Science, Sakarya University, 54187-Sakarya, Turkey.; M.Ezazi, S.Ketabi, S.Hosseini. Ranking Stock Exchange Companies With a Combined Approach Based on FAHP-FTOPSIS Financial Ratios and Comparing Them With Tehran Stock Exchange Rankings. International Journal of Business and Development Studies Vol. 7, No. 1, (2015) pp 63-75. University of Sistan and Baluchestan, Iran.; S. Jabbarzadeh, B. Kavasi, M. Motavassel. The effects of outside board on firm value in Tehran Stock Exchange from the perspective of information transaction costs. Int. J. Industrial Mathematics (ISSN 2008-5621) Vol. 5, No. 4, 2013 Article ID IJIM-00361, 11 pages. <http://ijim.srbiau.ac.ir/>; A. Ellul, H. Shin, I. Tonks. Opening and closing the market: evidence from the london stock exchange. Journal of Financial and Quantitative Analysis. Volume 40, Issue 4 December , pp. 779-801. School of Business Administration, University of Washington.; Y. Nishimura, Harvard Business School Working Papers, Journal of Financial Economics <https://www.hbs.edu>

qimmatli qog'ozlar bozorining shaffofligi, samaradorligi va investorlarga nisbatan adolatli munosabatni ta'minlashni maqsadida faoliyat yuritadi. Mazkur tashkilot qimmatli qog'ozlar bozorida yuzaga kelayotgan yangi tendensiyalar, moliyaviy innovatsiyalar, risklar va tartibga solish siyosatlari yuzasidan muntazam ravishda tadqiqot va tahliliy hisobotlar tayyorlagan; OECD (Iqtisodiy hamkorlik va taraqqiyot tashkiloti) korporativ boshqaruv, investorlarni himoya qilish, kapital bozorlari samaradorligini oshirish va qimmatli qog'ozlar bozorini rivojlantirish bo'yicha chuqur ilmiy tadqiqotlar olib borish bilan faoliyat yuritadi. OECD tomonidan ishlab chiqilgan "OECD korporativ boshqaruv tamoyillari" xalqaro miqyosda eng muhim normativ hujjatlardan biri hisoblanadi va ko'plab davlatlar tomonidan milliy qonunchilikka integratsiya qilingan; Jahon Banki qimmatli qog'ozlar bozorini rivojlantirish va moliyaviy tizimlarni takomillashtirish bo'yicha amaliy va ilmiy loyihalarni amalga oshiradi. U ayniqsa, rivojlanayotgan davlatlarda kapital bozorini rivojlantirish bo'yicha tashxis (diagnostic studies), texnik yordam va strategik tavsiyalar ishlab chiqishda faol ishtirok etadi.

Bugungi kunda qimmatli qog'ozlar bozorini rivojlantirish bo'yicha dunyoning nufuzli ta'lim muassasa va tashkilotlarida yetuk iqtisodchi olimlar tomonidan chuqur tadqiqot ishlari olib borilmoqda. Ushbu tadqiqotlar bozor mexanizmlarini takomillashtirish, investitsiya muhitini yaxshilash, korporativ boshqaruvni rivojlantirish hamda tartibga solish siyosatini optimallashtirishga qaratilgan. AQShning Harvard universitetida Luigi Zingales, Malcolm Baker va boshqa turli rivojlangan mamlakatlari iqtisodchi olimlari Y. Nobuyoshi, Yu. Hsing, C. Keller, M. Siegrist, B. Nejla, L.K.C. Chan, Y. Hamao, J. Lakonishok, F. Sekmen, M. Ezazi, S. Ketabi, S. Hosseini, S. Jabbarzadeh, B. Kavasi, M. Motovassel, A. Ellul, H. Shin, I. Tonks, Y. Nishimura, Y. Tsutsui, D. Grigoreva, M. Morozova, U. Sharp, G. Aleksandr, J.R. Xiks, Y. Mirkin, D. Stauffer, D. Sornetti, M. Bartolozzi, B. B. Leinveber, A.V. Tomas va boshqa olimlarning ilmiy ishlarida o'rganilgan va tadqiqot olib borilgan.

Qimmatli qog'ozlar bozori iqtisodiy tizimda muhim o'rin egallashi, uning mazmuni va rivojlanish istiqbollari yuzasidan yaponiyalik olim Y. Nobuyoshi o'z ilmiy izlanishlarida alohida to'xtaladi. U o'z tadqiqotlarida qimmatli qog'ozlar bozorining taraqqiyotida fond birjalarining tutgan o'rnini chuqur tahlil qilgan holda, ayniqsa Tokio fond birjasining hozirgi bosqichdagi rivojlanish tendensiyalariga e'tibor qaratadi. Olim, shuningdek, zamonaviy raqamli texnologiyalarni joriy etish orqali uyushgan qimmatli qog'ozlar bozorining samaradorligini oshirish zarurligini ta'kidlaydi.

Yana bir guruh yaponiyalik tadqiqotchilar Y. Nishimura va Y. Tsutsui o'z ilmiy ishlari orqali xalqaro qimmatli qog'ozlar bozorining shakllanishi va taraqqiyot jarayonlarini tahlil qilgan. Ular, xususan, xalqaro fond birjalari faoliyatining rivojlanishida uchrayotgan asosiy muammolarni atroflicha ko'rib chiqib, bu boradagi to'siqlar va ularni bartaraf etish yo'llariga e'tibor qaratadilar.

Xorijiy tadqiqotchi olimlardan biri bo'lgan B. Nejla o'z ilmiy izlanishlarida Tunis fond birjasining tashkil topishi va uning milliy iqtisodiyotdagi o'rnini tahlil qiladi. U fond birjalari orqali uyushgan qimmatli qog'ozlar bozorini tartibga solish,

moliyaviy resurslarni safarbar qilishdagi samaradorlikni chuqur yoritgan. Tadqiqotchilar fikrlariga ko'ra, qimmatli qog'ozlar bozori - bu ishonchga asoslangan hamda tizimli shakllangan, barqaror moliyaviy resurslarni jalb etishga xizmat qiluvchi muhim moliyaviy institutlardan biri hisoblanadi<sup>3</sup>.

**Muammoning o'rganilganlik darajasi.** O'zbekistonda qimmatli qog'ozlar bozorini rivojlantirish, undagi mavjud muammolari samarali usullar bilan bartaraf etish masalalari respublikamizning yetuk iqtisodchi olimlaridan bo'lgan Sh. Shoxa'zamiy, I. Butikov, A. Vaxabov, N. Jumayev, M. Xamidulin, U. Aliyev, X. Akromov, V. Kotov, F. Mirzayev, F. Muxamedov, T. Yadgarov, J. Karimqulov, S. Elmirzayev, A. Shomirov, Q. Chinqulov, U. Xalikov, X. Xudoyqulov, Sh. Sultonov, A. Xo'jamurodov<sup>4</sup> va boshqalarning ilmiy ishlarida o'rin olgan. Mazkur iqtisodchi olimlarning tadqiqotlarida qimmatli qog'ozlar bozorining shakllanish bosqichlari, uning iqtisodiy mohiyati, tasnifi va funksional xususiyatlari atroflicha o'rganilgan. Ularning ilmiy ishlari qimmatli qog'ozlar bozorining rivojlanish tendensiyalari, global kapital bozorlaridagi zamonaviy yo'nalishlar

<sup>3</sup> Д. Григорева. Влияние инфляции и курса валют на фондовый рынок. Journal Modern problems of science and education. – 2014. № 2. Peoples Friendship University of Russia; M. Morozova. Формирование региональных оптово-распределительных центров с использованием современных биржевых инструментов в Оренбургской области. Региональная экономика: теория и практика. 5 (2016). – S. 73-85. Оренбургский государственный аграрный университет; Alpina Publisher, 2002. – 583 s.; D. Stauffer, D. Sornette. Self-organized percolation model for stock market fluctuations. Physica A: Statistical Mechanics and its Applications. Volume 271, Issues 3-4, 15 September. – P. 496-506. <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0378437199002903>; M. Bartolozzi, D. B. Leinweber, A. W. Thomas. Self-organized criticality and stock market dynamics: an empirical study. Physica A: Statistical Mechanics and its Applications. Volume 271, Issues 3-4, 15 September 1999. – P. 496-506. <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0378437199002903>; via%3Dihub. Nobuyoshi Y. Commodity Efts in The Japanese Stock Exchanges. Journal of Advanced Studies in Finance, ISSN 2068-8393 <https://journals.aserspublishing.eu/jasf/article/view/45>. Issue Vol 2 No 1 (2019): JASF Volume II Issue 1(3) Summer 2019. Y. Nishimura, Y. Tsutsui. Do international investors cause stock market spillovers? Comparing responses of cross-listed stocks between accessible and inaccessible market. Economic Modelling, Volume 69, January 2018. – P. 237-248. B. Nejla. Book-to-market equity and size as determinants of returns: evidence from the tunisian stock exchange. Современная экономика: проблемы, тенденции, перспективы, № 8, 2013. p 45. University of Manouba, ESC (High School of Business), (Tunisia).

<sup>4</sup> Shoxa'zamiy Sh. Sh. Биржевая деятельность. Учебник. – Т.: Ilm Ziyoy, 2006. – 288 s.; Butikov I. Qimmatli qog'ozlar bozori. Darslik. – Т.: Konsauditinform, 2001. – 496 b.; Vaxabov A.V., Jumayev N.X., Hoshimov E.A. Jahon moliyaviy-iqtisodiy inqirozi: sabablari, xususiyatlari va iqtisodiyotga ta'sirini yumshatish yo'llari. – Т.: Akademnashr, 2009. – 141 b.; Xamidulin M.B. Развитие финансового механизма корпоративного управления. – Т.: Moliya, 2008. – 204 s.; Aliyev U.M. Пути совершенствования функционирования инфраструктуры рынка ценных бумаг: автореферат дисс... к.е.н. – Т., 2008. – 19 s.; Akromov X.M. O'zbekiston Respublikasi qimmatli qog'ozlar bozorining rivojlanishiga makroiqtisodiy siyosatning ta'siri: i.f.n.diss. avtoreferati. – Т., 2010. – 22 b.; Kotov B.A. Organizatsiya rynka tsennykh bumag. – Т.: Moliya, 2007. – 23 s.; Mirzaev F.I. Moliya bozori operatsiyalari risklarini baholash usullari (qimmatli qog'ozlar misolida): i.f.n. ...diss. avtoreferati. – Т., 2002. – 20 b.; Muxamedov F.T. O'zbekistonda qimmatli qog'ozlar bozori savdo tizimlarini rivojlantirish yo'nalishlari. Iqt. fan. dokt. (DSc) diss. avtoref. – Т., 2019. – 60 b.; Yadgarov T.D. Депозитарная система рынка корпоративных ценных бумаг и ее интеграция в международный рынок капитала: автореферат дисс... к.е.н. – Т., – 20 с.; Karimqulov J.I. O'zbekiston iqtisodiyotida qimmatli qog'ozlar bozori rolini oshirish yo'llari: i.f.n. ...diss. avtoref. – Т., 2012. – 22 b.; Элмирзаев С.Е. и др. Финансовый рынок. Учебник. – Т.: "Иқтисод-молия", 2019. – 400 с.; Shomirov A.A. Aksiyadorlik jamiyatlar moliyaviy resurslarini boshqarish samaradorligini oshirish yo'llari: iqt. fan. bo'yicha fals. dokt. (PhD) diss. avtoref. – Т., 2019. – 28 b.; Chinqulov Q.R. Aksiyadorlik jamiyatlarini korporativ qimmatli qog'ozlar orqali moliyalashtirishni takomillashtirish: iqt. fan. bo'yicha fals. dokt. (PhD) diss. avtoref. – Toshkent, 2019. – 30 b.; Xalikov U.R. O'zbekistonda fond bozori orqali investitsion faoliyatni moliyalashtirishni takomillashtirish: iqt. fan. bo'yicha fals. dokt. (PhD) diss. avtoref. – Т., 2017. – 24 b.; Xudoyqulov X.X. Fond bozori aktivlarini baholash mexanizmini takomillashtirish: iqt. fan. bo'yicha fals. dokt. (PhD) diss. avtoref. – Т., 2018. – 24 b.; Sultonov Sh.N. O'zbekistonda fond bozorini rivojlantirish yo'llari: iqt. fan. bo'yicha fals. dokt. (PhD) diss. avtoref. – Т., 2020. – 24 b.; Xo'jamurodov A.J. Iqtisodiyotni modernizatsiyalash sharoitida fond bozori infratuzilmasini takomillashtirish: iqt. fan. bo'yicha fals. dokt. (PhD) diss. avtoref. – Т., 2019. – 26 b.

hamda bozor infratuzilmasini shakllantirish va takomillashtirish bo'yicha strategik yondashuvlarni qamrab oladi. Xususan, qimmatli qog'ozlar bozorining institutsional tuzilmasi sifatida fond birjalari, kliring va hisob-kitob tizimlari, depozitariy faoliyatini jahon standartlariga mos ravishda rivojlantirish zarurati alohida o'rganilgan. Ayni paytda, raqamli texnologiyalar va moliyaviy innovatsiyalarning bozor ishtirokchilari faoliyatiga ta'siri ham muhim tadqiqot yo'nalishlaridan biri sifatida e'tirof etilmoqda. Bundan tashqari, mazkur tadqiqotlarda O'zbekistonda qimmatli qog'ozlar bozorining shakllanishi, birja faoliyatining hozirgi holati, institutsional islohotlar va rivojlanish dinamikasi chuqur tahlil qilingan hamda milliy kapital bozorini yanada samarali rivojlantirish bo'yicha amaliy tavsiyalar ishlab chiqilgan.

O'z navbatida, O'zbekistonda qimmatli qog'ozlar bozorini rivojlantirish masalalarining dolzarbligi, ilmiy va amaliy taklif tavsiyalarni ishlab chiqishning zarurligi mazkur ilmiy tadqiqot mavzusini tanlash uchun asos bo'lib xizmat qildi.

**Dissertatsiya mavzusining dissertatsiya bajarilgan oliy ta'lim muassasasi ilmiy-tadqiqot ishlari rejalari bilan bog'liqligi.** Mazkur dissertatsiya tadqiqoti Toshkent davlat iqtisodiyot universiteti ilmiy-tadqiqot ishlari rejasiga muvofiq «Iqtisodiyotni modernizatsiya qilish sharoitida moliya, bank va hisob tizimini muvofiqlashtirishning ilmiy asoslari» mavzusi doirasida bajarilgan.

**Tadqiqotning maqsadi** O'zbekistonda qimmatli qog'ozlar bozorini rivojlantirish bo'yicha taklif va tavsiyalar ishlab chiqishdan iborat.

**Tadqiqotning vazifalari** quyidagilardan iborat:

qimmatli qog'ozlar bozorining paydo bo'lishi va shakllanish jarayonini o'rganish;  
qimmatli qog'ozlar bozorining tarkibiy tuzilmasini hamda uning asosiy vazifalarini tasniflash va tavsiflab berish;

qimmatli qog'ozlar bozorini tartibga solishga oid huquqiy asoslarni yoritib berish;  
mamlakatimizda qimmatli qog'ozlar bozorining rivojlanish tendensiyalarini tahlil etish;

O'zbekistonda qimmatli qog'ozlar bozoriga ta'sir ko'rsatuvchi omillarni tizimli ravishda guruhlash va ularning ta'sir darajasini baholash;

xorijiy mamlakatlarda qimmatli qog'ozlar bozori ko'rsatkichlari hamda ularning rivojlanish holatini tahlil qilish;

mamlakatimizda qimmatli qog'ozlar bozorini rivojlantirishda mavjud muammolarni o'rganish hamda ularni bartaraf etish yuzasidan taklif va tavsiyalar ishlab chiqish;

qimmatli qog'ozlar bozori faoliyatini takomillashtirishda ilg'or xorijiy tajribalardan foydalanish imkoniyatlarini asoslab berish;

qimmatli qog'ozlar bozorining makroiqtisodiy barqarorlik va investitsion faollikka ta'sirini baholash;

O'zbekistonda qimmatli qog'ozlar bozori faoliyatini takomillashtirish yo'nalishlarini aniqlash, ular asosida ilmiy asoslangan takliflar va amaliy tavsiyalar ishlab chiqish.

**Tadqiqotning obyekti** O'zbekiston Respublikasi qimmatli qog'ozlar bozori hisoblanadi.

**Tadqiqotning predmeti.** O'zbekistonda qimmatli qog'ozlar bozorini rivojlantirishda yuzaga keladigan iqtisodiy munosabatlar hisoblanadi.

**Tadqiqotning usullari.** Dissertatsiyada guruhlash, qiyosiy taqqoslash, induksiya, deduksiya, kuzatuv, nazariy va amaliy tahlil, sintez, shuningdek, koeffitsiyent va ekonometrik modellashtirish metodlari qo'llanildi.

**Tadqiqotning ilmiy yangiligi** quyidagilardan iborat:

davlat ulushi 50 foiz va undan ortiq bo'lgan davlat ishtirokidagi korxonalar bir moliya yilida jalb qiladigan jami mablag'larining bir qismini yoki kreditning kamida 5 foizini mahalliy kapital bozorida korporativ obligatsiyalarni qimmatli qog'ozlarning uyushgan savdolarida joylashtirish orqali jalb etish taklif etilgan;

davlat ulushi 50 foiz va undan yuqori bo'lgan korxonalarning aksiyalarini fond bozorida ommaviy taklif qilish orqali joylashtirilgandan so'ng kamida 7 yil davomida mazkur korxonalar sof foydasining kamida 30 foizini dividend to'lashga yo'naltirish taklif etilgan;

uyushgan savdolarida qimmatli qog'ozlarni sotuvchi (sotib oluvchi) norezident yuridik shaxslarga O'zbekiston Respublikasi tijorat banklarida milliy valyutada hisobvaraqlar ochishga ruxsat berish taklif etilgan;

xorijiy investorlarga (tan olingan chet el banklari, shu jumladan kastodian banklarga) davlat qimmatli qog'ozlari bozorida birlamchi diler faoliyatini olib borish imkoniyatini yaratish taklif etilgan;

qimmatli qog'ozlar egalariga qimmatli qog'ozlar daromadlari emitent bilan markaziy depozitariy o'rtasida tuziladigan shartnoma asosida markaziy depozitariy tomonidan to'lanishi taklif etilgan.

**Tadqiqotning amaliy natijalari** quyidagilardan iborat:

korporativ obligatsiyalarning chiqarilishi va muomalasi hamda ular bo'yicha hisob-kitoblarni amalga oshirishda obligatsiyalarning qiymatini chet el valyutasida belgilash va mazkur valyutada to'lashga ruxsat berilishi natijasida xorijiy investorlar uchun chet el valyutasida to'lovlarni amalga oshirish imkoni yaratildi, o'zaro hisob-kitoblarni amalga oshirish takomillashtirildi;

uyushgan savdolarida qimmatli qog'ozlarni sotuvchi (sotib oluvchi) norezident yuridik shaxslarga O'zbekiston Respublikasi tijorat banklarida milliy valyutada hisobvaraqlar ochishga ruxsat berilishi natijasida norezident investorlar uchun milliy valyutada hisobvaraqlar ochish imkoniyati yaratildi, ularning O'zbekiston qimmatli qog'ozlar bozoriga kirish jarayoni soddalashtirildi;

Markaziy depozitariyning mobil ilovasi orqali aksiyadorlik jamiyati bilan aksiyadorlarga dividendlar to'lovini amalga oshirish bo'yicha shartnomalar tuzishni joriy etilishi natijasida mazkur mobil ilova orqali aksiyadorlarga dividendlar to'lovi amalga oshirilishiga erishildi.

davlat ishtirokidagi korxonalarga mablag'larining bir qismini korporativ obligatsiyalarni sotish orqali jalb qilishni yo'lga qo'yilishi orqali uyushgan bozorda korporativ obligatsiyalar savdosi hajmining o'sishiga erishildi;

davlat ulushi mavjud bo'lgan korxonalarning sof foydasining aniq bir qismini dividendga yo'naltirish orqali aksiyalariga to'lanadigan dividendlarning hajmini oshishiga erishildi;

norezident yuridik shaxslar uchun milliy valyutada hisobvaraqlar ochishni qo'llab-quvvatlash orqali mamlakatda investitsion salohiyatni yanada rivojlantirishga, sarmoyalar oqimini ko'paytirishga va mamlakatning qimmatli qog'ozlar bozori raqobatbardoshligini oshirishga erishilgan;

**Tadqiqot natijalarining ishonchliligi** tadqiqotda qo'llanilgan metodologik yondashuv va usullarning maqsadga muvofiqligi, ular doirasida foydalanilgan ma'lumotlar rasmiy manbalardan olinganligi, aniq me'yoriy hujjatlar va iqtisodiy normativlar hamda qimmatli qog'ozlar Markaziy depozitariysi hisobotlari, Istiqbolli loyihalar milliy agentligi, "Toshkent" Respublika fond birjasi va Milliy statistika qo'mitasining amaliy ma'lumotlaridan foydalanilganligi, shuningdek, ekonometrik tahlilga asoslanganligi bilan izohlanadi.

**Tadqiqotning ilmiy va amaliy ahamiyati.** Mazkur dissertatsiya ishining ilmiy ahamiyati qimmatli qog'ozlar bozori faoliyatining barqarorligini aniqlash hamda uni rivojlantirish bo'yicha strategik yo'nalishlar va uning iqtisodiyotdagi o'rnini oshirishga qaratilgan nazariy-metodologik yondashuvlarni takomillashtirishga qaratilgan. Ushbu natijalar istiqbolda amalga oshiriladigan maxsus ilmiy-tadqiqot ishlarida qo'llanilishi mumkin. Bu esa qimmatli qog'ozlar bozorini chuqur isloh qilish jarayoniga ilmiy asos bo'lib xizmat qiladi.

Tadqiqot natijalarining amaliy ahamiyati ishlab chiqilgan ilmiy takliflar va amaliy tavsiyalardan mamlakat iqtisodiyotini rivojlantirishda qimmatli qog'ozlar bozori rolini oshirish hamda dissertatsiya ishi materiallaridan oliy ta'lim muassasalarida «Korporativ moliya», «Qimmatli qog'ozlar bozori» va «Birja ishi» fanlari o'quv dasturlarini takomillashtirish va o'qitishda, qimmatli qog'ozlar bozorini rivojlantirish yuzasidan ishlab chiqiladigan chora-tadbirlarda foydalanish mumkin.

**Tadqiqot natijalarining joriy qilinishi.** O'zbekiston Respublikasida qimmatli qog'ozlar bozorini rivojlantirish yuzasidan ishlab chiqilgan ilmiy takliflar va amaliy tavsiyalar asosida:

davlat ulushi 50 foiz va undan ortiq bo'lgan davlat ishtirokidagi korxonalar bir moliya yilida jalb qiladigan jami mablag'larining bir qismini yoki kreditning kamida 5 foizini mahalliy kapital bozorida korporativ obligatsiyalarni qimmatli qog'ozlarning uyushgan savdolarida joylashtirish orqali jalb etish taklifi O'zbekiston Respublikasi Prezidentining 2023-yil 2-sentabrdagi "Kapital bozorini rivojlantirishning qo'shimcha chora-tadbirlari to'g'risida"gi PQ-291-son Qarori bilan tasdiqlangan "2023 – 2025-yillarda kapital bozorini rivojlantirish bo'yicha "Yo'l xaritasi"ni ishlab chiqishda foydalanilgan (O'zbekiston Respublikasi Davlat aktivlarini boshqarish agentligining 2025-yil 1-maydagi 03/09-1-17/1787-son ma'lumotnomasi). Natijada 2024-yil yakunlariga ko'ra fond bozorining uyushgan savdo tizimi hisoblangan – "Toshkent" RFB korporativ obligatsiyalar bozori segmentida savdo hajmining o'sishiga erishilgan;

davlat ulushi 50 foiz va undan yuqori bo'lgan korxonalarning aksiyalarini fond bozorida ommaviy taklif qilish orqali joylashtirilgandan so'ng kamida 7 yil davomida mazkur korxonalar sof foydasining kamida 30 foizini dividend to'lashga yo'naltirish taklifi O'zbekiston Respublikasi Prezidentining 2023-yil 2-sentyabrdagi PQ-291-son Qarorining 5-bandini ishlab chiqishda foydalanilgan (O'zbekiston Respublikasi Davlat aktivlarini boshqarish agentligining 2025-yil 1-maydagi 03/09-1-17/1787-son ma'lumotnomasi). Natijada 2023-yilda davlat ishtirokidagi korxonalar tomonidan

to'langan dividendlar 26 017 mlrd. so'mni tashkil etib, oldingi yilga nisbatan 16,9 foizga oshishiga erishilgan;

uyushgan savdolarida qimmatli qog'ozlarni sotuvchi (sotib oluvchi) norezident yuridik shaxslarga O'zbekiston Respublikasi tijorat banklarida milliy valyutada hisobvaraqlar ochishga ruxsat berish taklifi O'zbekiston Respublikasi Prezidentining 2023-yil 2-sentyabrdagi PQ-291-son Qarorining 2-ilovasi bilan tasdiqlangan "Tartibga solish qumdoni" maxsus huquqiy rejimi doirasida kapital bozorida chet ellik ishtirokchilarning faoliyati va operatsiyalariga doir alohida qoidalarini ishlab chiqishda foydalanilgan (O'zbekiston Respublikasi Davlat aktivlarini boshqarish agentligining 2025-yil 1-maydagi 03/09-1-17/1787-son ma'lumotnomasi). Natijada norezident yuridik shaxslar uchun milliy valyutada hisobvaraqlar ochishni qo'llab-quvvatlash orqali mamlakatda investitsion salohiyatni yanada rivojlantirishga, sarmoyalar oqimini ko'paytirishga va qimmatli qog'ozlar bozori raqobatbardoshligini oshirishga erishilgan;

xorijiy investorlarga (tan olingan chet el banklari, shu jumladan kastodian banklarga) davlat qimmatli qog'ozlari bozorida birlamchi diler faoliyatini olib borish imkoniyatini yaratish taklifi O'zbekiston Respublikasi Prezidentining 2023-yil 2-sentabrdagi "Kapital bozorini rivojlantirishning qo'shimcha chora-tadbirlari to'g'risida"gi PQ-291-son Qarori bilan tasdiqlangan "2023 — 2025-yillarda kapital bozorini rivojlantirish bo'yicha "Yo'l xaritasi"ni ishlab chiqishda foydalanilgan (O'zbekiston Respublikasi Davlat aktivlarini boshqarish agentligining 2025-yil 1-maydagi 03/09-1-17/1787-son ma'lumotnomasi). Natijada xorijiy investorlarga davlat qimmatli qog'ozlari bozorida birlamchi diler faoliyatini olib borish imkoniyatini yaratishga, mahalliy bozorni rivojlantirishga hamda xorijiy investorlar bilan aloqalarni mustahkamlashga erishilgan;

qimmatli qog'ozlar egalariga qimmatli qog'ozlar daromadlari emitent bilan markaziy depozitariy o'rtasida tuziladigan shartnoma asosida markaziy depozitariy tomonidan to'lanishi taklifi O'zbekiston Respublikasi Adliya vazirligida 2024-yil 28-iyunda 3523-son bilan ro'yxatga olingan "Qimmatli qog'ozlar daromadlari (dividendlar, foizlar) to'lovlarini "Qimmatli qog'ozlar Markaziy depozitariysi" AJ va (yoki) investitsiya vositachilari orqali amalga oshirish tartibi to'g'risida"gi Nizomni ishlab chiqishda foydalanilgan (Qimmatli qog'ozlar Markaziy depozitariysining 2025-yil 3-apreldagi 1-son ma'lumotnomasi). Natijada investorlarga daromad o'z vaqtida va to'liq to'lanishi hamda investorlar huquqlari yanada yaxshiroq himoya qilinishi ta'minlanishiga erishilib, 2023-yil yakunida Markaziy depozitariy tizimi orqali amalga oshirilgan to'lovlar miqdori 1,1 trln. so'mga yetgan.

**Tadqiqot natijalarining aprobatsiyasi.** Ushbu tadqiqot natijalari 7 ta, jumladan, 2 ta respublika va 5 ta xalqaro ilmiy-amaliy konferensiyalarda muhokama qilingan va ijobiy xulosalar olingan.

**Tadqiqot natijalarining e'lon qilinganligi.** Tadqiqot natijalari bo'yicha jami 23 ta ilmiy ish, jumladan, 1 ta monografiya, O'zbekiston Respublikasi Oliy attestatsiya komissiyasining doktorlik dissertatsiyalarining asosiy ilmiy natijalarini chop etish uchun tavsiya etilgan mahalliy jurnallarda 12 ta, xorijiy jurnallarda 4 ta ilmiy maqola chop etilgan.

**Dissertatsiyaning tuzilishi va hajmi.** Dissertatsiya tarkibi kirish, to'rtta bob,

xulosa, foydalanilgan adabiyotlar ro'yxatidan iborat. Dissertatsiya hajmi 225 betni tashkil etadi.

## DISSERTATSIYANING ASOSIY MAZMUNI

**Kirish** qismida tadqiqotning dolzarbligi va zarurati asoslangan, tadqiqotning maqsadi, vazifalari, obyekti va predmeti belgilab olingan, respublika fan va texnologiyalari rivojlanishining ustuvor yo'nalishlariga mosligi ko'rsatilgan, dissertatsiyaning mavzusi bo'yicha xorijiy tadqiqotlar sharhi keltirilgan, ilmiy yangiligi va amaliy natijalari bayon qilingan, olingan natijalarning ilmiy-amaliy ahamiyati yoritib berilgan, tadqiqot natijalarini amaliyotga joriy etilishi va iqtisodiy samaradorlik ko'rsatkichlari, nashr etilgan ishlar va dissertatsiyaning tarkibiy tuzilishiga doir ma'lumotlar keltirib o'tilgan.

Dissertatsiyaning «**Qimmatli qog'ozlar bozorini rivojlantirishning ilmiy-nazariy va metodologik asoslari**» deb nomlangan birinchi bobida qimmatli qog'ozlar bozori faoliyati barqarorligi va fond birjasida savdo hajmini oshirish xususidagi ilmiy-nazariy qarashlar, qimmatli qog'ozlar bozori faoliyati barqarorligini tavsiflovchi ko'rsatkichlar va ularning qiyosiy tavsifi, qimmatli qog'ozlar bozori barqarorligining metodologik asoslari tadqiq etilgan. Xorijlik va mahalliy iqtisodchi olimlar tomonidan qimmatli qog'ozlar bozori faoliyati barqarorligi va uni ta'minlashning metodologik asoslari ilmiy jihatdan tadqiq qilingan va asosli ilmiy xulosalar shakllantirilgan. Tarixiy ma'lumotlarga ko'ra, "1531-yilda Antverpenda, 1566-yilda Londonda, 1608-yilda esa Amsterdamda dastlabki tovar birjalari tashkil etilgan. Tovar birjalari o'z faoliyatini kengaytirgani sayin, ulardan ayrim yo'nalishlar ajralib chiqib, faqat ma'lum turdagi maxsus tovar – qimmatli qog'ozlar bilan savdo qilinadigan alohida bozor segmentlari shakllana boshladi. Avvaliga bu segmentlar tovar birjalarining tarkibiy bo'limlari sifatida faoliyat yuritgan bo'lsa-da, vaqt o'tishi bilan valyuta operatsiyalari hajmining oshishi, tijorat veksellarining keng muomalaga kirib kelishi bilan alohida moliyaviy institutlar – fond birjalari tashkil topdi. Aynan ushbu fond birjalari qimmatli qog'ozlar bilan savdo-sotiqni markazlashgan va tizimli shaklda amalga oshirish imkonini berdi"<sup>5</sup>.

Katta hajmdagi moliyaviy resurslarga ega bo'lgan yirik investorlar o'z mablag'larini samarali joylashtirish imkoniyatlarini izlar ekan, fond birjalari ularning e'tibor markaziga aylandi. Natijada, fond birjalari iqtisodiy muhitda o'z mavqeini yanada mustahkamlab bordi. Shuningdek, yirik ishlab chiqaruvchi subyektlarning o'z ehtiyojlarini moliyalashtirish maqsadida qimmatli qog'ozlar chiqarishi, ularning bozorda faol sotilishi va savdo hajmining ortib borishi fond birjalari faoliyatiga ijobiy hissa qo'shdi. Bu holat qimmatli qog'ozlar bozorining shakllanishi va jadal rivojlanishiga turtki bo'ldi. Qimmatli qog'ozlar bozori va uning tashkiliy shakli bo'lgan birja savdolarining shakllanishi hamda rivojlanishi yuzasidan xorijiy olimlarning ilgari surgan ilmiy-nazariy qarashlari turlicha yondashuvlarni aks ettiradi (1-jadval).

Bu borada AQSh, Fransiya, Germaniya, Yaponiya va shu kabi rivojlangan davlatlarning iqtisodchi olimlari tomonidan bildirilgan fikrlar muhim ilmiy asoslardan hisoblanadi.

---

<sup>5</sup>Butikov I.L. Qimmatli qog'ozlar bozori. Darslik. – T.: Konsauditform, 2001. – 289 b.

**Qimmatli qog‘ozlar bozorining ilmiy-amaliy asoslari yuzasidan xorijlik olimlarning fikr-mulohazalari<sup>6</sup>**

| <b>Xorijlik iqtisodchilar</b>                                                            | <b>Qimmatli qog‘ozlar bozori (birja) ga oid nazariy qarashlar, ilmiy tadqiqot ishlari mazmuni</b>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |
|------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Y. Nobuyoshi</b><br>Nagoya universiteti<br>(Yaponiya)                                 | Qimmatli qog‘ozlar bozorida fond birjalari asosiy institutsional tuzilma sifatida faoliyat yuritadi. Ular katta hajmdagi investitsiya resurslarini muvofiqlashtirish va ularni real iqtisodiyotga yo‘naltirish imkonini beruvchi moliyaviy transformatsiya mexanizmi bo‘lib xizmat qiladi.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |
| <b>D. Stauffer</b> Kologne universiteti<br>(Germaniya)                                   | Qimmatli qog‘ozlar bozorining tashkiliy jihatdan mukammallashuvi, shuningdek, statistik axborotning ochiqligi va ishonchliligini ta‘minlash orqali ushbu bozorni xalqaro moliyaviy tizimlarga integratsiyalashuv darajasini sezilarli darajada oshirish mumkin. Ayniqsa, bu yo‘nalishda “Cont–Bouchaud” modeli asosida bozor statistikasi va o‘zgaruvchanligini tahlil qilish, istiqbolli dinamik tendensiyalarni aniqlash, shuningdek, klasterlash usullari orqali prognozlar ishlab chiqish qimmatli qog‘ozlar bozorini strategik rivojlantirishda muhim ilmiy-amaliy ahamiyat kasb etadi.                                                                                                  |
| <b>D. Sornette</b><br>Nays-Sofiya Antipolis universiteti, (Fransiya)                     |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               |
| <b>Fuat Sekmen</b><br>Sakarya universiteti,<br>(Turkiya)                                 | Tadqiqotchi o‘z ilmiy ishlarida AQSh qimmatli qog‘ozlar bozorining 1980–2008 yillar oralig‘idagi 28 yillik faoliyatini chuqur tahlil qilgan. Tahlil jarayonida autoregressiv harakatlanuvchi kvadratik modellar (ARMA) asosida bozor dinamikasi o‘rganilgan hamda valyuta kurslaridagi o‘zgarishlarning fond birjalari faoliyatiga ko‘rsatgan ta’siri baholangan.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |
| <b>Andrew Ellul</b><br>Indiana universiteti<br>(AQSh)                                    | Qimmatli qog‘ozlar bozorida amalga oshiriladigan savdo operatsiyalari, odatda, birja asosida tashkillashtirilgan va yuqori darajada uyushgan shaklda olib boriladi. Bunday uyushgan moliyaviy bozorlarda resurslarning likvidligi yuqori, savdo jarayonlari esa yuqori darajadagi ishonchlilik bilan ajralib turadi. Bu jarayonda fond birjalari markaziy o‘rin egallab, qimmatli qog‘ozlar bozorining asosiy harakatlantiruvchi kuchi — ya’ni asosiy mexanizmi va boshqaruv richagi sifatida e’tirof etiladi. <i>(Mazkur iqtisodchi olimlarning tadqiqotlarida London fond birjasining qimmatli qog‘ozlar bozoridagi roli va uning takomillashib borish tendensiyalari tahlil qilingan).</i> |
| <b>Hyun Song Shin</b><br>Xalqaro Hisob-kitoblar banki – (BIS) (Shveysariya)              |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               |
| <b>Ian Tonks</b><br>Bristol universiteti<br>(Buyuk Britaniya)                            |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               |
| <b>D. Grigoreva</b><br>Rossiya Xalqlar do‘stligi universiteti<br>(Rossiya Federatsiyasi) | Qimmatli qog‘ozlar bozori (xususan, fond birjalari) moliyaviy resurslarni samarali taqsimlash va ularning iqtisodiyotda erkin harakatini ta‘minlovchi muhim moliyaviy institut sifatida e’tirof etiladi. Biroq, Markaziy Osiyo mamlakatlarida ushbu bozorning rivojlanishi xalqaro tajriba bilan solishtirganda qator to‘siqlar va cheklovchi omillar bilan yuzlashmoqda. Bu holat, asosan, moliyaviy resurslarni jalb etish va investitsiya muhitining yetarli darajada shakllanmaganligi bilan izohlanadi.                                                                                                                                                                                  |

Iqtisodiyoti rivojlangan xorij mamlakatlarining iqtisodchi olimlari ilmiy izlanishlarida qimmatli qog‘ozlar bozori sohasining dolzarbligini va shakllanishini

<sup>6</sup> Muallif tomonidan tuzilgan.

keng yoritish bilan bir qatorda, ushbu bozorning iqtisodiy taraqqiyotdagi o'rnini ham chuqur o'rganib, tahlil qilganlar. Ular turli iqtisodiy modellashirish usullari orqali bu bozorning funksional ahamiyatini asoslab bergan hamda tegishli ilmiy xulosalarni ishlab chiqqanlar.

Jumladan, respublikamizning iqtisodchi olimlaridan I. Butikovning fikricha, "Qimmatli qog'ozlar bozori – bu jismoniy va yuridik shaxslarning qimmatli qog'ozlarni chiqarish, ularning muomalada bo'lishi va so'ndirilishi bilan bog'liq munosabatlari tizimidir. O'z navbatida, I. Butikov qimmatli qog'ozlar bozorini ikki yirik turga, ya'ni uyushgan va uyushmagan qimmatli qog'ozlar bozoriga ajratadi. O'z tadqiqotlarida olim, "qimmatli qog'ozlarning uyushgan bozori – bu qimmatli qog'ozlarning muomalada bo'lish sohasi bo'lib, unda qimmatli qog'ozlar operatsiyalarini ushbu bitimlar ishtirokchilari uchun qimmatli qog'ozlar savdosining tashkilotchisi tomonidan belgilangan tadbirlar va shartlar bilan tartibga solinganligini qayd etib o'tadi". Shuningdek, olimning ta'kidlashicha, uyushgan qimmatli qog'ozlar bozorining institutsional tuzilmasi sifatida "klassik ko'rinishdagi fond birjasi bu – professional ishtirokchilar tomonidan uyushtirilgan, eng yaxshi qimmatli qog'ozlarning doimiy ravishda amal qilib turuvchi ulgurji bozori bo'lib, u savdo-sotiqning hamda qimmatli qog'ozlar va brokerlarga savdolarga ruxsat berishning alohida tartib-tamoyillariga ega hisoblanadi. Fond birjalari tarixan ma'lum ma'noda qimmatli qog'ozlar bozorining o'ziga xos harakatlantiruvchi kuchlari hisoblanadi. Ahamiyatlisi, olim mazkur fikrni davom ettirib, "Birja – uyushgan bozor, butun jahonda birjaga faqat barqaror moliyaviy ahvolga va rivojlanish istiqbollariga ega bo'lgan tuzilmalarning qimmatli qog'ozlariga erkin ruxsat etiladi", - deya qimmatli qog'ozlar bozorining asosiy tuzilmasi sifatida birjalarga kengroq yondashgan. Bundan tashqari, yuqoridagi fikrlarga qo'shimcha ravishda I. Butikov fond birjasi – "qimmatli qog'ozlarning alohida tarzda uyushgan bozor ekanligi, u uzoq rivojlanish tarixiga egaligi hamda to'rt yuz yildan ortiq vaqt mobaynida qimmatli qog'ozlar birja savdosini tashkil etish shakli ham, birjaning jamiyat iqtisodiy va siyosiy hayotidagi roli ham o'zgarganligini alohida ta'kidlaydi"<sup>7</sup>.

Shuningdek, qimmatli qog'ozlar bozorini rivojlantirish masalalari bo'yicha uzoq yillardan buyon tadqiqotlar olib borayotgan olimlardan biri professor Sh. Shoxa'zamiy uyushgan qimmatli qog'ozlar bozorining asosini tashkil etuvchi fond birjalarining faoliyat tamoyiliga asosiy e'tiborini qaratgan. Uning fikricha, "barcha ishtirokchilar (professional ishtirokchilar)ga teng sharoit yaratib beruvchi, aniq reglament va qat'iy belgilangan qoidalar asosida harakat qiluvchi, tuziladigan bitimlarning ixtiyoriyligini ta'minlovchi tamoyillarga ega yaxlit infratuzilmaviy savdo maydonini birjalar sifatida e'tirof etish mumkin"<sup>8</sup>.

Qimmatli qog'ozlar bozorining shakllanish bosqichida faoliyat yuritgan dastlabki fond birjalari o'ziga xos tashkiliy va funksional xususiyatlari bilan ajralib turgan. Bularga quyidagilarni kiritish mumkin.

---

<sup>7</sup> I. Butikov. Qimmatli qog'ozlar bozori. Darslik. – T.: Konsauditinform, 2001.

<sup>8</sup> Шоҳаъзамий Ш.Ш. Финансовый рынок и ценные бумаги. Книга II, Т.: "Iqtisod-moliya", 2005. – 321 b.

- • Qimmatli qog'ozlar savdolarini o'zida markazlashtirib, tom ma'noda ularni "uyushtiradi".
- • Eng maqbul qimmatli qog'ozlar savdolarga qo'yiladi, ya'ni listing talablari o'rnatiladi.
- • Savdolarga birja muassasalari a'zolari bo'lgan maxsus ishtirokchilariga (professional ishtirokchilar) qatnashish huquqi beriladi.
- • Undagi savdolarida savdo qilishning muayyan qoidalari, tartibalari va andozalari o'rnatiladi va ushbu qoidalarga amal qilish majburiy hisoblanadi.
- • Birja faoliyatida o'z-o'zini boshqarish xususiyatining birja savdolari a'zolari tomonidan doimiy amalga oshirilishi samarali hisoblanadi.
- • Global miqyosda qimmatli qog'ozlarning savdolarini yo'lga qo'yish va moliyaviy resurslarni samarali jalb etish infratuzulmasi jamlanmasi hisoblanadi.

### 1-rasm. Fond birjalarining asosiy xususiyatlari<sup>9</sup>

Birjalar orqali amalga oshiriladigan operatsiyalar bozor ishtirokchilari o'rtasidagi ishonchni mustahkamlab, savdo jarayonlarini markazlashtirilgan va tartibga solingan holda amalga oshirish imkonini yaratadi. Mazkur masala bo'yicha xorij hamda mahalliy iqtisodchi olimlarning ilmiy fikrlarini tahlil qilib, umumlashtirgan holda, "klassik birja shaklidagi va zamonaviy qimmatli qog'ozlar bozorining asosiy o'ziga xos xususiyatlari sifatida quyidagilarni qayd etish mumkin:

qimmatli qog'ozlar bilan savdoni tashkillashtirishda belgilangan qonun qoida va tartiblar asosida faoliyat yuritish;

emitentlar va investorlar uchun shaffof, bir xil va adolatli sharoitlarni yaratish; talab va taklif asosida erkin narx shakllanishi uchun imkoniyat yaratish;

bitimlarni amalga oshirishda professional vositachilar - broker va dilerlar ishtirokini ta'minlash;

bozor mexanizmlari asosida likvidlikni kuchaytirish va aktivlar aylanuvchanligini oshirish;

axborotlarning oshkoraligi va barcha ishtirokchilar uchun teng sharoitlar mavjudligini ta'minlash"<sup>10</sup>. Shu jihatdan, fond birjalarining rivojlanishi qimmatli qog'ozlar bozori infratuzilmasini shakllantirishda muhim omillardan biri bo'lib, uning tashkil etilganligi investitsion muhitni yaxshilash va iqtisodiy o'sishga ko'maklashuvchi institut sifatida alohida o'rin tutadi.

Dissertatsiyaning ikkinchi bobi «**O'zbekistonda qimmatli qog'ozlar bozorini rivojlanishi tahlili**» deb nomlangan bo'lib, aksiyadorlik jamiyatlarining ochiq obuna orqali likvidligi yuqori bo'lgan qimmatli qog'ozlarini emissiyasi hajmini oshirish imkoniyatlari tahlil qilingan. O'zbekistonda qimmatli qog'ozlar bozorining yirik ikki segmenti hisoblangan uyushmagan va uyushgan qimmatli qog'ozlar bozori o'rtasidagi disproporsion farq yirik ekanligini ko'rish mumkin. Bu tafovut ikki bozorning o'zaro rivojlanishini o'zaro solishtirma tahlil etish orqali ular

<sup>9</sup> Muallif tomonidan tadqiqotlar natijasida tuzilgan.

<sup>10</sup> Xorij hamda mahalliy iqtisodchi olimlarning ilmiy fikrlarini tahlil qilish natijasida muallif tomonidan shakllantirilgan.

faoliyatidagi mummolarni ko‘rish va ularning amaliy yechimlari yuzasidan takliflar berish imkoniyatini beradi.

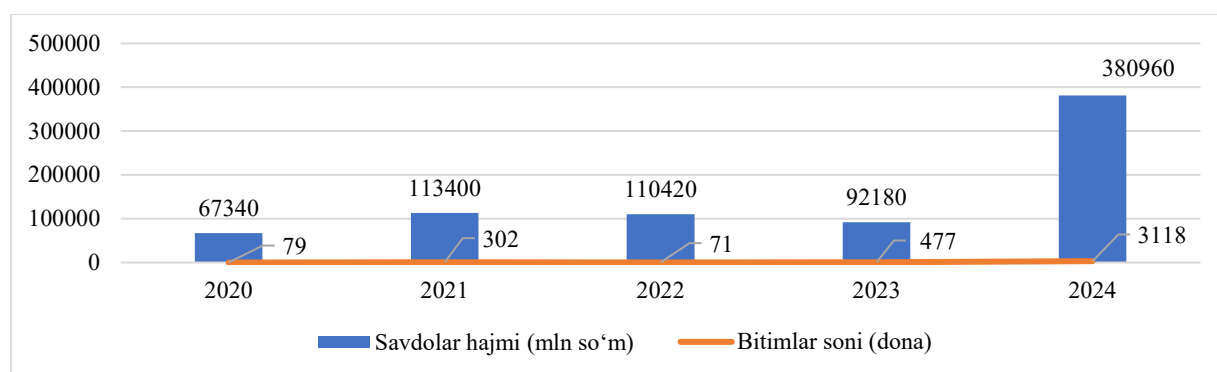
## 2-jadval

### Aksiyalar bozorining asosiy ko‘rsatkichlari<sup>11</sup>

|                                            | 2020   | 2021    | 2022    | 2023    | 2024     |
|--------------------------------------------|--------|---------|---------|---------|----------|
| Savdolar hajmi (mln. so‘m)                 | 510800 | 1147110 | 4705790 | 2620570 | 19182120 |
| O‘rtacha kunlik savdolar hajmi (mln. so‘m) | 2003   | 4588    | 19052   | 10567   | 77347    |
| Bitta bitimning o‘rtacha hajmi (mln. so‘m) | 14,2   | 16,1    | 58,4    | 6,4     | 43,2     |
| Bitimlar soni (dona)                       | 35983  | 71187   | 80652   | 411393  | 443849   |
| O‘rtacha kunlik bitimlar soni (dona)       | 141    | 285     | 327     | 1659    | 1790     |

Aksiyalar bozorining 2020-2024-yillarda asosiy ko‘rsatkichlarida besh yillik davr mobaynida O‘zbekiston aksiyalar bozorida sezilarli o‘shish va tarkibiy o‘zgarishlar kuzatilgan. Aksiyalarni birlamchi joylashtirish (IPO) jarayonlari faollashuvi, FoP (Free of Payment) platformasi orqali yirik bitimlarning ko‘payishi, raqamli savdo maydonlarining, xususan, jet.uz ilovasining joriy qilinishi bilan bog‘liq. Xususan, 2022-yilda o‘rtacha bitim hajmi 58,4 mln. so‘m bo‘lgan bo‘lsa, 2023-yilda u ko‘rsatkich 6,4 mln. so‘mga tushgan, 2024-yilda esa 43,2 mln. so‘mga oshgan.

Davlat ulushi 50 foiz va undan ortiq bo‘lgan davlat ishtirokidagi korxonalar bir moliya yilida jalb qiladigan jami mablag‘larining bir qismini yoki kreditning kamida 5 foizini mahalliy kapital bozorida korporativ obligatsiyalarni qimmatli qog‘ozlarning uyushgan savdolarida joylashtirish orqali jalb etish natijasida 2024-yil yakunlariga ko‘ra fond bozorining uyushgan savdo tizimi hisoblangan “Toshkent” RFB korporativ obligatsiyalar bozori segmentida savdo hajmi o‘sgan.



### 2-rasm. “Toshkent” Respublika fond birjasida obligatsiyalar bozorining rivojlanish dinamikasi tahlili<sup>12</sup>

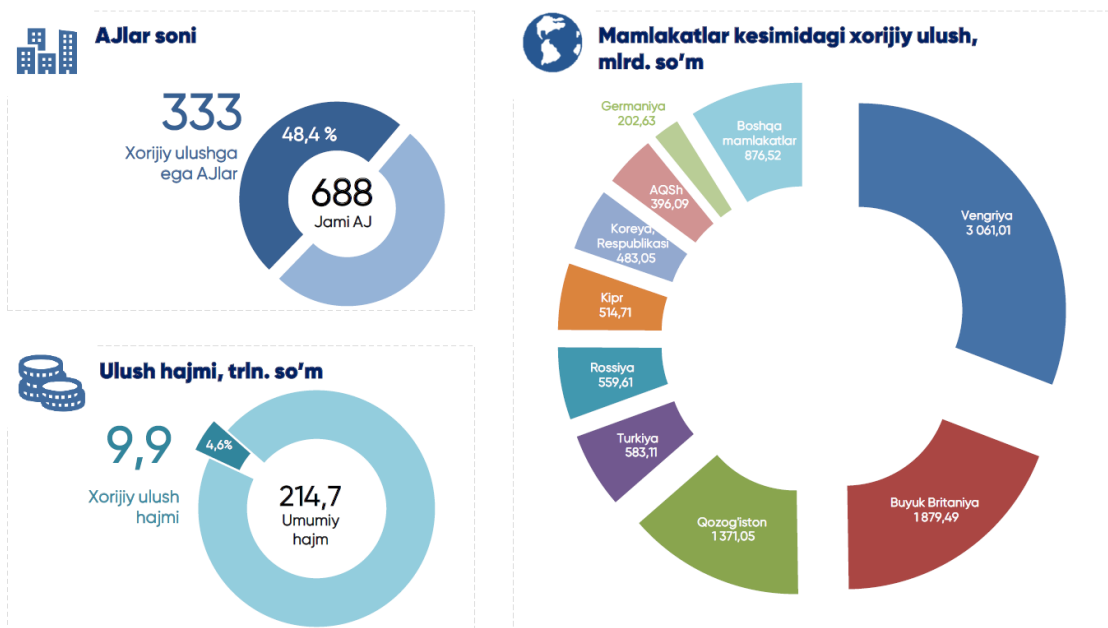
Ushbu rasmda keltirilgan 2024-yilda fond bijada qimmatli qog‘ozlar savdolari hajmi keskin oshib, 380,96 mlrd. so‘mni tashkil etgan, bu 2023-yilga nisbatan to‘rt barobardan ortiq ekanligini ko‘rish mumkin. Bitimlar soni ham 2020-yildagi 79 tadan 2024-yilda 3 118 taga yetib, sezilarli o‘shish kuzatilgan. Bu holat fond birjasida

<sup>11</sup> “Toshkent” Respublika fond birjasi rasmiy <https://uzse.uz/> sayti ma’lumotlaridan foydalanilgan.

<sup>12</sup> “Toshkent” Respublika fond birjasi rasmiy <https://uzse.uz/> sayti ma’lumotlaridan foydalanilgan.

likvidlik va investorlar faolligining ortganini anglatadi. Ayni paytda, 2024-yil bozor faoliyati uchun burilish nuqtasi bo‘lganini ko‘rsatadi.

Dissertatsiya tadqiqoti davomida biz xorijiy investorlarga (tan olingan chet el banklari, shu jumladan kastodian banklarga) davlat qimmatli qog‘ozlari bozorida birlamchi diler faoliyatini olib borish imkoniyatini yaratish taklifini ilgari surganmiz. “Toshkent” Respublika fond birjasida 2023-yil davomida savdo hajmi 10,7 trillion so‘mni tashkil etdi va bu 2022-yilga nisbatan 22% ga o‘sganligini qayd etish mumkin. Ushbu o‘shish, bozorda birlamchi dilerlarning ko‘payishi va xalqaro investorlar uchun yanada qulay sharoitlar yaratish orqali amalga oshgan.



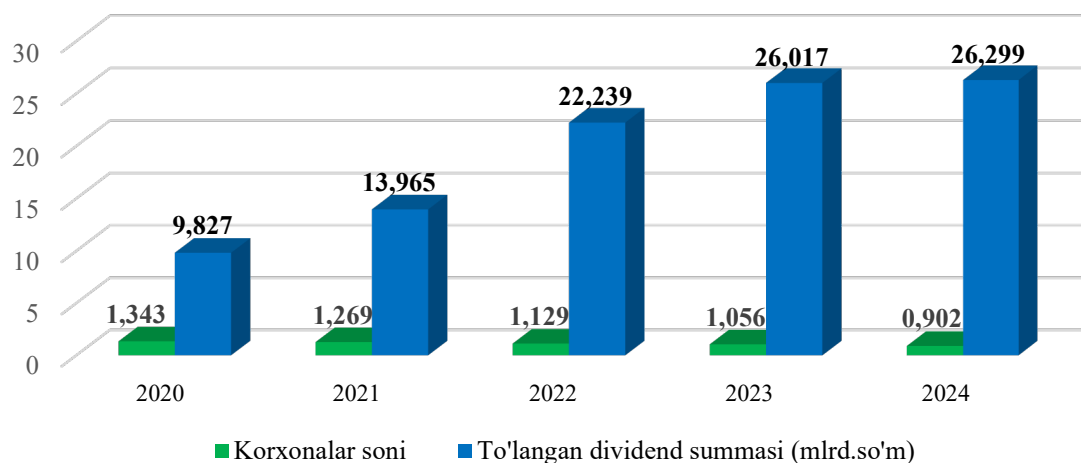
### 3-rasm. Aksiyadorlik jamiyatlari ustav fondidagi xorijiy ulush tuzilmasi<sup>13</sup>

Ushbu rasm ma'lumotlari asosida 2024-yil yakuni holatiga 688 ta aksiyadorlik jamiyatining 333 tasida xorijiy ulush mavjud bo‘lib, bu jami AJlarning 48,4 foizini tashkil etishini ko‘rish mumkin. Xorijiy sarmoyadorlarga tegishli ulush hajmi 9,9 trln. so‘m bo‘lib, bu umumiy ulush hajmining 4,6 foiziga teng. Xorijiy ulushlarning eng katta qismi Vengriya (3 061,01 mlrd. so‘m), Buyuk Britaniya (1 879,49 mlrd. so‘m) va Qozog‘iston (1 371,05 mlrd. so‘m) davlatlariga to‘g‘ri kelmoqda. Bu esa mazkur davlatlarning O‘zbekistondagi aksiyadorlik jamiyatlariga sarmoya kiritishda yetakchi o‘rin tutayotganini ko‘rsatadi.

Korporativ obligatsiyalar bozoridagi o‘zgaruvchanlik bir qator omillar bilan izohlanadi. Jumladan, savdo maydonchalarining segmentatsiyalashuvi ya’ni bozordagi professional va yirik investorlar, banklar, institutsional ishtirokchilar hamda chakana (yakka) investorlar o‘rtasida savdo faoliyatining ajralib borishi bu beqarorlikka sezilarli ta’sir ko‘rsatmoqda. Ayni paytda dividendlar bo‘yicha statistik ma’lumotlarni tahlil qilish davlat ishtirokidagi korxonalar faoliyatining samaradorligi, moliyaviy barqarorligi va davlat siyosatining natijadorligini baholashda muhim manba hisoblanadi.

<sup>13</sup> <https://uzcsd.uz/results>

Davlat ulushi 50 foiz va undan yuqori bo'lgan korxonalarning aksiyalari fond bozorida ommaviy taklif qilish orqali joylashtirilgandan so'ng kamida 7 yil davomida mazkur korxonalar sof foydasining kamida 30 foizini dividend shaklida to'lash amaliyotini joriy etish maqsadga muvofiq<sup>14</sup>, deb hisoblaymiz. Bu yondashuv davlat ishtirokidagi korxonalarda korporativ boshqaruvni kuchaytirish, investorlar ishonchini oshirish va kapital bozorini rivojlantirishga xizmat qiladi. Amaliy misol sifatida, 2023-yilda davlat ishtirokidagi korxonalar tomonidan to'langan dividendlar hajmi 26 017 mlrd. so'mni tashkil etib, bu ko'rsatkich 2022-yilga nisbatan 16,9 % ga oshgani aniqlangan. Mazku holat dividend siyosatining bosqichma-bosqich takomillashib borayotganini ko'rsatadi.



#### 4-rasm. Davlat ishtirokidagi korxonalar tomonidan to'langan dividendlar dinamikasi tahlili<sup>15</sup>

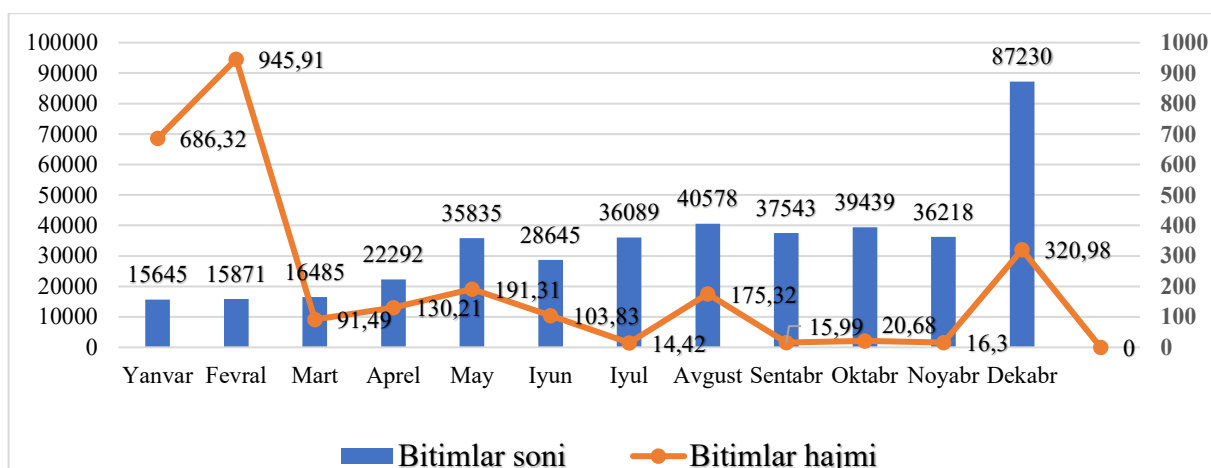
Davlat ishtirokidagi korxonalar faoliyati natijasida davlat budjetiga tushadigan dividend to'lovlari iqtisodiyotda muhim ahamiyatga ega bo'lgan moliyaviy manbalarni shakllantiradi. 2020-2024-yillar davomida davlat ishtirokidagi korxonalar tomonidan to'langan dividendlar hajmi barqaror o'sish sur'atlarini namoyon etgan va bu jarayon mamlakatda olib borilayotgan korporativ boshqaruv islohotlari hamda iqtisodiy barqarorlik oshayotganligidan dalolat bermoqda.

Uyushgan savdolarida qimmatli qog'ozlarni sotuvchi (sotib oluvchi) norezident yuridik shaxslarga O'zbekiston Respublikasi tijorat banklarida milliy valyutada hisobvaraqlar ochishga ruxsat berish orqali mamlakatimizda 2024-yilda tijorat banklarida norezidentlar uchun milliy valyutada hisobvaraqlar ochish imkoniyatining kengayishi natijasida milliy valyutada amalga oshirilgan operatsiyalar hajmi 2023-yilga nisbatan 15% ga oshgan.

“Toshkent” Respublika fond birjasida 2023-yil yakunlari bo'yicha umumiy qiymati 2,71 trln. so'm bo'lgan 411 870 ta savdo bitimlari qayd etilgan. Ushbu bitimlarda jami 107 ta emitentning 28,08 mlrd. dona qimmatli qog'ozlari ishtirok etgan (4-rasm).

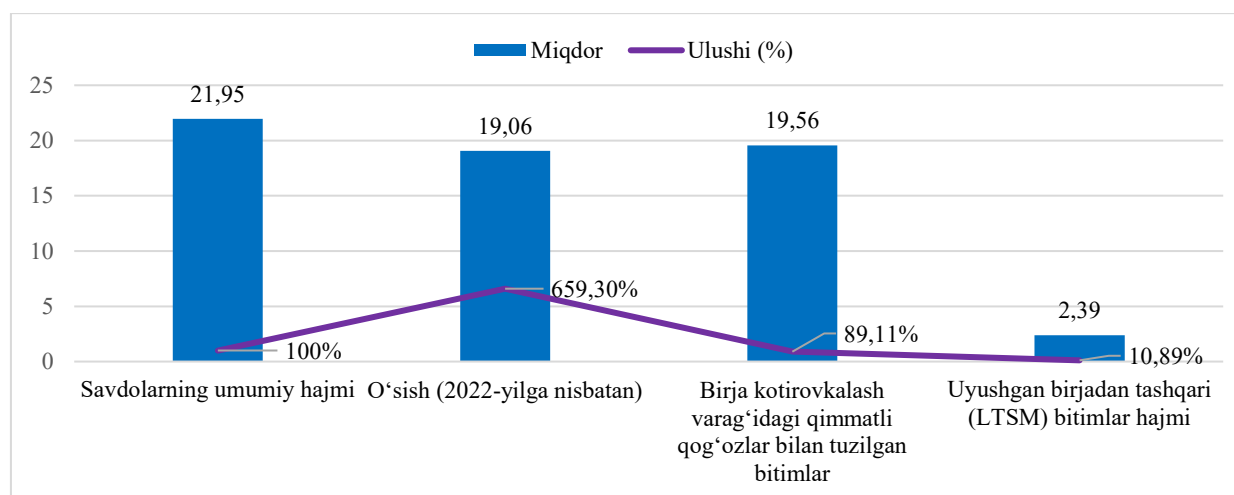
<sup>14</sup> <https://lex.uz/docs/6590025>

<sup>15</sup> O'zbekiston Respublikasi Davlat aktivlarini boshqarish agentligining <https://www.davaktiv.uz/> rasmiy veb-sayti ma'lumotlaridan foydalanilgan.



**5-rasm. "Toshkent" Respublika fond birjasida tuzilgan bitimlar soni va hajmi (mlrd. so'm)<sup>16</sup>**

Yuqoridagi 5-rasm ma'lumotlari asosida shuni aytish mumkinki, 2023-yilda eng yirik savdo bitimlari fevral oyida qayd etilgan bo'lib, shu oyda umumiy bitimlar hajmi 945,91 mlrd. so'mga yetgan. Ayniqsa, 15-fevral kuni eng yuqori kunlik hajm 584,34 mlrd. so'mlik savdo amalga oshirilgan. Aksincha, eng kam hajmdagi bitim esa 16-mart kuni ro'y bergan bo'lib, atigi 70,80 mln. so'mni tashkil etgan. Bitimlar soni bo'yicha esa dekabr oyida eng yuqori faollik kuzatildi va shu kuni 87 230 dona bitim tuzilgan. Bu natijaga IPO (boshlang'ich ommaviy taklif) savdolari ham sezilarli ta'sir ko'rsatgan. 18-dekabr kuni eng ko'p 13 356 dona savdo bitimi qayd etilgan bo'lib, bu ko'rsatkich yil davomida kuzatilgan o'rtacha kunlik bitimlar sonidan 8,04 barobar ko'pdir.



**6-rasm. Qimmatli qog'ozlar savdosining asosiy ko'rsatkichlari<sup>17</sup>**

Qimmatli qog'ozlar bo'yicha savdolar umumiy hajmi 2023-yil yakunlariga ko'ra 21,95 trln. so'mni (1,71 mlrd. AQSh dollari) tashkil etgan. Ushbu ko'rsatkich 2022-yilga nisbatan 19,06 trln. so'mga ko'p bo'lib, 659,3 foizlik o'sishni ifodalaydi. Savdo hajmining asosiy qismini 19,56 trln. so'm (ya'ni 1,53 mlrd AQSh dollari) yoki jami tuzilgan bitimlarning 89,11 foizini fond birjasining kotirovkalash varag'iga kiritilgan qimmatli qog'ozlar bilan bog'liq bitimlar tashkil etgan.

<sup>16</sup>"Toshkent" RFB ma'lumotlari asosida muallif tomonidan tuzilgan.

<sup>17</sup> "Toshkent" RFB ma'lumotlari asosida muallif tomonidan tuzilgan.

Savdolarning qolgan qismi esa, ya'ni 2,39 trln. so'm atrofidagi hajmi listingdan tashqari savdo maydonchasi orqali amalga oshirilgan bitimlar hissasiga to'g'ri kelgan. Bu ko'rsatkichlar mamlakat qimmatli qog'ozlar bozorining rivojlanayotganini ko'rsatmoqda. Shu bilan birga, listingdan tashqari savdo maydonchasi bozorining mavjudligi savdo mexanizmlarining muqobil va moslashuvchan shakllari sifatida xizmat qilayotganini tasdiqlaydi. 2023-yilda qimmatli qog'ozlar bozorida kuzatilgan keskin o'sish, xususan, savdo hajmining 659,3% ga oshgani, mamlakatda kapital bozorini rivojlantirishga qaratilgan tizimli islohotlarning samaradorligini ko'rsatadi. Savdolar hajmining katta qismi birja kotirovkalash varag'iga kiritilgan qimmatli qog'ozlar orqali amalga oshirilgani esa, investorlarning rasmiy va shaffof savdo maydonlariga bo'lgan ishonchi ortib borayotganini anglatadi.

So'nggi yillarda qimmatli qog'ozlar bozorini tartibga soluvchi qonunchilikka bir qator o'zgartirish va qo'shimchalar kiritilgan bo'lsa-da, amaldagi normativ-huquqiy baza hanuzgacha xalqaro amaliyot talablariga to'liq mos kelmaydi. Masalan, listing talablari, emitentlar tomonidan axborot oshkoraligini ta'minlash va investitsiya fondlarining faoliyatiga doir ayrim normalar bo'yicha aniq va barqaror me'yoriy tartibotlar yetarli darajada shakllanmagan.

Bozor infratuzilmasining rivojlanmaganligi kapital bozorining kengayishini cheklayotgan asosiy omillardan biridir. Jumladan, 2024-yil holatiga ko'ra, fond bozori ishtirokchilari (broker, diler, investitsiya vositachilari va boshqalar) soni atigi 30-40 atrofida bo'lib, bu ko'rsatkich rivojlangan davlatlarnikidan bir necha barobar past. Yana bir muhim ko'rsatkichlardan biri bu qimmatli qog'ozlar bozorining kapitalizatsiya hajmi hamda qimmatli qog'ozlar bozorining kapitalizatsiyasining mamlakat YAIMga nisbati hisoblanadi.

### 3-jadval

#### Qimmatli qog'ozlar bozorining kapitalizatsiyasi<sup>18</sup>

| Davlat nomi        | Kapitalizatsiya hajmi<br>(mlrd. AQSH dollarida) | YAIMga nisbati (%) |
|--------------------|-------------------------------------------------|--------------------|
| <b>Qozog'iston</b> | 63,85                                           | 21,8               |
| <b>O'zbekiston</b> | 18,74                                           | 16,7               |
| <b>Rossiya</b>     | 513                                             | 25                 |
| <b>Malayziya</b>   | 449                                             | 93                 |
| <b>Germaniya</b>   | 2 044                                           | 45                 |

O'zbekiston va bir qator rivojlangan mamlakatlarda 2024-yil holatiga ko'ra qimmatli qog'ozlar bozorining kapitalizatsiyasi hajmi va uning mamlakat YAIMga nisbatan ulushi aks ettirilgan. Mazkur rasm ma'lumotlaridan ikki asosiy ko'rsatkich bo'yicha tahlilni amalga oshirish mumkin. Birinchisi qimmatli qog'ozlar bozorining kapitalizatsiya hajmi (mlrd. AQSh dollarida) va ikkinchisi qimmatli qog'ozlar

<sup>18</sup> <https://kase.kz/en/information/news/show/1535629?>, <https://www.ft.com/content/436cb4c6-822e-4b27-b79a-3b5a838e87e1>, <https://www.intellinews.com/moscow-exchange-spbx-report-record-trading-volumes-in-2024-amid-market-volatility-364646/>, <https://tradingeconomics.com/malaysia/market-capitalization-of-listed-companies-us-dollar-wb-data.html>, <https://www.ceicdata.com/en/indicator/germany/market-capitalization--nominal-gdp> sahifalari ma'lumotlari asosida muallif tomonidan tayyorlandi.

bozori kapitalizatsiyasining YAIMga nisbati (%da).

O'zbekiston qimmatli qog'ozlar bozorining umumiy kapitalizatsiya hajmi \$18,74 mlrd. AQSh dollarini tashkil etgan bo'lsa, bu mamlakat YAIMning 16,7%ga teng. So'nggi yillarda bozor infratuzilmasining takomillashuvi, davlat ishtirokidagi korxonalarning aksiyalarini ochiq savdoga chiqarish, obligatsiyalar emissiyasining ko'payishi kabi islohotlar ushbu ko'rsatkichning o'sishiga turtki berdi. Biroq, kapitalizatsiya hajmi bo'yicha ham, uning mamlakat YAIMga nisbatan ulushi bo'yicha ham O'zbekiston bozori hali xalqaro miqyosda quyi o'rinlarni egallab turibdi.

Biz tahlil qilayotgan ma'lumotlar 2017-2024 yillarga tegishli bo'lib, tanlangan ma'lumotlar asosida dinamik qatorda (time series) ekonometrik tahlil amalga oshirilgan. Ushbu ekonometrik tahlilimizni Pesaran va Shinning avtoregressiv taqsimlangan lag ARDL model orqali erkli va erksiz o'zgaruvchilarning uzoq va qisqa muddatli bog'liqligini aniqlash uchun mazkur modelda tahlil qilishni amalga oshirdik. Ushbu modelni qulayligi shundan iboratki, tanlangan o'zgaruvchilar bir – biri bilan uzoq muddatli va qisqa muddatli bog'lanish mavjudligini va kelajakda qaysi o'zgaruvchilarning ta'siri yuqori ekanligini aniqlash imkonini beradi. Avtoregressiv taqsimlangan lag (ARDL) model ekonometrik tahlilni amalga oshirish uchun birlik ildiz testini orqali o'zgaruvchilarning statsionar holati aniqlanadi. Avtoregressiv taqsimlangan lag (ARDL) modelini asoschisi Pesaran, Shin va Smit nazariyasiga asosan tanlangan o'zgaruvchilar  $I(0)$  va  $I(1)$  nolchi ayirma va birinchi ayirma bilan birgalikda kointegratsiya mavjudligini tadqiqotlarida izohlab berganlar. Ushbu olimlarning tadqiqotidan kelib chiqqan holda ekonometrik tahlilni amalga oshirish uchun o'zgaruvchilarni birlik ildiz testini (unit root test) amalga oshiramiz.

#### 4-jadval

##### Birlik ildiz testi (unit root test)<sup>19</sup>

| O'zgaruvchilar  | Kengaytirilgan Dikki-Fuller testi (ADF) <sup>20</sup> |               | Fillips-Perron testi (PP) <sup>21</sup> |               |
|-----------------|-------------------------------------------------------|---------------|-----------------------------------------|---------------|
| Nolinchi ayirma |                                                       |               |                                         |               |
|                 | o'zgarmas (constant)                                  | trend (trend) | o'zgarmas (constant)                    | trend (trend) |
| <i>lnsmt</i>    | -5.102648***                                          | -5.893931***  | -5.059180***                            | -5.748644***  |
| <i>lnmi</i>     | -5.588404***                                          | -5.795947***  | -5.627872***                            | -5.869160***  |
| Birinchi ayirma |                                                       |               |                                         |               |
| <i>dlnmc</i>    | -9.440783***                                          | -9.413329***  | -19.80107***                            | -28.12305***  |
| <i>dqljsc</i>   | -10.74125***                                          | -10.70038***  | -32.60302***                            | -33.48394***  |

\*\*\* 1% da statistik muhimligini, \*\* 5% da statistik muhimligini, \* 10% da statistik muhimligini ko'rsatadi.

O'tkazilgan kengaytirilgan Dikki-Fuller va Fillips-Perron testlaridan ko'rinib turibdiki, o'zgaruvchilar  $\ln\text{capital}$   $I(1)$ ,  $\ln\text{mc}$  va  $I(1)$ ,  $\text{dqmd}$   $I(1)$  birlamchi

<sup>19</sup> "Toshkent" RFB ma'lumotlari asosida Yviews-12.0 programmasi yordamida muallif tomonidan tayyorlangan.

<sup>20</sup> Dickey, D. A.; Fuller, W. A. (1979). "Distribution of the Yestimators for Autoregressive Time Series with a Unit Root". Journal of the American Statistical Association. 74 (366): 427–431.

<sup>21</sup> Phillips, P.; Perron, P. (1988). "Testing for a Unit Root in Time Series Regression". Biometrika. 75 (2): 335–346.

ayirmada, xususan, birinchi tartibdagi statsionar,  $dlnsmt$   $I(0)$  va  $dmi$   $I(0)$  nolinni tartibda statsionar hisoblanadi. Kengaytirilgan Dikki-Fuller va Fillips-Perron testlarini natijasining ishonchlilik darajasi 95 foiz ishonchli hisoblanadi. Chunki, tahlil natijasi shuni ko'rsatadiki, barcha o'zgaruvchilarning statistik muhimligi 5% da ahamiyatli bo'lib, ishonchlilik darajasi shuning uchun 95% ishonchli hisoblanadi. ARDL modelning xususiyatiga ko'ra, o'zgaruvchilar nolinni va birinchi tartibda statsionar bo'lish lozim.

ARDL modelining uzoq muddatli koeffitsientlari va xato-tuzatish modeli (ECM)ni baholash amalga oshiramiz va kointegratsiya mavjudligi isbotlangandan so'ng uzoq muddatli bog'lanishni ARDL modeli yordamida aniqlaymiz:

$$dlnlnmc_t = \varphi_0 + \beta_1 dlnqljsc_{t-1} + \beta_2 lnmi_{t-1} + \beta_3 lnsmt_{t-1} + \varepsilon_t \quad ()$$

Yuqoridagi formulaga asosan, ekonometrik tahlilimizda qimmatli qog'ozlar bozori kapitallashuvi hajmiga ta'sir qiluvchi omillar darajasini ARDL usulidan foydalanib, uzoq muddatli bog'liqlik testi o'tkazildi. Ushbu test natijalari quyidagi jadvalda o'z aksini topgan.

## 5-jadval

### Avtoregressiv taqsimlangan lag ARDL modelida baholash<sup>22</sup>

| O'zgaruvchilar               | ARDL(3, 0, 0, 1) |                  |              |            |
|------------------------------|------------------|------------------|--------------|------------|
|                              | Koeffitsient     | Standart xatolik | t-statistika | Ehtimollik |
| $dlnmc$ (-1)                 | -0.225289        | 0.113526         | -1.984479    | 0.0511     |
| $dlnmc$ (-2)                 | -0.291836        | 0.103242         | -2.826709    | 0.0061     |
| $dlnmc$ (-3)                 | -0.155355        | 0.106455         | -1.459351    | 0.1489     |
| $lnmi$                       | 0.013271         | 0.072079         | 0.184122     | 0.8544     |
| $lnsmt$                      | -0.004919        | 0.020464         | -0.240357    | 0.8107     |
| $dqljsc$                     | -0.628172        | 0.180379         | -3.482508    | 0.0009***  |
| $dqljsc$ (-1)                | -0.506515        | 0.189657         | -2.670695    | 0.0094     |
| C                            | 0.009141         | 0.471517         | 0.019387     | 0.9846     |
| Modelni mezonlari            |                  |                  |              |            |
| Qoldiqlar kvadrati           |                  | 0.307885         |              |            |
| O'zgargan qoldiqlar kvadrati |                  | 0.239648         |              |            |
| F-statistika                 |                  | 4.512008         |              |            |
| Ehtimollik (F-statistika)    |                  | 0.000332**       |              |            |

\*\*\* 1% da statistik muhimligini, \*\*5% da statistik muhimligini, \*10% da statistik muhimligini ko'rsatadi.

ARDL koeffitsientlaridan ko'rinib turibdiki, qimmatli qog'ozlar bozori kapitallashuvi hajmiga qimmatli qog'ozlar bozorining bozor indeksi ta'siri mavjud emasligi, qimmatli qog'ozlar bozorida listingga kirgan aksiyadorlik jamiyatlari soni ta'siri mavjud ekanligi va qimmatli qog'ozlar bozor aylanmasi hajmining ta'siri emasligini ko'rishimiz mumkin. Qimmatli qog'ozlar bozori kapitallashuviga qimmatli qog'ozlar bozorida listingga kirgan aksiyadorlik jamiyatlari soni salbiy ta'sir qiladi.

Dissertatsiyaning «Xorijiy mamlakatlarda qimmatli qog'ozlar bozorining rivojlanish tendensiyalari» nomli uchinchi bobida rivojlangan mamlakatlar

<sup>22</sup> "Toshkent" Respublika fond birjasi ma'lumotlari asosida Eviews-12.0 programmasi yordamida muallif tomonidan tayyorlangan.

qimmatli qog'ozlar bozori rivojlanishining asosiy xususiyatlari, zamonaviy global iqtisodiy tizimda qimmatli qog'ozlar bozori nafaqat moliyaviy resurslarni jalb qilish vositasi, balki makroiqtisodiy barqarorlik va iqtisodiy o'sishning muhim drayveri sifatida qaraladi. Ayniqsa, rivojlangan davlatlar tajribasi qimmatli qog'ozlar bozorining institutsional va funksional rivoji, regulyator tizimi, ishtirokchilar faolligi va texnologik transformatsiyasi nuqtai nazaridan boshqa mamlakatlar, jumladan, mamlakatimiz uchun ham namuna bo'la oladi.

Rivojlangan mamlakatlar (masalan, AQSh, Buyuk Britaniya, Germaniya, Yaponiya, Kanada, Janubiy Koreya va boshqalar) qimmatli qog'ozlar bozorlari o'zining asosiy xususiyatlari bilan ajralib turadi.

Kuchli huquqiy va institutsional baza borasida qimmatli qog'ozlar bozorining samarali ishlashi uchun eng muhim omillardan biri - bu aniq belgilangan, mustahkam va barqaror huquqiy-me'yoriy asosdir. Rivojlangan davlatlarda fond bozori faoliyati maxsus regulyator organlar tomonidan qat'iy nazorat qilinadi. Masalan: AQShda bu vazifani SEC (Qimmatli qog'ozlar va birjalar komissiyasi) bajaradi. Yevropa Ittifoqida ESMA (Yevropa qimmatli qog'ozlar va bozorlar idorasi) faoliyat yuritadi. Yaponiya va Koreyada esa FSA (moliyaviy xizmatlar agentliklari) bevosita regulyatsiya va monitoring bilan shug'ullanadi. Ushbu tizimlar orqali investorlar huquqlari himoya qilinadi, bozorning shaffofligi va adolatligi ta'minlanadi, bozorda ishonch muhitining yuqori darajasi shakllantiriladi.

AQSh fond bozori kapitalizatsiyasi hajmida eng yuqori o'sish 2015-yilda kuzatilgan 25,3 trln. AQSh dollar tashkil etgan. Bu jarayon davom etib, 2024-yilda 52 trln. AQSh dollar hajmga yetdi. Bu o'sish asosan yuqori texnologiyali kompaniyalar (FAANG — Facebook (Meta), Apple, Amazon, Netflix, Google (Alphabet)) aksiyalarining bozor qiymatidagi keskin o'sish, investitsiya oqimlarining barqarorligi va AQSh dollarining global rezerv valyuta sifatidagi mavqeiga asoslangan.

Xitoy kapital bozori ham jadal rivojlanib, global fond bozorlarida AQShdan keyin ikkinchi yirik kapitalizatsiya hajmiga ega bo'ldi. Xitoy hukumati tomonidan amalga oshirilgan moliyaviy islohotlar, ichki talabning kengayishi va tashqi investorlar uchun bozorning bosqichma-bosqich ochilishi ushbu o'sishga asosiy turtki bo'ldi.

2015-2024 yillar oralig'ida dunyoning yirik va yetakchi kapital bozorlariga ega bo'lgan mamlakatlarning qimmatli qog'ozlar bozori kapitalizatsiyasi hajmiga oid o'zgarishlar tahlil qilindi. Ushbu tahlil doirasiga moliya tizimida muhim o'rin tutuvchi AQSh, Xitoy, Germaniya, Fransiya, Janubiy Koreya, Singapur, Malayziya hamda Buyuk Britaniya kabi rivojlangan mamlakatlarni qayd etish mumkin. Har bir mamlakat bo'yicha bozor kapitalizatsiyasining yillik dinamikasi, o'sish sur'atlari, iqtisodiy omillar ta'siri va investitsion muhitdagi tendensiyalar o'rganilib, mazkur davr mobaynida kapital bozorlarining rivojlanish xususiyatlari ko'rib chiqilgan.

Quyidagi jadvalda 2015-2024 yillar oralig'ida tanlangan mamlakatlarning qimmatli qog'ozlar bozoridagi kapitalizatsiya hajmining aniq raqamlari keltirilgan bo'lib, ushbu raqamlar milliy va xalqaro moliyaviy manbalar asosida shakllantirilgan.

**2015–2024 yillarda mamlakatlar bo'yicha qimmatli qog'ozlar bozorining kapitalizatsiyasi<sup>23</sup> (trln. AQSh dollarida)**

| Yil  | AQSh | Xitoy | Germaniya | Fransiya | Janubiy Koreya | Singapur | Malayziya | Buyuk Britaniya |
|------|------|-------|-----------|----------|----------------|----------|-----------|-----------------|
| 2015 | 25.0 | 7.0   | 1,5       | 2.0      | 1,2            | 0.6      | 0.5       | 3,5             |
| 2016 | 26,5 | 7,5   | 1,6       | 2,1      | 1,3            | 0.6      | 0.5       | 3,6             |
| 2017 | 30.0 | 8.0   | 1,8       | 2,3      | 1,5            | 0.7      | 0.6       | 3,8             |
| 2018 | 28.0 | 8,5   | 1,7       | 2,2      | 1,4            | 0.7      | 0.6       | 3,7             |
| 2019 | 31.0 | 9     | 1,9       | 2,4      | 1,6            | 0.8      | 0.7       | 3,9             |
| 2020 | 35.0 | 10.0  | 2.0       | 2,5      | 1,8            | 0.9      | 0.8       | 4.0             |
| 2021 | 40.0 | 12.0  | 2,2       | 2,8      | 2.0            | 1.0      | 0.9       | 4,2             |
| 2022 | 38.0 | 11,5  | 2,1       | 2,7      | 1,9            | 0.9      | 0.8       | 4,1             |
| 2023 | 42.0 | 12,5  | 2,3       | 2,9      | 2,1            | 1.0      | 0.9       | 4,3             |
| 2024 | 52.0 | 11,9  | 2,2       | 2,2      | 1,7            | 0.6      | 0.4       | 4.0             |

Qimmatli qog'ozlar bozori xorijiy davlatlarda mamlakat iqtisodiyotining asosiy dastaklaridan biri hisoblanadi. Rivojlangan davlatlarda esa mazkur soha iqtisodiyot rivojlanishida muhim o'lchov vositasi (barometri) hamdir. Shu sababdan ham ushbu bozorni doimiy ravishda rivojlantirib borish, ushbu bozor faoliyatini tartibga solishda eng ilg'or usullardan foydalanishga harakat qilish muhim hisoblanadi.

Hozirda qimmatli qog'ozlar bozorini rivojlantirishdagi xorij tajribalari quyidagi yo'nalishlarda talqin etilmoqda:

1-yo'nalish: Qimmatli qog'ozlar bozorini xorijiy davlatlar tomonidan tartibga solish amaliyoti va uni rivojlantirish;

2-yo'nalish: Qimmatli qog'ozlar bozori institutlari faoliyatini rivojlantirishda amalga oshirilayotgan choralar;

3-yo'nalish: Qimmatli qog'ozlar bozorini xorijiy davlatlarda rivojlantirish strategiyalari (istiqbolli yo'nalishlar)ni ishlab chiqish shular jumlasidandir.

Uyushgan qimmatli qog'ozlar bozorlarini tartibga solish va uni rivojlantirish borasida xorijiy davlatlar tomonidan umumqabul qilinadigan me'yorlar va standartlarni joriy etishda bir qator xalqaro tashkilotlar asosiy o'rinni egallab bormoqda.

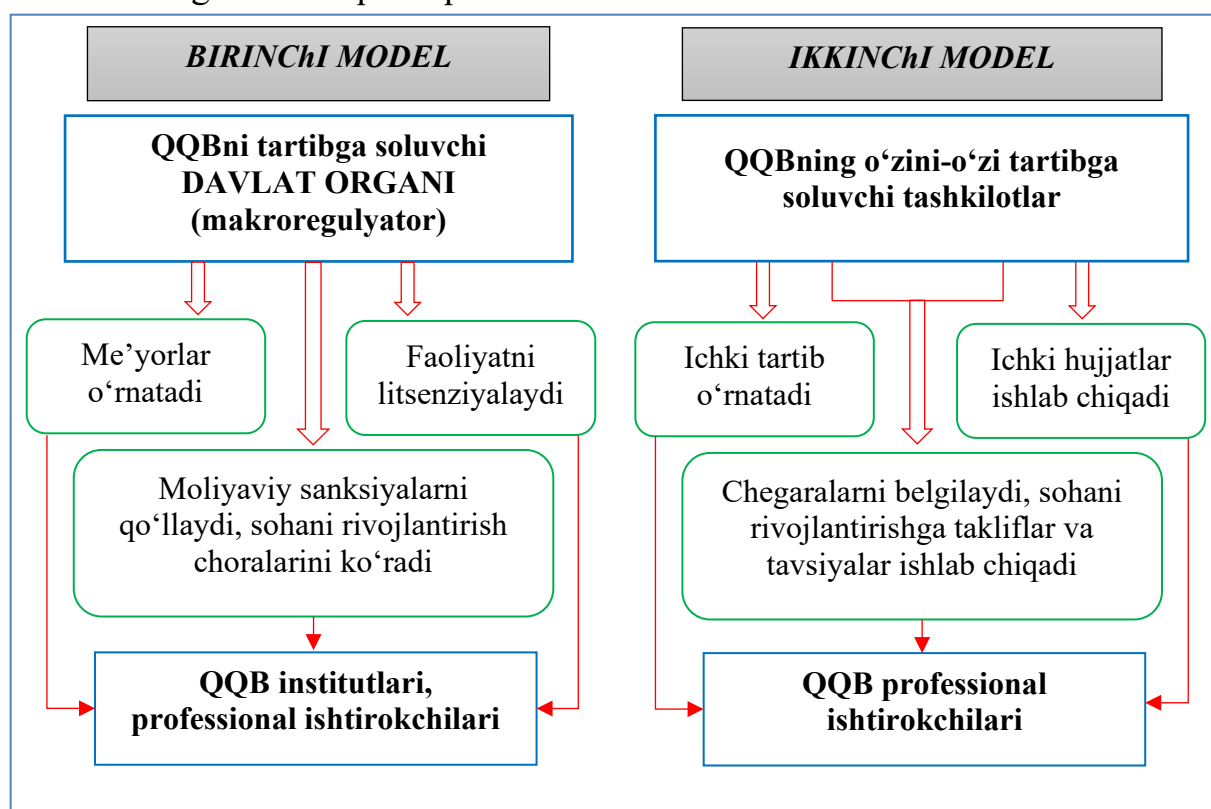
Quyida keltirilgan xalqaro tashkilotlar moliya bozorlarini tartibga solishda, jumladan, xalqaro darajadagi standart va me'yorlarni joriy etish, qimmatli qog'ozlar bozorlarini tartibga solish hamda ularni institutsional va infratuzilmaviy jihatdan rivojlantirish bilan izchil shug'ullanib kelmoqda. Bu tashkilotlar global moliyaviy barqarorlikni ta'minlash, investorlar huquqlarini himoya qilish va moliya bozorlarining ochiqligi hamda samaradorligini oshirishga qaratilgan strategiyalarni ishlab chiqadi.

<sup>23</sup> <https://data.worldbank.org/>, <https://www.imf.org/en/Home> internet sahifalari orqali muallif tomonidan shakllantirilgan.



**7-rasm. Jahonda moliya bozori standartlarini joriy etuvchi asosiy xalqaro tashkilotlar<sup>24</sup>**

Xalqaro tuzilmalar tomonidan ishlab chiqilayotgan moliya bozoriga oid normativ hujjatlar, metodik ko'rsatmalar va tavsiyalar milliy regulyatorlar tomonidan qonunchilikka integratsiyalashgan holda joriy qilinmoqda. Ushbu yondashuv orqali moliyaviy regulyatsiya tizimi xalqaro standartlarga moslashtirilmoqda hamda investorlar uchun ishonchli va prognoz qilinadigan huquqiy muhit yaratilmoqda. Shu bilan birga, bu hujjatlar milliy moliya bozorlari barqarorligini oshirishga va ularning global moliyaviy tizimga integratsiyasini tezlashtirishga xizmat qilmoqda.



**8-rasm. Jahonda qimmatli qog'ozlar bozorini tartibga solish modellari<sup>25</sup>**

<sup>24</sup> Marc Labonte. Who regulates whom? An overview of the U.S. financial regulatory Framework. Congressional Research Service. March 10, 2020. – P. 26.

<sup>25</sup> Muallif tomonidan tadqiqotlar asosida tuzilgan.

Rivojlangan mamlakatlar tajribasi shuni ko'rsatmoqdaki, qimmatli qog'ozlar bozorini samarali tartibga solish va muvofiqlashtirishda davlat organlari bilan bir qatorda professional ishtirokchilar, xususan o'zini-o'zi tartibga soluvchi tashkilotlar o'rtasida vakolatlar va mas'uliyatlarni maqsadli tarzda taqsimlash muhim amaliy va nazariy asosga ega. Bunday ikki bosqichli yondashuv nafaqat tartibga solish samaradorligini oshiradi, balki bozorning ichki mexanizmlarini moslashuvchan tarzda boshqarish, professionallik va tashabbusni rag'batlantirishga xizmat qiladi.

Fond indeksleri nafaqat statistik ko'rsatkich, balki bozorning "haroratini o'lchovchi" vosita, moliyaviy aktivlarga bo'lgan talab va taklif muvozanatini aks ettiruvchi mexanizm, iqtisodiy barqarorlik va ishonchning integral ifodasi sifatida muhim ahamiyat kasb etadi. Ularning samarali tahlili va dinamikasi asosida milliy fond bozorlarini baholash, ularni global moliyaviy tizimga integratsiyalash bo'yicha tegishli strategik xulosalar chiqarish mumkin bo'ladi.

## 7-jadval

### Jahondagi yetakchi qimmatli qog'ozlar indekslarining yillik rentabellik dinamikasi<sup>26</sup> (foizda)

| Yillar | S&P 500 (Total Return) | FTSE 100 (Price Return) |
|--------|------------------------|-------------------------|
| 2015   | +1.38                  | -4.45                   |
| 2016   | +11.96                 | +13.85                  |
| 2017   | +21.83                 | +7.63                   |
| 2018   | -4.38                  | -12.48                  |
| 2019   | +31.49                 | +12.10                  |
| 2020   | +18.40                 | -14.34                  |
| 2021   | +28.71                 | +14.30                  |
| 2022   | -18.11                 | +0.91                   |
| 2023   | +26.29                 | +3.78                   |
| 2024   | +25.02                 | +5.69                   |

Yuqoridagi 7-jadval asosida shuni aytishimiz mumkinki, yirik xorijiy fond indekslarining 2015-2024 yillardagi yillik o'sish sur'atlari nafaqat bozor rentabelligi va investorlar faolligini, balki makroiqtisodiy siyosat, moliyaviy barqarorlik va global geoiqtisodiy jarayonlarni aks etishiradi. Mazkur davr ichida indekslarning dinamikasi asosan AQSh, Buyuk Britaniya, Yevropa va Osiyo fond bozorlariga tegishli bo'lgan ko'rsatkichlar asosida tahlil qilindi. S&P 500 indeksi (AQSh) global kapital bozorining eng yirik va eng ta'sirchan barometri hisoblanadi. 2021-yilda texnologik sektordagi o'sish evaziga S&P 500 +28,7% ga ko'tarildi, ammo 2022-yilda inflyatsiyaning kuchayishi, foiz stavkalarining oshirilishi va geosiyosiy tanglik sababli indeks 18,1% ga tushdi. 2023-2024 yillarda iqtisodiy tiklanish jarayonlari va sarmoyaviy faollik kuchayishi fonida barqaror o'sish qayd etildi.

Dissertatsiyaning to'rtinchi bobi «O'zbekistonda qimmatli qog'ozlar bozorini rivojlantirish yo'nalishlari» deb nomlangan. Mazkur bobda qimmatli

<sup>26</sup> <https://www.slickcharts.com/sp500/returns> ma'lumotlari asosida muallif tomonidan shakllantirilgan.

qogʻozlar bozori kapitalning markazlashmagan shaklda, raqobat muhitida erkin taqsimlanishiga xizmat qilib, iqtisodiy tizimda resurslarning samarali harakatini tashkil etishi qayd etilgan. Bundan tashqari, u turli darajadagi investorlar ishtirokida moliyaviy vositalar aylanishini taʼminlab, fond bozori mexanizmlarini mustahkamlaydi va mamlakat ichki kapital bazasini kengaytiradi. Shu bilan birga, mazkur bozor milliy iqtisodiyotning xalqaro moliya tizimlariga integratsiyalashuv darajasini oshirishga xizmat qiladi. Chet el investitsiyalarining jalb etilishi va joylashtirilishini yengillashtiradi, shaffoflik, hisobdorlik va korporativ boshqaruv madaniyatini rivojlantirishga zamin yaratadi.

Shanxay fond birjasida 2023-yilda qayd etilgan moliyaviy koʻrsatkichlar Xitoy milliy valyutasi hisoblangan yuan birligida koʻrib chiqiladi. Tahlil davomida aksiyalar, obligatsiyalar, fondlar va boshqa moliyaviy instrumentlar boʻyicha savdo aylanmasi hamda ularning umumiy moliyaviy tizimdagi ulushi baholanadi. Bu esa Xitoy moliya bozorining tarkibiy tuzilmasi va rivojlanish tendensiyalarini chuqur anglash imkonini beradi.

## 8-jadval

### Shanxay fond birjasida qayd etilgan moliyaviy koʻrsatkichlar (yuan hisobida)<sup>27</sup>

| Bozor segmenti                  | Aylanma hajmi (mlrd. yuan) | Umumiy ulushi (%) |
|---------------------------------|----------------------------|-------------------|
| Aksiyalar bozori                | 89 362,8                   | 78,41%            |
| Obligatsiyalar bozori           | 10 000,0                   | 8,77%             |
| Fondlar (ETF, LOF va boshqalar) | 12 000,0                   | 10,53%            |
| Boshqa qimmatli qogʻozlar       | 2 000,0                    | 2,29%             |
| <b>Jami:</b>                    | <b>113 362,8</b>           | <b>100%</b>       |

Shanxay fond birjasining 2023-yilgi koʻrsatkichlari nafaqat Xitoyda, balki butun Osiyo mintaqasida eng faol va barqaror ishlayotgan fond bozorlaridan biri sifatida oʻz mavqeini saqlab qolganini koʻrsatmoqda. “Yil davomida umumiy savdo aylanmasi 113,3 trln. yuandan oshgan, bu esa birjada investorlar faolligi yuqori boʻlganini anglatadi. Aksiyalar bozori – 89,36 trln. yuan hajmdagi aylanma bilan aksiyalar bozori umumiy savdo hajmining 78,4% ini tashkil etgan. Bu koʻrsatkich investorlarning fond bozorida asosan aksiyalar bilan ishlayotganini va bu segmentning yuqori likvidligini koʻrsatadi”<sup>28</sup>.

Fond bozori kapitalizatsiyasi, investorlar sonining ortishi, qimmatli qogʻozlar savdo hajmining oʻsishi, birlamchi va ikkilamchi bozorlar faoliyatining jadallashuvi bularning barchasi milliy iqtisodiyotda moliyaviy chuqurlikni oshiradi va YAIMda moliyaviy sektorning ulushini koʻpaytiradi. Ayniqsa, “yashil iqtisodiyot”, ESG

<sup>27</sup> <https://www.globaltimes.cn/page/202409/1320598.shtml>

<sup>28</sup> Shanxay fond birjasi maʼlumotlari asosida muallif tomonidan shakllantirilgan.

(Ekologik, Ijtimoiy va Korporativ boshqaruv) tamoyillariga mos investitsiya vositalarining joriy etilishi, nafaqat barqaror rivojlanish maqsadlariga hissa qo'shadi, balki global investorlar ishonchini ham oshiradi. Ushbu jarayonda belgilangan maqsadli ko'rsatkichlar iqtisodiy siyosatning rejalashtirish, monitoring va baholash bosqichlarida asosiy mezon sifatida qaraladi.

## 9-jadval

### Maqsadli ko'rsatkichlar va ularning makroiqtisodiy ahamiyati<sup>29</sup>

| Ko'rsatkich                                   | 2024-yil        | 2030-yil maqsadi                               |
|-----------------------------------------------|-----------------|------------------------------------------------|
| <b>Bozor kapitalizatsiyasi / YAIM</b>         | 5,80%           | 15–20%                                         |
| <b>Aksiyadorlik jamiyatlari soni</b>          | 650             | 1000+                                          |
| <b>Investorlar soni</b>                       | 170 ming        | 500 ming (shu jumladan 50 ming institutsional) |
| <b>Fond savdolarining yillik hajmi</b>        | 19,2 trln. so'm | 60-70 trln. so'm                               |
| <b>Emitentlar soni (obligatsiya bozorida)</b> | 50+             | 150-200                                        |

Qimmatli qog'ozlar bozorini rivojlantirishga qaratilgan strategik yo'nalishlarning muvaffaqiyati, birinchi navbatda, maqsadli ko'rsatkichlarga erishish darajasi bilan bevosita bog'liqdir. Ushbu ko'rsatkichlar – bozor kapitalizatsiyasi, savdo hajmlari, investorlar soni va investitsiya vositalarining diversifikatsiyasi – nafaqat fond bozorining ichki samaradorligini, balki butun makroiqtisodiy tizimdagi moliyaviy barqarorlik va kapital oqimining samarali taqsimlanishini belgilovchi mezonlardir.

Buyuk Britaniyada London fond birjasi orqali yuqori likvidlilik va global investorlar ishtirokini rag'batlantirish bo'yicha keng ko'lamli chora-tadbirlar amalga oshirilgan. Germaniyada esa Frankfurt fond birjasi nafaqat Yevropaning yirik moliyaviy markazi, balki texnologik infratuzilmasi bilan ham ajralib turadi.

Rivojlangan davlatlar tajribasi shuni ko'rsatadiki, qimmatli qog'ozlar bozorini samarali rivojlantirishda institutsional mustahkamlik, texnologik innovatsiyalar va tartibga solish mexanizmlarining uyg'unligi muhim rol o'ynaydi. AQSh, Buyuk Britaniya, Germaniya, Janubiy Koreya va Singapur kabi mamlakatlarda fond bozorlari makroiqtisodiy barqarorlikni ta'minlovchi hamda investitsiyalarni jalb etuvchi asosiy platforma sifatida shakllangan.

O'zbekiston Respublikasida qimmatli qog'ozlar bozorini o'rta va uzoq muddatli istiqbolda kompleks rivojlantirish masalasi milliy iqtisodiy siyosatning eng muhim yo'nalishlaridan biri sifatida qaralmoqda. Ushbu bozor mamlakat iqtisodiyotining moliyaviy barqarorligi, xususiyl sektor faolligi va investitsion muhitning jozibadorligini ta'minlashda muhim moliyaviy vosita bo'lib xizmat qiladi. Ayniqsa, kapital bozorini kengaytirish islohotni chuqurlashtirish orqali bank tizimiga muqobil uzoq muddatli moliyalashtirish manbalarini shakllantirish, real sektor korxonalarining investitsion salohiyatini oshirish va aholining

<sup>29</sup> <https://www.state.gov/reports/2024-investment-climate-statements/uzbekistan>

jamg'armalarini iqtisodiyotning ishlab chiqaruvchi segmentlariga yo'naltirish imkoniyatlari yuzaga chiqadi. Qimmatli qog'ozlar bozorining raqobatbardoshligini ta'minlash, zamonaviy moliyaviy instrumentlar joriy etish, bozor ishtirokchilari sonini ko'paytirish hamda institutsional islohotlar orqali axborot ochiqqligi va huquqiy kafolatlar darajasini oshirish strategik ahamiyat kasb etadi.

Ushbu omillarning uyg'unligi orqali qimmatli qog'ozlar bozori o'zining tabiiy transformatsion bosqichlarini bosib o'tadi. Bu jarayonda bozor kapitalizatsiyasi, savdo hajmi, ishtirokchilar soni, xalqaro reyting va indekslarda qatnashish kabi maqsadli ko'rsatkichlarga erishish transformatsiyaning markaziy mezoniga aylanadi. Natijada, fond bozori nafaqat moliyaviy resurslarni samarali taqsimlovchi mexanizmga, balki makroiqtisodiy barqarorlik va innovatsion o'sishni qo'llab-quvvatlovchi infratuzilmaviy tayanchga aylanishi ko'zda tutilmoqda.

## 10-jadval

### Rivojlangan mamlakatlar fond bozorlari islohoti, institutsional tuzilmasi va raqamli transformatsiyasi<sup>30</sup>

|                                                                                                               |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>AQSh</b><br><br>Ko'p darajali<br>regulyatorlik<br>modeli va raqamli<br>ilg'orlik                           | AQSh fond bozori faoliyati qat'iy tartibga solingan bo'lib, asosiy nazorat SEC (Securities and Exchange Commission) tomonidan amalga oshiriladi. Shuningdek, NASDAQ va NYSE birjalari yuqori texnologik infratuzilma asosida ishlaydi. AQShda raqamli moliya sohasidagi yutuqlar – algoritmik savdo, API interfeysli savdo tizimlari, FinTech ilovalari, sun'iy intellekt va blokcheyn texnologiyalarini qo'llash orqali bozordagi likvidlik va tezkorlik oshirilgan. |
| <b>Buyuk Britaniya</b><br>O'zini-o'zi<br>tartibga soluvchi<br>mexanizm va<br>xalqaro moliya<br>markazi modeli | London fond birjasi (LSE) faoliyati o'zini-o'zi muvofiqlashtiruvchi mexanizm (Self-Regulatory Organization – SRO) orqali boshqariladi. Buyuk Britaniyada Financial Conduct Authority (FCA) va Prudential Regulation Authority (PRA) kabi regulyatorlar mavjud bo'lib, bozor ishtirokchilari faoliyati ustidan mustaqil va doimiy nazoratni amalga oshiradi.                                                                                                           |
| <b>Germaniya</b><br>DAX 40 va<br>institutsional<br>investorlar<br>strategiyasi                                | Germaniyada fond bozori institutsional sarmoyadorlar (pensiya fondlari, sug'urta kompaniyalari, davlat jamg'armalari) ustuvorligi bilan ajralib turadi. Frankfurt fond birjasi – Deutsche Börse – Yevropa mintaqasidagi eng zamonaviy savdo tizimlariga ega bo'lib, Xetra elektron savdo platformasi orqali avtomatlashtirilgan va shaffof savdo imkoniyatini beradi.                                                                                                 |
| <b>Janubiy Koreya</b><br>davlat strategiyasi<br>asosida raqamli<br>fond bozori<br>modeli                      | Janubiy Koreya fond bozori (Korea Exchange – KRX) davlat siyosati bilan uyg'un holda rivojlantirilgan. Hukumat raqamli infratuzilma yaratishda ilg'or texnologiyalarni, jumladan, blokcheyn asosida ishlovchi kliring tizimlarini joriy etgan.                                                                                                                                                                                                                        |

Rivojlangan mamlakatlar, xususan AQSh, Buyuk Britaniya, Yevropa Ittifoqi, Yaponiya, Janubiy Koreya va Singapurda fond bozorlari iqtisodiy barqarorlik va taraqqiyotning kuchli moliyaviy poydevoriga aylangan. Bu davlatlarda qimmatli qog'ozlar bozori faoliyati huquqiy mustahkamlab qo'yilgan bo'lib, raqamlashtirish,

<sup>30</sup> <https://www.statista.com/outlook/fmo/stocks/worldwide> sayti ma'lumotlaridan foydalanilgan.

investorlarni himoya qilish, mustaqil regulyatorlarning mavjudligi va moliyaviy vositalarning xilma-xilligi bilan ajralib turadi. Ularning tajribasi kapital bozorining o'sish sur'atlarini keskin oshirib, iqtisodiy o'sishga bevosita xizmat qilayotganini ko'rsatmoqda.

O'zbekistonda qimmatli qog'ozlar bozorini shakllantirish mustaqillik yillarida boshlangan bo'lib, keyingi yillarda davlat tomonidan sohani liberallashtirish, investorlar uchun qulay muhit yaratish va birja infratuzilmasini modernizatsiya qilish yo'lida muayyan chora-tadbirlar amalga oshirilmoqda. Jumladan, "Toshkent" Respublika fond birjasida savdo hajmlarining o'sishi, davlat qimmatli qog'ozlarining emissiyasi, IPO va SPO jarayonlarining joriy etilishi, shuningdek, xorijiy investorlar uchun ochiq tartibga o'tish bu borada muhim bosqichlardandir.

Qimmatli qog'ozlar bozorining barqaror va izchil rivojlanishi mamlakat iqtisodiy xavfsizligini ta'minlash, investitsiya muhitini yaxshilash, kapitalning samarali taqsimlanishini rag'batlantirish hamda xususiy sektorga moliyaviy resurslar oqimini kengaytirish uchun muhim strategik yo'nalish hisoblanadi. Shu nuqtayi nazardan, 2025–2030-yillar uchun belgilangan maqsadli ko'rsatkichlar fond bozorining makroiqtisodiy tizimdagi o'rnini mustahkamlash, uning investitsion faollikdagi ulushini oshirish va moliyaviy vositalar diversifikatsiyasini kengaytirish kabi ustuvor maqsadlarga xizmat qiladi.

## **XULOSA**

O'zbekistonda qimmatli qog'ozlar bozori faoliyatini rivojlantirish doirasida amalga oshirilgan tadqiqotlar va o'rganishlar natijasida quyidagi xulosalar shakllantirildi:

1. O'zbekiston Respublikasida qimmatli qog'ozlar bozorining hozirgi holati, uni rivojlantirish zaruriyati hamda istiqbolli yo'nalishlari chuqur tahlil qilindi. Tahlillardan kelib chiqib shuni aytish mumkinki, ushbu bozorni iqtisodiyotni moliyalashtirishning muqobil manbasi sifatida shakllantirish, investitsion muhitni yaxshilash va kapital oqimlarini real sektorga yo'naltirish borasida keng ko'lamli islohotlarni jadallashtirish zarurati mavjud.

2. Eng avvalo, qimmatli qog'ozlar bozorining institutsional infratuzilmasini mustahkamlash, ya'ni birja faoliyatini liberallashtirish, kliring va depozitariy tizimlarini modernizatsiya qilish, elektron savdo platformalarini joriy etish va raqamlashtirish darajasini oshirish bozorining texnologik barqarorligini ta'minlaydi. Shu bilan birga, xalqaro amaliyotda keng qo'llaniladigan moliyaviy instrumentlar "yashil obligatsiyalar", investitsion fondlar, korporativ va davlat obligatsiyalarining ko'lamini kengaytirish investorlar uchun yangi imkoniyatlar yaratadi.

3. Qimmatli qog'ozlar bozorida mavjud huquqiy me'yorlar va qonunchilik asoslari tizimlashtirilishi, ya'ni amaldagi ko'plab qonun va qonunosti hujjatlari o'rniga yagona, tizimli va to'g'ridan-to'g'ri amal qiluvchi "Kapital bozori to'g'risida"gi Qonun ishlab chiqilishi dolzarb masalalardan biridir. Bu qonun orqali qimmatli qog'ozlar emissiyasi, listing talablari, savdo tartibi, ishtirokchilarning

huquqlari va majburiyatlari, investorlarni himoya qilish mexanizmlari huquqiy jihatdan aniq va barqaror asosda tartibga solinadi.

4. Xorijiy investorlar uchun qulay muhit yaratish, chet el kapitalining fond bozoriga kirishini soddalashtirish va xalqaro reyting agentliklari bilan hamkorlikni mustahkamlash orqali bozorning investitsiyaviy jozibadorligi oshiriladi. Bu bilan O‘zbekiston qimmatli qog‘ozlar bozorining xalqaro integratsiyasi bosqichma-bosqich amalga oshadi.

5. Qimmatli qog‘ozlar bozorining muvaffaqiyatli ishlashi uchun yana bir muhim yo‘nalish – bu aholining moliyaviy savodxonligini oshirish va investitsion madaniyatni shakllantirishdir. Buning uchun OAV, ta’lim muassasalari, seminarlar va raqamli platformalar orqali aholiga moliyaviy bilimlarni yetkazish bo‘yicha kompleks davlat dasturini amalga oshirishi tavsiya etiladi.

6. MDH mamlakatlari orasida yirik xalqaro moliya markazi sifatida shakllanib ulgurgan Qozog‘istonning “KASE” birjasining listingiga kirishda kichik va o‘rta biznes vakillari uchun alohida me‘yorlar o‘rnatilgan. Buning natijasida ushbu maydoncha ishga tushirilishi bilan birja emitentlari soni ancha oshgan. Bundan tashqari, birjada brokerlik kompaniyalari, market-maykerlar va fond bozorining barcha ishtirokchilari bilan muntazam ravishda muloqotlar uyushtirilgan, listing kompaniyalarini qo‘llab-quvvatlash maqsadida “Emitentlar kuni”ni tashkillashtirish doimiy tarzda yo‘lga qo‘yilgan. Mazkur amaliyotdan unumli foydalanish o‘zining ijobiy samarasini berishi mumkin.

7. O‘rta istiqbolda mamlakatimizda uyushgan qimmatli qog‘ozlar bozorini rivojlantirishda davlat qimmatli qog‘ozlar bozorini rivojlantirish uchun “o‘sish nuqtalari”ni belgilab olish ahamiyatli yo‘nalishlardan biri hisoblanadi. Mazkur yo‘nalishda davlat tomonidan ichki va tashqi investorlar uchun davlat qimmatli qog‘ozlarining qaysi turini va qaysi sohadagi qimmatli qog‘ozlarini emissiya qilishni aniq belgilab olish, prognoz parametrlarini fudanmental va texnik tahlillar asosida shakllantirish o‘zining ijobiy samarasini berishi mumkin.

8. Yevropa Ittifoqi va Yaponiya tajribasi asosida yashil obligatsiyalar (green bonds), ijtimoiy obligatsiyalar va barqaror rivojlanish indeksli ETFlar chiqarish bo‘yicha normativ-huquqiy va texnik asoslar ishlab chiqilishi lozim. Bu vositalar xorijiy investorlar uchun jozibador hisoblanadi. Singapur va Buyuk Britaniya tajribasida bo‘lgani kabi blockcheyn asosida investor reyestrlari va elektron savdo maydonchalari, mobil investitsiya ilovalari va sun‘iy intellekt asosida portfel tavsiyalari tizimini yaratish taklif qilinadi. Bu, bozorga yoshlar va fintech foydalanuvchilari jalb etiladi.

9. LSE–Shanghai, NSE–Luxembourg kabi fond birjalar tajribalaridan kelib chiqib, O‘zbekiston fond bozorida faol korxonalarni (masalan, “Uzmetkombinat”, “Uzkiymyosanoat”)ni London Stock Exchange yoki Kazakhstan Stock Exchange (AIX) kabi birjalarda parallel listing qilish imkoniyatini ishlab chiqish lozim.

10. AQSh va Germaniyada muvaffaqiyatli qo‘llanilgan passiv fondlar tajribasiga asoslanib, O‘zbekiston bozorida mahalliy indeks fondlari (index mutual

funds) va birjada sotiladigan fondlar (ETFs) ni joriy etish orqali investorlar uchun risklarni kamaytiruvchi va diversifikatsiyalovchi imkoniyatlar yaratish mumkin.

11. O‘zbekistonda qimmatli qog‘ozlar bozorini rivojlantirish yo‘nalishlarini o‘rganish natijasida ushbu bozorning zamonaviy talablarga javob beruvchi, raqobatbardosh va xalqaro integratsiyalashgan moliyaviy infratuzilmaga aylanishi uchun kompleks strategik chora-tadbirlar zarurligi asoslab berildi. Tadqiqot natijalari ushbu yo‘nalishlar multidisiplinar yondashuv, institutsional barqarorlik, texnologik transformatsiya va investitsion iqlimni isloh qilish kabi omillar bilan bevosita bog‘liqligini ko‘rsatdi.

**НАУЧНЫЙ СОВЕТ № DSc.03/30.12.2019.I.17.01  
ПО ПРИСУЖДЕНИЮ УЧЕНЫХ СТЕПЕНЕЙ ПРИ ТАШКЕНТСКОМ  
ГОСУДАРСТВЕННОМ ЭКОНОМИЧЕСКОМ УНИВЕРСИТЕТЕ**

---

**ТАШКЕНТСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ ЭКОНОМИЧЕСКИЙ  
УНИВЕРСИТЕТ**

**ИБОДУЛЛАЕВ АБРОРЖОН АХРОРЖОНОВИЧ**

**СТРАТЕГИЧЕСКИЕ НАПРАВЛЕНИЯ РАЗВИТИЯ РЫНКА  
ЦЕННЫХ БУМАГ В УЗБЕКИСТАНЕ**

**08.00.07 – «Финансы, денежное обращение и кредит»**

**АВТОРЕФЕРАТ**  
**диссертации доктора экономических наук (Doctor of Science)**

**город Ташкент – 2025 год**

Тема диссертации доктора наук (Doctor of Science) по экономическим наукам зарегистрирована под номером B2025.1.DSc/Iqt849 в Высшей аттестационной комиссии.

Докторская диссертация выполнена в Ташкентском государственном экономическом университете.

Автореферат диссертации размещен на трех языках (узбекский, русский, английский (резюме)) на сайте Научного совета ([www.tsue.uz](http://www.tsue.uz)) и на информационно-образовательном портале «Ziyonet» ([www.ziyonet.uz](http://www.ziyonet.uz)).

**Научный консультант:** Мухамедов Фарход Турсунбаевич  
доктор экономических наук, профессор

**Официальные оппоненты:** Хайдаров Низомиддин Хамраевич  
доктор экономических наук, профессор

Элмирзаев Самариддин Эшкуватович  
доктор экономических наук, профессор

Усманов Кахрамонжон Акбаралиевич  
доктор экономических наук, доцент

**Ведущая организация:** Ташкентский филиал Российского экономического университета им. Г.В. Плеханова

Защита диссертации состоится в 14<sup>00</sup> часов « 07 » 11 2025 года на заседании Научного совета по присуждению ученых степеней № DSc.03/30.12.2019.I.17.01 при Ташкентском государственном экономическом университете. (Адрес: 100000, город Ташкент, проспект Амира Темура, 60А; Тел.: (99871) 234-53-34; факс: (99871) 234-46-26; e-mail: [ilmiykengash@tsue.uz](mailto:ilmiykengash@tsue.uz)).

С диссертацией можно ознакомиться в Информационно-ресурсном центре Ташкентского государственного экономического университета (зарегистрирована за номером \_\_\_\_\_). Адрес: 100000, город Ташкент, проспект Амира Темура, 60А. Тел.: (99871) 234-53-34; e-mail: [kutubxona@tsue.uz](mailto:kutubxona@tsue.uz).

Автореферат диссертации разослан « 24 » 10 2025 года.  
(протокол реестра № 74 от 24 « 10 » 2025 года).



Т.З.Тешабаев  
Председатель Научного совета по  
присуждению ученых степеней,  
доктор экономических наук,  
профессор

Ж.Х.Атаниязов  
Ученый секретарь Научного совета  
по присуждению ученых степеней,  
доктор экономических наук,  
профессор

И.Н.Кузиев  
Председатель научного семинара при  
Научном совете по присуждению  
ученых степеней, доктор  
экономических наук, профессор

## ВВЕДЕНИЕ (аннотация диссертации доктора наук (DSc))

**Актуальность и востребованность темы диссертации.** В последние годы роль и значение финансовых рынков, в частности рынка ценных бумаг, неуклонно возрастают в странах мира. В результате развития мировых финансовых рынков рынки капитала становятся стратегическим драйвером процессов экономического роста. Рынок ценных бумаг предоставляет возможности для эффективного распределения инвестиционных ресурсов, перенаправления имеющихся финансовых резервов экономики в реальный сектор и диверсификации источников финансирования. В частности, ликвидные финансовые ресурсы, генерируемые на мировом рынке капитала, стимулируют инвестиционную активность и стабилизируют темпы экономического роста. Анализ международного опыта показывает, что в развитых странах доля рынков капитала в национальной экономике остаётся высокой. Например, в экономике США к концу 2023 года общая капитализация фондового рынка превысила 40 трлн.долларов США, что составляет примерно 160 процентов ВВП страны. Подобный высокий уровень капитализации отражает доминирующее положение рынка капитала США в мировой финансовой системе, где фондовые биржи, такие как NASDAQ и NYSE, а также внебиржевые рынки служат мировыми центрами ликвидности. Аналогичная тенденция наблюдается на японском рынке капитала. В 2023 году капитализация, сформированная через Токийскую фондовую биржу (TSE), составила 6,3 трлн.долларов США, достигнув 110 процентов ВВП Японии. В странах с высокотехнологичной экономикой, таких как Южная Корея и Сингапур, соотношение рынка капитала к ВВП также сложилось на уровне 120-150 процентов соответственно. Среди европейских стран капитализация Франкфуртской фондовой биржи (Xetra) в Германии составила 2,2 трлн.долларов, что составляет более 90 процентов ВВП. В Великобритании капитализация Лондонской фондовой биржи достигла 3,2 трлн.долларов, что составляет около 125 процентов ВВП<sup>31</sup>.

В условиях резкого обострения глобальной конкуренции на финансовых рынках вопрос дальнейшего совершенствования функционирования рынка ценных бумаг приобретает актуальное значение. В связи с этим в последние годы проведен ряд научных исследований в этой области. В данных исследованиях в основном анализируется стратегическая роль рынка ценных бумаг в обеспечении устойчивого финансирования экономики, необходимость полного использования его потенциала, а также интеграция фондовых рынков на основе международных стандартов. В частности, в качестве важного научно-практического направления научных исследований выделяется проблема развития фондового рынка как основного механизма финансирования экономики финансовыми ресурсами. В современной финансовой системе расширяются возможности стабилизации темпов

---

<sup>31</sup> Составлено автором на основе данных сайта <https://data360.worldbank.org/en/economies>.

экономического роста за счет привлечения инвестиционных ресурсов через рынки капитала, а также банковских кредитов, и их эффективного распределения и использования. В этой связи координация и интеграция деятельности фондовых бирж с международными финансовыми инфраструктурами, а именно глобальными биржевыми платформами, международными депозитарными системами и клиринговыми центрами, признается важным фактором экономического развития. Кроме того, к основным экономическим и макроэкономическим факторам, влияющим на развитие фондовых рынков, относятся такие показатели, как темпы роста ВВП страны, уровень инфляции, стабильность валюты, внутренняя и внешняя долговая нагрузка, а также стабильность инвестиционного климата. Кроме того, институциональные факторы, такие как культура корпоративного управления, уровень финансовой грамотности, механизмы защиты инвесторов, система аудита и стандарты прозрачности, становятся необходимыми условиями устойчивого развития фондового рынка.

В целях дальнейшего развития рынка ценных бумаг в Узбекистане проводится масштабная работа по повышению конкурентоспособности производственной деятельности, модернизации и диверсификации отраслей экономики в соответствии с мировыми стандартами, привлечению инвестиций в экономику, прежде всего в ключевые отрасли, формирующие ее базовую и структурную основу. “В этой связи основными задачами являются дальнейшее сокращение государственного участия в экономике, развитие фондового рынка и создание здоровой конкурентной среды, проведение активной инвестиционной политики, а также быстрое и устойчивое развитие всех сфер деятельности общества и государства”. В результате углубления экономических отношений и совершенствования системы инвестиций и сбережений организованный рынок ценных бумаг стремительно развивается. При этом возросла потребность в фондовых биржах, а их значение возросло, поскольку крупные инвесторы стали эффективно управлять своими финансовыми ресурсами. Данная ситуация рассматривается как важный фактор, особенно в плане повышения устойчивости финансовых рынков и инвестиционной активности. Необходимость совершенствования рынка ценных бумаг для обеспечения реализации этих задач свидетельствует об актуальности выбранной темы исследования.

Данное диссертационное исследование в определенной степени служит реализации задач, определенных в Постановлениях Президента Республики Узбекистан от 2 сентября 2023 года №ПП-291 “О дополнительных мерах по развитию рынка капитала”, от 17 января 2022 года №ПП-90 “О дополнительных мерах по внедрению эффективных механизмов поддержки рынка капитала”, от 13 апреля 2021 года №ПП-5073 “О мерах по дальнейшему совершенствованию системы регулирования рынка капитала”, Указе Президента Республики Узбекистан от 13 апреля 2021 года №УП-6207 “О мерах по дальнейшему развитию рынка капитала”, Постановлениях

Кабинета Министров Республики Узбекистан от 21 февраля 2022 года №ПКМ-82 “О внесении изменений и дополнений в постановление Кабинета Министров Республики Узбекистан от 14 декабря 2018 года № 1016 “О мерах по организации выпуска государственных казначейских обязательств и облигаций Республики Узбекистан”, от 10 мая 2017 года №ПКМ-268 “Об организации проведения публичного размещения акций на фондовой бирже”, от 26 апреля 2019 года №ПКМ-358 “Об организации первичного и вторичного размещения акций на фондовой бирже”, а также других нормативно-правовых актах, относящихся к данной сфере, что свидетельствует о том, что данное исследование способствует проведению коренного реформирования рынка капитала и его развития в соответствии с современными требованиями.

**Соответствие исследования приоритетным направлениям развития науки и технологий республики.** Данное диссертационное исследование выполнено в соответствии с приоритетными направлениями развития науки и технологий I. «Духовное, нравственное и культурное развитие демократического и правового общества, формирование инновационной экономики».

**Обзор зарубежных исследований по теме диссертации<sup>32</sup>.** В настоящее время ряд международных и региональных организаций проводят углубленные исследования по вопросам развития рынка ценных бумаг, его стабилизации и приведения в соответствие с международными стандартами.

---

<sup>32</sup> (IOSCO — International Organization of Securities Commissions) <https://www.iosco.org>; Iqtisodiy hamkorlik va taraqqiyot tashkiloti (OECD — Organisation for Economic Co-operation and Development) <https://www.oecd.org>; Jahon Banki (World Bank Group) <https://www.worldbank.org>; Xalqaro valyuta jamg'armasi (IMF — International Monetary Fund) <https://www.imf.org>; Bank for International Settlements (BIS) <https://www.bis.org>; Yevropa Qimmatli Qog'ozlar va Bozorlar Tashkiloti (ESMA — European Securities and Markets Authority) <https://www.esma.europa.eu>; Harvard Business School Working Papers, Journal of Financial Economics <https://www.hbs.edu>; Yamori Nobuyoshi. Commodity Etf's in The Japanese Stock Exchanges. Journal of Advanced Studies in Finance, ISSN 2068-8393 <https://journals.aserspublishing.eu/jasf/article/view/45>. Issue Vol 2 No 1 (2011): JASF Volume II Issue 1(3) Summer; Yu Hsing. Impacts of Financial Stock Prices and Exchange Rates on the Demand for Money in Poland. South East European Journal of Economics and Business. Volume 2 issue 1 04 Mar 2008. University Hammond, USA.; C.Keller, M.Siegrist. Investing in Stocks: The influence of financial risk attitude and values-related money and stock market attitude. Journal of Economic Psychology, Volume 27, Issue2, April 2006, Pages 285-303.; B.Nejla. Book-to-market equity and size as determinants of returns: evidence from the tunisian stock exchange. Современная экономика: проблемы, тенденции, перспективы, № 8, 2013. University of Manouba, ESC (High School of Business), (Tunisia).; Chan L.K.C, Y.Hamao, J.Lakonishok Fundamentals and Stock Returns in Japan' The Journal of Finance, vol. 46, No. 5, December 2010, pp. 1739- 1764, DOI 10.1111/j.1540-6261.1991.tb04642.x.; F.Sekmen. Exchange rate volatility and stock returns for the U.S. African Journal of Business Management Vol. 5(22), pp. 9659-9664, 30 September, 2011 <http://www.academicjournals.org/AJBM> DOI: 11.5897/AJBM11.649. Academic Journals Faculty of Economics and Administrative Science, Sakarya University, 54187-Sakarya, Turkey.; M.Ezazi, S.Ketabi, S.Hosseini. Ranking Stock Exchange Companies With a Combined Approach Based on FAHP-FTOPSIS Financial Ratios and Comparing Them With Tehran Stock Exchange Rankings. International Journal of Business and Development Studies Vol. 7, No. 1, (2015) pp 63-75. University of Sistan and Baluchestan, Iran.; S. Jabbarzadeh, B. Kavasi, M. Motavassel. The effects of outside board on firm value in Tehran Stock Exchange from the perspective of information transaction costs. Int. J. Industrial Mathematics (ISSN 2008-5621) Vol. 5, No. 4, 2013 Article ID IJIM-00361, 11 pages. <http://ijim.srbiau.ac.ir/>; A. Ellul, H. Shin, I. Tonks. Opening and closing the market: evidence from the london stock exchange. Journal of Financial and Quantitative Analysis. Volume 40, Issue 4 December , pp. 779-801. School of Business Administration, University of Washington.; Y. Nishimura, Harvard Business School Working Papers, Journal of Financial Economics <https://www.hbs.edu>

Данные организации играют важную роль в укреплении институциональной основы рынка ценных бумаг, совершенствовании системы регулирования и формировании стратегических направлений защиты прав инвесторов. В частности, тот факт, что научные исследования проводятся такими авторитетными организациями, как Международная организация комиссий по ценным бумагам (IOSCO), Организация экономического сотрудничества и развития (ОЭСР), Группа Всемирного банка (World Bank Group), Банк международных расчетов (BIS), Европейская организация по ценным бумагам и рынкам (ESMA), свидетельствует об актуальности данной диссертационной работы.

IOSCO - основная международная организация, регулирующая рынки ценных бумаг во всем мире, которая работает над обеспечением прозрачности, эффективности и справедливого отношения к рынкам ценных бумаг для инвесторов. Данная организация регулярно готовит исследовательские и аналитические отчеты о новых тенденциях, финансовых инновациях, рисках и политике регулирования на рынке ценных бумаг; OECD (Организация экономического сотрудничества и развития) проводит углубленные научные исследования в области корпоративного управления, защиты инвесторов, повышения эффективности рынков капитала и развития рынков ценных бумаг. «Принципы корпоративного управления OECD, разработанные OECD, являются одним из важнейших нормативных документов на международном уровне и интегрированы в национальное законодательство многих стран; Всемирный банк реализует практические и научные проекты, направленные на развитие рынков ценных бумаг и совершенствование финансовых систем. Он активно участвует в разработке диагностических исследований, технической помощи и стратегических рекомендаций по развитию рынков капитала, особенно в развивающихся странах.

На сегодняшний день ведущие ученые-экономисты престижных учебных заведений и организаций по всему миру проводят углубленные исследования по развитию рынка ценных бумаг. Данные исследования направлены на совершенствование рыночных механизмов, улучшение инвестиционного климата, развитие корпоративного управления и оптимизацию регуляторной политики. В Гарвардском университете в США Luigi Zingales, Malcolm Baker и другие экономисты из разных развитых стран, такие как Y. Nobuyoshi, Yu. Hsing, C. Keller, M. Siegrist, B. Nejla, L.K.C. Chan, Y. Hamao, J. Lakonishok, F. Sekmen, M. Ezazi, S. Ketabi, S. Hosseini, S. Jabbarzadeh, B. Kavasi, M. Motovassel, A. Ellul, H. Shin, I. Tonks, Y. Nishumura, Y. Tsutsui, D. Grigoreva, M. Morozova, U. Sharp, G. Aleksandr, J.R. Xiks, Y. Mirkin, D. Stauffer, D. Sornetti, M. Bartolozzi, B. B. Leinveber, A.V. Tomas и другие ученые изучали данные вопросы в своих исследованиях.

Важное место рынка ценных бумаг в экономической системе, его содержание и перспективы развития подробно рассматривал в своих научных исследованиях японский ученый Y. Nobuyoshi. В своих исследованиях он

глубоко анализирует роль фондовых бирж в развитии рынка ценных бумаг, уделяя особое внимание современным тенденциям развития Токийской фондовой биржи. Ученый также подчеркивает необходимость повышения эффективности организованного рынка ценных бумаг за счет внедрения современных цифровых технологий.

Другая группа японских исследователей, Y. Nishimura и Y. Tsusui, в своих научных работах проанализировала процессы становления и развития международного рынка ценных бумаг. В частности, они подробно рассмотрели основные проблемы, возникающие в процессе развития международных фондовых бирж, уделив особое внимание препятствиям на этом пути и путям их преодоления.

Зарубежный ученый-исследователь В. Nejla в своем научном исследовании анализирует становление Тунисской фондовой биржи и ее место в экономике страны. Он подробно рассмотрел эффективность регулирования организованного рынка ценных бумаг посредством фондовых бирж и мобилизации финансовых ресурсов. По мнению исследователей, рынок ценных бумаг является одним из важных финансовых институтов, основанным на доверии и системно формирующимся, служащим для привлечения стабильных финансовых ресурсов<sup>33</sup>.

**Степень изученности проблемы.** Вопросы развития рынка ценных бумаг в Узбекистане и устранения существующих на нем проблем эффективными методами освещены в научных трудах ведущих ученых-экономистов нашей республики, таких как Ш.Шохазамий, И.Бутиков, А.Вахабов, Н.Жумаев, М.Хамидулин, У.Алиев, Х.Акрамов, В.Котов, Ф.Мирзаев, Ф.Мухамедов, Т.Ядгаров, Ж.Каримкулов, С.Элмирзаев, А.Шомиров, Г.Чинкулов, У.Халиков, Х.Худойкулов, Ш.Султанов, А.Ходжамуродов<sup>34</sup> и в научных работах других ученых-экономистов.

---

<sup>33</sup> Д. Григорьева. Влияние инфляции и курса валют на фондовый рынок. *Journal Modern problems of science and education*. – 2014. № 2. Peoples Friendship University of Russia; M. Morozova. Формирование региональных оптово-распределительных центров с использованием современных биржевых инструментов в Оренбургской области. *Региональная экономика: теория и практика*. 5 (2016). – S. 73-85. Оренбургский государственный аграрный университет; Alpina Publisher, 2002. – 583 s.; D. Stauffer, D. Sornette. Self-organized percolation model for stock market fluctuations. *Physica A: Statistical Mechanics and its Applications*. Volume 271, Issues 3-4, 15 September. – P. 496-506. <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0378437199002903>; M. Bartolozzi, D. B. Leinweber, A. W. Thomas. Self-organized criticality and stock market dynamics: an empirical study. *Physica A: Statistical Mechanics and its Applications*. Volume 271, Issues 3-4, 15 September 1999. – P. 496-506. <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0378437199002903?via%3Dihub>. Nobuyoshi Y. Commodity Efts in The Japanese Stock Exchanges. *Journal of Advanced Studies in Finance*, ISSN 2068-8393 <https://journals.aserspublishing.eu/jasf/article/view/45>. Issue Vol 2 No 1 (2019); JASF Volume II Issue 1(3) Summer 2019. Y. Nishimura, Y. Tsusui. Do international investors cause stock market spillovers? Comparing responses of cross-listed stocks between accessible and inaccessible market. *Economic Modelling*, Volume 69, January 2018. – P. 237-248. B. Nejla. Book-to-market equity and size as determinants of returns: evidence from the tunisian stock exchange. *Современная экономика: проблемы, тенденции, перспективы*, № 8, 2013. p 45. University of Manouba, ESC (High School of Business), (Tunisia).

<sup>34</sup> Shoxa'zamiy Sh. Sh. Биржевая деятельность. Учебник. – Т.: Ilm Ziyo, 2006. – 288 s.; Butikov I. Qimmatli qog'ozlar bozori. Darslik. – Т.: Konsauditinform, 2001. – 496 b.; Vaxabov A.V., Jumayev N.X., Hoshimov E.A. Jahon moliyaviy-iqtisodiy inqirozi: sabablari, xususiyatlari va iqtisodiyotga ta'sirini yumshatish yo'llari. – Т.: Akademnashr, 2009. – 141 b.; Xamidulin M.B. Развитие финансового механизма корпоративного управления. – Т.: Moliya, 2008. – 204 s.; Aliyev U.M. Пути совершенствования функционирования инфраструктуры рынка

В исследованиях данных ученых-экономистов всесторонне изучены этапы становления рынка ценных бумаг, его экономическая сущность, классификация и функциональные особенности. Их исследования охватывают тенденции развития рынка ценных бумаг, современные тенденции на мировых рынках капитала, стратегические подходы к формированию и совершенствованию рыночной инфраструктуры. В частности, отдельно изучается необходимость развития фондовых бирж, клиринговых и расчётных систем, депозитарной деятельности в соответствии с мировыми стандартами как институциональной структуры рынка ценных бумаг. При этом одним из важных направлений исследований признано влияние цифровых технологий и финансовых инноваций на деятельность участников рынка. Кроме того, данные исследования содержат глубокий анализ формирования рынка ценных бумаг в Узбекистане, современного состояния биржевой деятельности, институциональных реформ и динамики развития, а также в них представлены разработанные практические рекомендации по более эффективному развитию национального рынка капитала.

В свою очередь, актуальность вопросов развития рынка ценных бумаг в Узбекистане, необходимость разработки научно-практических предложений и рекомендаций послужили основанием для выбора темы настоящего научного исследования.

**Связь темы диссертации с планами научно-исследовательской работы высшего образовательного учреждения, где выполнена диссертация.** Данное диссертационное исследование выполнено в соответствии с планом научно-исследовательских работ Ташкентского государственного экономического университета в рамках темы “Научные основы координации финансовой, банковской и учетной систем в условиях модернизации экономики”.

**Целью исследования** является разработка предложений и рекомендаций по развитию рынка ценных бумаг в Узбекистане.

---

ценных бумаг: автореферат дисс... к.е.н. – Т., 2008. – 19 с.; Akromov X.M. O‘zbekiston Respublikasi qimmatli qog‘ozlar bozorining rivojlanishiga makroiqtisodiy siyosatning ta’siri: i.f.n.diss. avtoreferati. – Т., 2010. – 22 б.; Котов В.А. Организация рынка ценных бумаг. – Т.: Moliya, 2007. – 23 с.; Mirzaev F.I. Moliya bozori operatsiyalari risklarini baholash usullari (qimmatli qog‘ozlar misolida): i.f.n. ...diss. avtoreferati. – Т., 2002. – 20 б.; Muxamedov F.T. O‘zbekistonda qimmatli qog‘ozlar bozori savdo tizimlarini rivojlantirish yo‘nalishlari. Iqt. fan. dokt. (DSc) diss. avtoref. – Т., 2019. – 60 б.; Ядгаров Т.Д. Депозитарная система рынка корпоративных ценных бумаг и ее интеграция в международный рынок капитала: автореферат дисс... к.е.н. – Т., – 20 с.; Karimqulov J.I. O‘zbekiston iqtisodiyotida qimmatli qog‘ozlar bozori rolini oshirish yo‘llari: i.f.n. ...diss. avtoref. – Т., 2012. – 22 б.; Элмирзаев С.Е. и др. Финансовый рынок. Учебник. – Т.: “Иқтисод-молия”, 2019. – 400 с.; Shomirov A.A. Aksiyadorlik jamiyatlar moliyaviy resurslarini boshqarish samaradorligini oshirish yo‘llari: iqt. fan. bo‘yicha fals. dokt. (PhD) diss. avtoref. – Т., 2019. – 28 б.; Chinqulov Q.R. Aksiyadorlik jamiyatlarini korporativ qimmatli qog‘ozlar orqali moliyalashtirishni takomillashtirish: iqt. fan. bo‘yicha fals. dokt. (PhD) diss. avtoref. – Toshkent, 2019. – 30 б.; Xalikov U.R. O‘zbekistonda fond bozori orqali investitsion faoliyatni moliyalashtirishni takomillashtirish: iqt. fan. bo‘yicha fals. dokt. (PhD) diss. avtoref. – Т., 2017. – 24 б.; Xudoyqulov X.X. Fond bozori aktivlarini baholash mexanizmini takomillashtirish: iqt. fan. bo‘yicha fals. dokt. (PhD) diss. avtoref. – Т., 2018. – 24 б.; Sultonov Sh.N. O‘zbekistonda fond bozorini rivojlantirish yo‘llari: iqt. fan. bo‘yicha fals. dokt. (PhD) diss. avtoref. – Т., 2020. – 24 б.; Xo‘jamurodov A.J. Iqtisodiyotni modernizatsiyalash sharoitida fond bozori infratuzilmasini takomillashtirish: iqt. fan. bo‘yicha fals. dokt. (PhD) diss. avtoref. – Т., 2019. – 26 б.

**Задачи исследования** состоят в следующих:

- изучение возникновения и становления рынка ценных бумаг;
- классификация и характеристика структуры рынка ценных бумаг и его основных функций;
- освещение правовых основ регулирования рынка ценных бумаг;
- анализ тенденций развития рынка ценных бумаг в нашей стране;
- систематическая группировка факторов, влияющих на рынок ценных бумаг в Узбекистане, и оценка степени их влияния;
- анализ показателей рынка ценных бумаг в зарубежных странах и состояния их развития;
- изучение существующих проблем в развитии рынка ценных бумаг в нашей стране и разработка предложений и рекомендаций по их устранению;
- обоснование возможностей использования передового зарубежного опыта в совершенствовании деятельности рынка ценных бумаг;
- оценка влияния рынка ценных бумаг на макроэкономическую стабильность и инвестиционную активность;
- определение направлений совершенствования функционирования рынка ценных бумаг в Узбекистане и разработка на их основе научно обоснованных предложений и практических рекомендаций.

**Объектом исследования** является рынок ценных бумаг Республики Узбекистан.

**Предметом исследования** являются экономические отношения, возникающие в процессе развития рынка ценных бумаг в Узбекистане.

**Методы исследования.** В диссертации использованы методы группировки, сравнительного сравнения, индукции, дедукции, наблюдения, теоретико-практического анализа, синтеза, а также коэффициентного и эконометрического моделирования.

**Научная новизна исследования** состоит в следующем:

предлагается, чтобы государственные предприятия с долей государства 50 процентов и более, привлекали часть своих совокупных средств или не менее 5 процентов своих кредитов в финансовом году путем размещения корпоративных облигаций на организованных торгах ценными бумагами на местном рынке капитала;

предлагается, чтобы после публичного размещения на фондовом рынке акций предприятий с долей государства 50 процентов и более, не менее 30 процентов чистой прибыли этих предприятий направлялось на выплату дивидендов в течение минимум 7 лет;

предлагается разрешить юридическим лицам-нерезидентам, реализующим (покупающим) ценные бумаги на организованных торгах, открывать счета в национальной валюте в коммерческих банках Республики Узбекистан;

предлагается создать возможность для иностранных инвесторов (признанных иностранных банков, в том числе банков-кастодианов) осуществлять первичную дилерскую деятельность на рынке государственных ценных бумаг;

предлагается, чтобы центральный депозитарий выплачивал владельцам ценных бумаг доходы по ценным бумагам на основании договора, заключаемого между эмитентом и центральным депозитарием.

**Практические результаты исследования** заключаются в следующем:

выпуск и обращение корпоративных облигаций, а также установление стоимости облигаций в иностранной валюте и разрешение производить платежи в этой валюте, создали возможность для иностранных инвесторов осуществлять платежи в иностранной валюте, усовершенствовалось осуществление взаиморасчетов;

в результате предоставления юридическим лицам-нерезидентам, реализующим (покупающим) ценные бумаги на организованных торгах, возможности открывать счета в национальной валюте в коммерческих банках Республики Узбекистан, создана возможность открытия счетов в национальной валюте для инвесторов-нерезидентов, а также упрощен процесс их выхода на рынок ценных бумаг Узбекистана;

в результате внедрения практики заключения с акционерными обществами договоров о выплате дивидендов акционерам через мобильное приложение Центрального депозитария, дивиденды акционерам были выплачены через данное мобильное приложение;

увеличение объемов торговли корпоративными облигациями на организованном рынке было достигнуто за счет предоставления государственным предприятиям возможности привлекать часть своих средств за счет продажи корпоративных облигаций;

увеличение размера дивидендов, выплачиваемых по акциям предприятий с государственным участием, достигнуто за счет направления определенной части их чистой прибыли на дивиденды;

благодаря поддержке открытия счетов в национальной валюте юридическим лицам-нерезидентам достигнуто дальнейшее развитие инвестиционный потенциал страны, увеличился приток инвестиций, повысилась конкурентоспособность рынка ценных бумаг страны.

**Достоверность полученных результатов исследования** обусловлена целесообразностью использованных в исследовании методологических подходов и методов, получением использованной в нем информации из официальных источников, использованием конкретных нормативных актов и экономических нормативов, а также практических данных из отчетов Центрального депозитария ценных бумаг, Национального агентства по перспективным проектам, Республиканской фондовой биржи «Ташкент» и Национального комитета по статистике, а также основанностью их на эконометрическом анализе.

**Научная и практическая значимость результатов исследования.** Научная значимость диссертационной работы направлена на определение устойчивости рынка ценных бумаг, совершенствование стратегических направлений его развития и теоретико-методологических подходов, направленных на повышение его роли в экономике. Полученные результаты

могут быть использованы в будущих специальных исследованиях и послужат научной основой для процесса глубокого реформирования рынка ценных бумаг.

Практическая значимость результатов исследования заключается в том, что разработанные научные предложения и практические рекомендации могут быть использованы для повышения роли рынка ценных бумаг в развитии экономики страны, а материалы диссертации могут быть использованы при совершенствовании и преподавании учебных программ дисциплин «Корпоративные финансы», «Рынок ценных бумаг» и «Биржевое дело» в высших учебных заведениях, а также при разработке мер по развитию рынка ценных бумаг.

**Внедрение результатов исследования.** На основе разработанных научных предложений и практических рекомендаций по развитию рынка ценных бумаг в Республике Узбекистан:

предложение о привлечении части от осовокупного объема средств или минимум 5 процентов кредита, привлеченного государственными предприятиями с долей государства 50 процентов и более в финансовом году, путем размещения корпоративных облигаций на организованных торгах ценными бумагами на местном рынке капитала использовано при разработке «Дорожной карты развития рынка капитала на 2023-2025 годы», утвержденной Постановлением Президента Республики Узбекистан от 2 сентября 2023 года №ПП-291 «О дополнительных мерах по развитию рынка капитала» (справка Агентства по управлению государственными активами Республики Узбекистан № 03/09-1-17/1787 от 1 мая 2025 года). В результате по итогам 2024 года достигнут рост объемов торгов в сегменте рынка корпоративных облигаций РФБ «Ташкент», считающейся организованной торговой системой фондового рынка;

предложение о направлении минимум 30 процентов чистой прибыли предприятий с долей государства 50 процентов и более на выплату дивидендов в течение не менее 7 лет после размещения акций этих предприятий на фондовом рынке путем публичного предложения использовано при разработке пункта 5 Постановления Президента Республики Узбекистан от 2 сентября 2023 года №ПП-291 (справка Агентства по управлению государственными активами Республики Узбекистан № 03/09-1-17/1787 от 1 мая 2025 года). В результате дивиденды, выплаченные государственными предприятиями в 2023 году, составили 26 017 млрд.сумов, что на 16,9 процента больше, чем в предыдущем году;

предложение о предоставлении возможности юридическим лицам-нерезидентам, реализующим (покупающим) ценные бумаги на организованных торгах, открывать счета в национальной валюте в коммерческих банках Республики Узбекистан, использовано при разработке отдельных правил деятельности и операций иностранных участников рынка капитала в рамках специального правового режима «Регулятивная песочница», утвержденных приложением 2 к постановлению Президента Республики Узбекистан от 2 сентября 2023 года №ПП-291 (справка Агентства по управлению государственными активами Республики Узбекистан № 03/09-1-17/1787 от 1 мая

2025 года). В результате за счет поддержки открытия счетов в национальной валюте юридическим лицам-нерезидентам получил дальнейшее развитие инвестиционный потенциал страны, увеличился приток инвестиций, повысилась конкурентоспособность рынка ценных бумаг;

предложение о создании возможности для иностранных инвесторов (признанных иностранных банков, в том числе банков-кастодианов) осуществлять первичную дилерскую деятельность на рынке государственных ценных бумаг, использовано при разработке «Дорожной карты по развитию рынка капитала на 2023-2025 годы», утвержденной постановлением Президента Республики Узбекистан от 2 сентября 2023 года №ПП-291 «О дополнительных мерах по развитию рынка капитала» (справка Агентства по управлению государственными активами Республики Узбекистан № 03/09-1-17/1787 от 1 мая 2025 года). В результате удалось создать возможность для иностранных инвесторов осуществлять первичную дилерскую деятельность на рынке государственных ценных бумаг, развивать местный рынок и укреплять отношения с иностранными инвесторами;

предложение о выплате доходов по ценным бумагам владельцам ценных бумаг центральным депозитарием на основании договора, заключаемого между эмитентом и центральным депозитарием, использовано при разработке Положения «О порядке выплаты доходов по ценным бумагам (дивидендов, процентов) через АО «Центральный депозитарий ценных бумаг» и (или) инвестиционных посредников», зарегистрированного в Министерстве юстиции Республики Узбекистан 28 июня 2024 года за № 3523 (Центральный депозитарий ценных бумаг, регистрационный номер 1 от 3 апреля 2025 года). В результате были достигнуты своевременная и полная выплата доходов инвесторам, более высокая степень защиты прав инвесторов, а по итогам 2023 года объем выплат, проведенных через Центральную депозитарную систему, достиг 1,1 трлн.сумов.

**Апробация результатов исследования.** Результаты данного исследования прошли обсуждение на 7 научно-практических конференциях, из которых 2 республиканские и 5 международных научно-практических конференций.

**Опубликованность результатов исследования.** Всего по теме диссертации опубликовано 23 научные работы, включая 1 монографию, 12 научных статей в отечественных научных журналах, рекомендуемых Высшей аттестационной комиссией Республики Узбекистан для публикации основных научных результатов докторских диссертаций и 4 статьи в зарубежных журналах.

**Структура и объем диссертации.** Структура диссертационной работы состоит из введения, четырех глав, заключения, списка использованной литературы. Объем исследования составляет 225 страниц.

## ОСНОВНОЕ СОДЕРЖАНИЕ ДИССЕРТАЦИИ

Во **введении** диссертации обоснованы актуальность и значение исследования, определены его цель и основные задачи, объект и предмет

диссертации показано соответствие приоритетным направлениям развития науки и технологий в республике, представлен обзор зарубежных исследований по теме диссертации и степень изученности проблемы, обоснована научная новизна и изложены практические результаты, раскрыты научное и практическое значение полученных результатов, представлены данные о внедрении результатов исследования, а также приведены сведения об опубликованных работах и структуре диссертации.

В первой главе диссертации **«Научно-теоретические и методологические основы развития рынка ценных бумаг»** рассматриваются научно-теоретические взгляды на устойчивость рынка ценных бумаг и рост объёмов торгов на фондовой бирже, представлены показатели, характеризующие устойчивость рынка ценных бумаг, и их сравнительная характеристика, а также методологические основы устойчивости рынка ценных бумаг. С научной точки зрения зарубежными и отечественными учёными-экономистами проведены научные исследования устойчивости рынка ценных бумаг и методологических основ её обеспечения, а также сформулированы обоснованные научные выводы.

Согласно историческим данным, «первые товарные биржи были созданы в Антверпене в 1531 году, в Лондоне - в 1566 году и в Амстердаме - в 1608 году. По мере расширения деятельности товарных бирж от них отделились отдельные сферы и стали формироваться отдельные сегменты рынка, где осуществлялась торговля только отдельными видами специализированных товаров - ценными бумагами. Первоначально эти сегменты функционировали как структурные подразделения товарных бирж, но со временем, с ростом объёма валютных операций и широким распространением обращения коммерческих векселей, образовались отдельные финансовые институты - фондовые биржи. Именно они позволили централизованно и систематически осуществлять торговлю ценными бумагами»<sup>35</sup>.

В связи с поиском крупными инвесторами, обладающими значительными финансовыми ресурсами, возможности эффективного инвестирования средств оказались в центре их внимания. В результате фондовые биржи ещё больше укрепили свои позиции в экономической сфере. Кроме того, выпуск ценных бумаг крупными производственными предприятиями для финансирования своих нужд, их активная реализация на рынке и увеличение объёмов торгов внесли положительный вклад в деятельность фондовых бирж. Подобная ситуация дала толчок формированию и бурному развитию рынка ценных бумаг. Научно-теоретические взгляды зарубежных учёных на формирование и развитие рынка ценных бумаг и его организационной формы - биржевой торговли – отражают различные подходы (таблица 1).

В этой связи важными научными основами считаются мнения, высказанные учеными-экономистами из развитых стран, таких как США, Франция, Германия, Япония и др.

---

<sup>35</sup>Butikov I.L. Qimmatli qog'ozlar bozori. Darslik. – T.: Konsauditform, 2001. – 289 b.

Таблица 1

**Мнения зарубежных ученых о научных и практических основах рынка ценных бумаг<sup>36</sup>**

| Зарубежные экономисты                                                                | Теоретические взгляды на рынок ценных бумаг (биржу), содержание научных исследований                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
|--------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Y. Nobuyoshi</b><br>Нагойский университет (Япония)                                | Фондовые биржи выступают основной институциональной структурой рынка ценных бумаг. Они служат механизмом финансовой трансформации, позволяющим координировать значительные объёмы инвестиционных ресурсов и направлять их в реальный сектор экономики.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |
| <b>D. Stauffer</b><br>Университет Кёльна (Германия)                                  | Совершенствование организационной структуры рынка ценных бумаг, а также обеспечение открытости и достоверности статистической информации позволяет существенно повысить уровень интеграции этого рынка в международные финансовые системы. В частности, в этом направлении анализ рыночной статистики и волатильности на основе модели “Cont–Bouchaud”, выявление перспективных динамических тенденций, а также разработка прогнозов с использованием методов кластеризации имеют существенное научное и практическое значение в стратегическом развитии рынка ценных бумаг.           |
| <b>D. Sornette</b><br>Университет Nays-Sofiya Antipolis, (Франция)                   |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |
| <b>Fuat Sekmen</b><br>Университет Sakarya (Турция)                                   | В своей научной работе исследователь провел углубленный анализ 28-летней активности фондового рынка США с 1980 по 2008 год. В ходе анализа изучалась динамика рынка на основе авторегрессионных скользящих квадратичных моделей (ARMA) и оценивалось влияние изменения валютных курсов на активность фондовых бирж.                                                                                                                                                                                                                                                                    |
| <b>Andrew Ellul</b><br>Университет Индианы (США)                                     | Торговые операции на рынке ценных бумаг, как правило, организованы на основе бирж и отличаются высокой организованностью. На таких организованных финансовых рынках ликвидность ресурсов высока, а торговые процессы характеризуются высокой степенью надежности. В этом процессе фондовые биржи занимают центральное место и признаются главной движущей силой рынка ценных бумаг, то есть главным механизмом и рычагом управления. <i>(В исследованиях этих экономистов проанализирована роль Лондонской фондовой биржи на рынке ценных бумаг и тенденции ее совершенствования.)</i> |
| <b>Hyun Song Shin</b><br>Банк международных расчетов (BIS) (Швейцария)               |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |
| <b>Ian Tonks</b><br>Университет Бристоля (Великобритания)                            |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |
| <b>Д. Григорьева</b><br>Российский университет дружбы народов (Российская Федерация) | Рынок ценных бумаг (в частности, фондовые биржи) признан важным финансовым институтом, обеспечивающим эффективное распределение финансовых ресурсов и их свободное движение в экономике. Однако развитие этого рынка в странах Центральной Азии сталкивается с рядом препятствий и сдерживающих факторов по сравнению с международным опытом. Это обусловлено, главным образом, недостаточно развитым инвестиционным климатом и нехваткой финансовых ресурсов.                                                                                                                         |

Экономисты развитых зарубежных стран широко освещали в своих научных исследованиях вопросы актуальности и становления рынка ценных

<sup>36</sup> Составлено автором.

бумаг, подробно изучали и анализировали роль этого рынка в экономическом развитии. С помощью различных методов экономического моделирования ими была обоснована функциональная значимость этого рынка и сделаны соответствующие научные выводы.

В частности, по мнению одного из учёных-экономистов нашей республики И. Бутикова, «Рынок ценных бумаг представляет собой систему отношений между физическими и юридическими лицами, связанных с выпуском, обращением и погашением ценных бумаг. В свою очередь, И.Бутиков подразделяет рынок ценных бумаг на два основных вида: организованный и неорганизованный рынок ценных бумаг. В своем исследовании ученый отмечает, что «организованный рынок ценных бумаг - сфера обращения ценных бумаг, в которой операции с ценными бумагами регулируются мерами и условиями, устанавливаемыми организатором торговли ценными бумагами для участников этих операций». Ученый также отметил, что как институциональная структура организованного рынка ценных бумаг «фондовая биржа в классическом виде представляет собой постоянно действующий оптовый рынок ценных бумаг высшего качества, организованный профессиональными участниками, имеющий определенные принципы торговли и допуск к торговле ценными бумагами и брокеров». Фондовые биржи исторически были, в некотором смысле, движущей силой рынка ценных бумаг. Важно отметить, что учёный развил эту идею и шире рассмотрел биржи как основную структуру рынка ценных бумаг, заявив, что «Биржа - это организованный рынок, и только ценные бумаги структур со стабильным финансовым положением и перспективами развития свободно допускаются к торгам на фондовом рынке во всём мире». В дополнение к вышеперечисленным моментам И.Бутиков подчеркивает, что фондовая биржа – «это специально организованный рынок ценных бумаг, он имеет длительную историю развития, и за более чем четыреста лет менялись как форма организации биржевой торговли ценными бумагами, так и роль биржи в экономической и политической жизни общества»<sup>37</sup>.

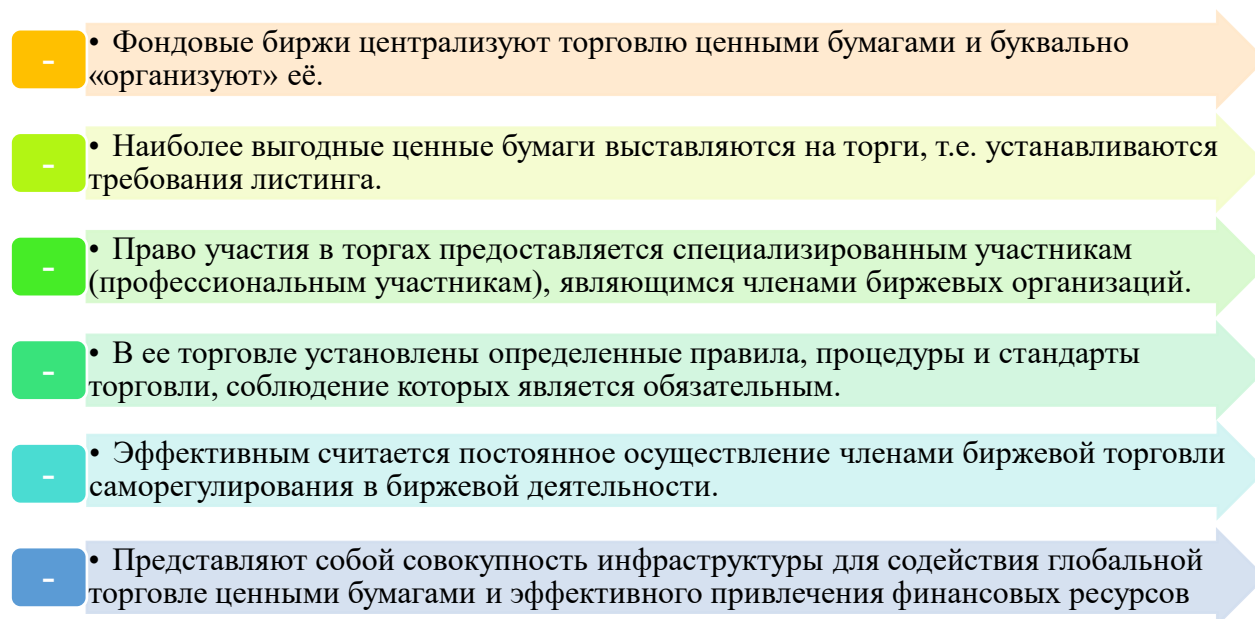
Кроме того, один из ученых, много лет занимающийся исследованиями в области развития рынка ценных бумаг, профессор Ш.Шохазами, акцентировал свое внимание на принципе работы фондовых бирж, составляющих основу организованного рынка ценных бумаг. По его мнению, «биржи можно признать целостной инфраструктурной торговой площадкой, создающей равные условия для всех участников (профессиональных участников), функционирующей на основе четких регламентов и строго определенных правил, а также имеющей принципы, обеспечивающие добровольность совершения сделок»<sup>38</sup>.

Первые фондовые биржи, действовавшие в период становления рынка ценных бумаг, отличались своими организационными и функциональными особенностями. К ним относятся следующие:

---

<sup>37</sup>I.Butikov. Qimmatli qog'ozla rbozori. Darslik. – T.: Konsauditinform, 2001.

<sup>38</sup>Шоҳаъзамий Ш.Ш. Финансовый рынок и ценные бумаги. Книга II, Т.: “Иқтисод-молия”, 2005. – 321б.



### Рисунок 1. Основные особенности фондовых бирж<sup>39</sup>

Операции, осуществляемые через биржи, укрепляют доверие между участниками рынка и позволяют централизовать и регулировать торговые процессы. Анализируя и обобщая научные мнения зарубежных и отечественных ученых-экономистов по данному вопросу, в качестве основных отличительных особенностей “из основных характеристик классического фондового рынка и современного рынка ценных бумаг можно отметить следующие:

осуществление деятельности в соответствии с установленными законами и правилами в области организации торговли ценными бумагами;

создание прозрачных, равномерных и справедливых условий для эмитентов и инвесторов;

создание возможностей для свободного ценообразования на основе спроса и предложения;

обеспечение в осуществлении сделок участия профессиональных посредников – брокеров и дилеров;

повышение ликвидности и увеличение оборачиваемости активов на основе рыночных механизмов;

обеспечение прозрачности информации и равных условий для всех участников”<sup>40</sup>. В этой связи развитие фондовых бирж является одним из важных факторов формирования инфраструктуры рынка ценных бумаг, а ее создание занимает особое место как института, улучшающего инвестиционный климат и способствующего экономическому росту.

Во второй главе диссертации «Анализ развития рынка ценных бумаг в Узбекистане» анализируются возможности акционерных обществ по увеличению объемов выпуска высоколиквидных ценных бумаг путем открытой подписки. Очевидно, что непропорционально большая разница между двумя

<sup>39</sup> Составлено автором на основе результатов исследований.

<sup>40</sup> Сформулировано автором в результате анализа научных мнений зарубежных и отечественных экономистов.

крупнейшими сегментами рынка ценных бумаг Узбекистана – неорганизованным и организованным рынками ценных бумаг – значительна. Эта разница даёт возможность увидеть проблемы в их деятельности и разработать предложения по их практическому решению посредством сравнительного анализа взаимного развития двух рынков.

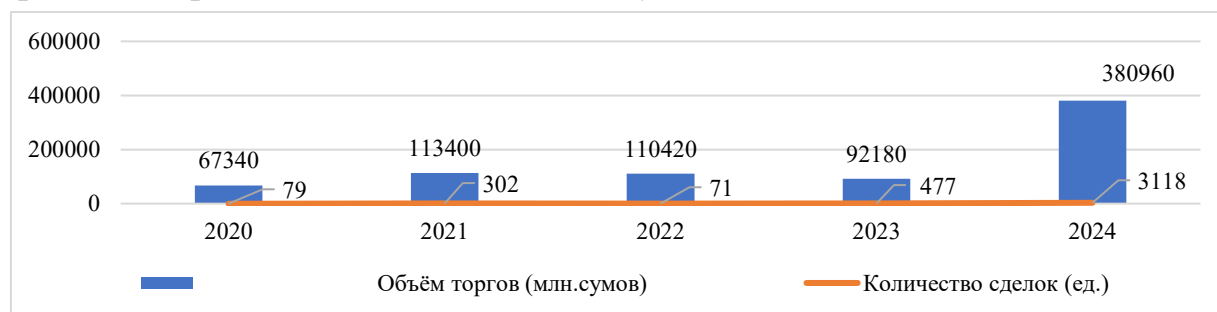
**Таблица 2**

**Основные показатели рынка акций<sup>41</sup>**

|                                                   | 2020   | 2021    | 2022    | 2023    | 2024     |
|---------------------------------------------------|--------|---------|---------|---------|----------|
| <b>Объем торгов (млн.сумов)</b>                   | 510800 | 1147110 | 4705790 | 2620570 | 19182120 |
| <b>Средний дневной объем торгов (млн.сумов)</b>   | 2003   | 4588    | 19052   | 10567   | 77347    |
| <b>Средний объем одной сделки (млн.сумов)</b>     | 14,2   | 16,1    | 58,4    | 6,4     | 43,2     |
| <b>Количество сделок (единиц)</b>                 | 35983  | 71187   | 80652   | 411393  | 443849   |
| <b>Средний дневной показатель сделок (единиц)</b> | 141    | 285     | 327     | 1659    | 1790     |

Основные показатели фондового рынка за 2020-2024 годы показывают, что за пятилетний период на фондовом рынке Узбекистана наблюдался значительный рост и структурные изменения. Активизация процессов первичного публичного размещения акций (IPO) связана с ростом крупных сделок через платформу FoP (Free of Payment), внедрением цифровых торговых площадок, в частности, приложения jet.uz. В частности, в 2022 году средний размер сделки составил 58,4 млн. сумов, тогда как в 2023 году этот показатель снизился до 6,4 млн. сумов, а в 2024 году увеличился до 43,2 млн. сумов.

В результате привлечения государственными предприятиями с долей государства 50 процентов и более части своих общих средств или не менее 5 процентов кредита в финансовом году путем размещения корпоративных облигаций на организованных торгах ценными бумагами на местном рынке капитала объем торгов в сегменте рынка корпоративных облигаций Фондовой биржи «Ташкент», считающегося организованной торговой системой фондового рынка, по итогам 2024 года увеличился.



**Рисунок 2. Анализ динамики развития рынка облигаций на Республиканской фондовой бирже «Ташкент»<sup>42</sup>**

<sup>41</sup> Использованы данные официального сайта Республиканской фондовой биржи «Ташкент» <https://uzse.uz/>.

<sup>42</sup> Использованы данные официального сайта Республиканской фондовой биржи «Ташкент» <https://uzse.uz/>.

Данный показатель свидетельствует о том, что в 2024 году объём торгов ценными бумагами на бирже резко вырос и составил 380,96 млрд. сумов, что более чем в четыре раза по сравнению с 2023 годом. Количество сделок также значительно увеличилось - с 79 в 2020 году до 3118 в 2024 году. Это свидетельствует о росте ликвидности и активности инвесторов на бирже. В то же время, это свидетельствует о том, что 2024 год стал переломным для рыночной активности.



**Рисунок 3. Структура иностранных долей в уставном фонде акционерных обществ<sup>43</sup>**

В ходе диссертационного исследования нами было предложено создать возможность для иностранных инвесторов (признанных иностранных банков, в том числе банков-кастодианов) осуществлять первичную дилерскую деятельность на рынке государственных ценных бумаг. Объём торгов на Республиканской фондовой бирже “Ташкент” в 2023 году составил 10,7 трлн. сумов, что на 22 процента больше по сравнению с 2022 годом. Данный рост достигнут за счет увеличения количества первичных дилеров на рынке и создания более благоприятных условий для международных инвесторов.

На основании данных настоящего рисунка очевидно, что по состоянию на конец 2024 года из 688 акционерных обществ 333 имели иностранные акции, что составляет 48,4 процента от общего числа акционерных обществ. Доля иностранных инвесторов составляет 9,9 трлн.сумов, что составляет 4,6 процента от общей доли. Наибольшая доля иностранных инвестиций приходится на Венгрию (3061,01 млрд.сумов), Великобританию (1879,49 млрд.сумов) и Казахстан (1371,05 млрд.сумов). Данный фактор свидетельствует о том, что эти страны лидируют по объёму инвестиций в акционерные общества в Узбекистане.

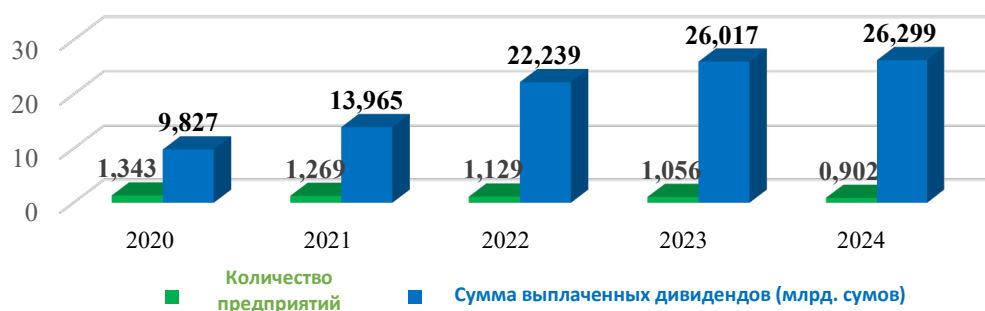
Волатильность рынка корпоративных облигаций обусловлена рядом факторов. В частности, существенное влияние на эту нестабильность оказывает сегментация торговых площадок, то есть разделение торговой

<sup>43</sup> <https://uzcsd.uz/api/Website/GetPdfById2682>

активности между профессиональными и крупными инвесторами, банками, институциональными участниками рынка и розничными (индивидуальными) инвесторами. В настоящее время анализ статистических данных о дивидендах является важным источником оценки эффективности, финансовой устойчивости и результативности деятельности государственных предприятий.

Полагаем целесообразным ввести практику выплаты не минимум 30 процентов чистой прибыли предприятий с долей государства в 50 процентов и более в виде дивидендов в течение не менее 7 лет после размещения акций этих предприятий на фондовом рынке путем публичного предложения<sup>44</sup>. Данный подход будет способствовать укреплению корпоративного управления в государственных предприятиях, повышению доверия инвесторов и развитию рынка капитала. В качестве практического примера установлено, что в 2023 году объем выплаченных государственными предприятиями дивидендов составил 26017 млрд. сумов, увеличившись на 16,9 процента по сравнению с 2022 годом. Это свидетельствует о постепенном совершенствовании дивидендной политики.

Дивидендные выплаты в государственный бюджет в результате деятельности государственных предприятий образуют важный финансовый ресурс в экономике. Объем дивидендов, выплачиваемых государственными предприятиями в течение 2020-2024 годов, демонстрировал устойчивые темпы роста, что свидетельствует о продолжающихся реформах корпоративного управления и повышении экономической стабильности в стране.



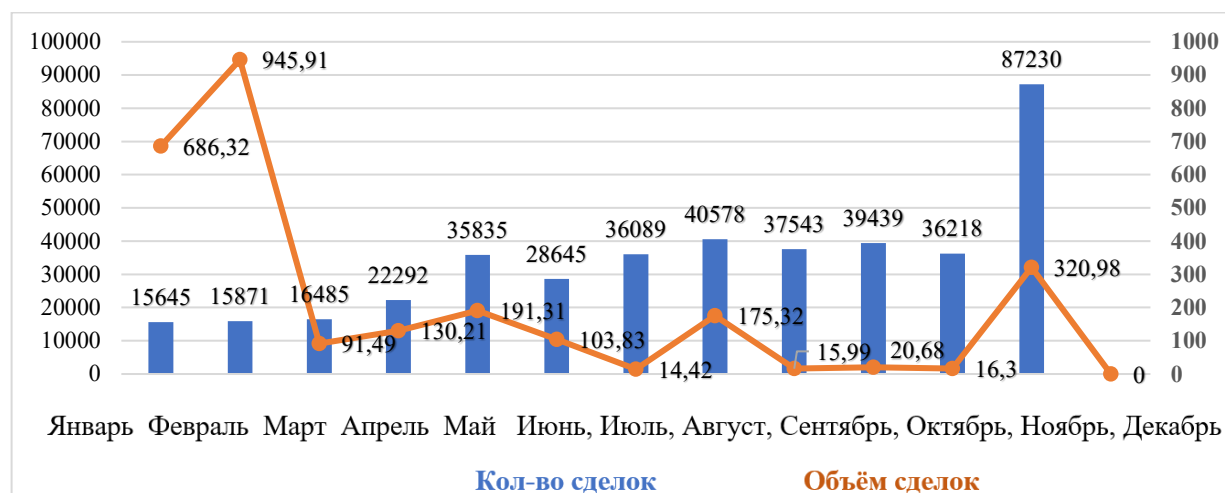
**Рисунок 4. Анализ динамики выплачиваемых дивидендов государственными предприятиями<sup>45</sup>**

В результате расширения возможности открытия в 2024 году нерезидентами в коммерческих банках нашей страны счетов в национальной валюте за счет предоставления возможности юридическим лицам-нерезидентам, реализующим (покупающим) ценные бумаги на организованных торгах, открывать счета в национальной валюте в коммерческих банках Республики Узбекистан, объем операций в национальной валюте увеличился на 15 процентов по сравнению с 2023 годом.

<sup>44</sup> <https://lex.uz/docs/6590025>

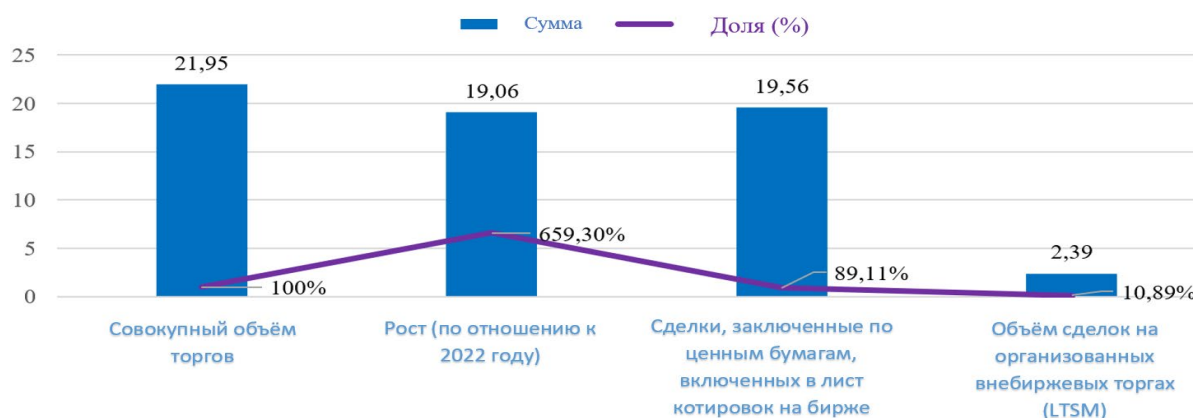
<sup>45</sup> Использованы данные с официального сайта Агентства по управлению государственными активами Республики Узбекистан <https://www.davaktiv.uz/>.

По итогам 2023 года на Республиканской фондовой бирже «Ташкент» зарегистрировано 411 870 торговых сделок на общую сумму 2,71 трлн.сумов. В сделках было задействовано 28,08 млрд.штук ценных бумаг 107 эмитентов (рисунок 4)



**Рисунок 5. Количество и объем заключенных сделок на Республиканской фондовой бирже «Ташкент» (млрд.сумов)<sup>46</sup>**

Исходя из данных, представленных на рисунке 5, можно сказать, что наибольшие торговые операции в 2023 году были зафиксированы в феврале, общий объем торгов в этом месяце достиг 945,91 млрд.сумов. В частности, 15 февраля максимальный дневной объем торгов составил 584,34 млрд.сумов. Напротив, наименьший объем сделок пришёлся на 16 марта, составив всего 70,80 млн.сумов. По количеству сделок наибольшая активность наблюдалась в декабре, когда в этот день было заключено 87 230 сделок. На этот результат также существенное влияние оказали торги в рамках IPO (первичного публичного размещения акций). Наибольшее количество торговых сделок было зафиксировано 18 декабря - 13 356, что в 8,04 раза превышает среднесуточное количество сделок, наблюдавшееся в течение года.



**Рисунок 6. Ключевые показатели торговли ценными бумагами<sup>47</sup>**

<sup>46</sup> Составлено автором на основе данных РФБ «Ташкент».

<sup>47</sup> Составлено автором на основе данных РФБ «Ташкент».

Общий объём торгов ценными бумагами по итогам 2023 года составил 21,95 трлн.сумов (1,71 млрд.долларов США). Данный показатель на 19,06 трлн.сумов больше, чем в 2022 году, и составил рост на 659,3 процента. Основная часть объема торгов – 19,56 трлн.сумов (т.е. 1,53 млрд.долларов США), или 89,11 процента от общего объема сделок, пришлась на сделки с ценными бумагами, допущенными к обращению на фондовой бирже.

Оставшаяся часть оборота – около 2,39 трлн.сумов – пришлась на сделки, проведенные через внебиржевую торговую площадку. Эти показатели свидетельствуют о развитии рынка ценных бумаг страны. В то же время, данный факт подтверждает, что существование внебиржевого рынка выступает в качестве альтернативной и гибкой формы торговых механизмов. Резкий рост рынка ценных бумаг в 2023 году, в частности, увеличение объёма торгов на 659,3 процента, свидетельствует об эффективности системных реформ, направленных на развитие рынка капитала страны. Тот факт, что значительная часть объёма торгов осуществлялась через ценные бумаги, обращающиеся на фондовой бирже, свидетельствует о росте доверия инвесторов к официальным и прозрачным торговым площадкам.

Несмотря на то, что за последние годы в законодательство, регулирующее рынок ценных бумаг, был внесен ряд изменений и дополнений, действующая нормативно-правовая база по-прежнему не в полной мере соответствует требованиям международной практики. Например, недостаточно развита четкая и стабильная нормативная база в отношении требований листинга, раскрытия информации эмитентами, а также отдельных норм, регулирующих деятельность инвестиционных фондов.

Неразвитость рыночной инфраструктуры является одним из основных факторов, сдерживающих расширение рынка капитала. В частности, по состоянию на 2024 год число участников фондового рынка (брокеров, дилеров, инвестиционных посредников и т. д.) составляет всего около 30-40, что в несколько раз меньше, чем в развитых странах. Еще одним важным показателем является капитализация рынка ценных бумаг и соотношение капитализации рынка ценных бумаг к ВВП страны.

**Таблица 3**

**Капитализация рынка ценных бумаг<sup>48</sup>**

| <b>Название страны</b> | <b>Объем капитализации<br/>(в млрд. долларов США)</b> | <b>По отношению к ВВП (%)</b> |
|------------------------|-------------------------------------------------------|-------------------------------|
| <b>Казахстан</b>       | 63,85                                                 | 21,8                          |
| <b>Узбекистан</b>      | 18,74                                                 | 16,7                          |
| <b>Россия</b>          | 513                                                   | 25                            |
| <b>Малайзия</b>        | 449                                                   | 93                            |
| <b>Германия</b>        | 2 044                                                 | 45                            |

<sup>48</sup> Подготовлено автором на основе информации со страниц <https://kase.kz/en/information/news/show/1535629?>, <https://www.ft.com/content/436cb4c6-822e-4b27-b79a-3b5a838e87e1>, <https://www.intellinews.com/moscow-exchange-spbx-report-record-trading-volumes-in-2024-amid-market-volatility-364646/>, <https://tradingeconomics.com/malaysia/market-capitalization-of-listed-companies-us-dollar-wb-data.html>, <https://www.ceicdata.com/en/indicator/germany/market-capitalization--nominal-gdp>.

На рисунке показан размер капитализации рынка ценных бумаг и его доля в ВВП страны по состоянию на 2024 год в Узбекистане и ряде развитых стран. Данные на рисунке можно проанализировать по двум основным показателям. Первый показатель - капитализация фондового рынка (в миллиардах долларов США), а второй - отношение капитализации фондового рынка к ВВП (в %).

Общая капитализация рынка ценных бумаг Узбекистана составила 18,74 млрд.долларов США, что эквивалентно 16,7% от ВВП страны. В последние годы такие реформы, как совершенствование рыночной инфраструктуры, публичное размещение акций государственных предприятий и увеличение выпуска облигаций, способствовали росту данного показателя. Однако рынок Узбекистана по-прежнему занимает низкие позиции на международной арене как по капитализации, так и по доле в ВВП страны.

Анализируемые нами данные охватывают период с 2017 по 2024 год. На основе выбранных данных был проведён эконометрический анализ временных рядов (time series). Мы использовали авторегрессионную модель ARDL с распределённым лагом Pesaran и Shinning для определения долгосрочных и краткосрочных взаимосвязей между произвольными и непроизвольными переменными. Удобство этой модели заключается в том, что она позволяет определить, имеют ли выбранные переменные долгосрочные и краткосрочные связи друг с другом и какие переменные окажут большее влияние в будущем.

Модель авторегрессионного распределенного лага (ARDL) использует тест на единичный корень для определения стационарного состояния переменных для эконометрического анализа. Основатели модели авторегрессионного распределенного лага (ARDL) Pesaran, Shin и Smit объяснили в своем исследовании, что выбранные переменные  $I(0)$  и  $I(1)$  коинтегрированы с нулевой и первой разностями соответственно. Основываясь на исследованиях этих ученых, мы проводим тест на единичный корень для этих переменных, чтобы провести эконометрический анализ.

**Таблица 4**

**Тест на единичный корень (unit root test)<sup>49</sup>**

| Тест на единичный корень (unit root test) |                                                   |                  |                                        |                  |
|-------------------------------------------|---------------------------------------------------|------------------|----------------------------------------|------------------|
| Переменные                                | Расширенный тест Dikki-Fuller (ADF) <sup>50</sup> |                  | Тест Fillips-Perron (PP) <sup>51</sup> |                  |
| Нулевая разница                           |                                                   |                  |                                        |                  |
|                                           | Неизменная величина<br>(constant)                 | Тренд<br>(trend) | Неизменная<br>величина<br>(constant)   | Тренд<br>(trend) |
| <i>lnsmt</i>                              | -5.102648***                                      | -5.893931***     | -5.059180***                           | -5.748644***     |
| <i>lnmi</i>                               | -5.588404***                                      | -5.795947***     | -5.627872***                           | -5.869160***     |
| Первая разница                            |                                                   |                  |                                        |                  |
| <i>dlnmc</i>                              | -9.440783***                                      | -9.413329***     | -19.80107***                           | -28.12305***     |
| <i>dalisc</i>                             | -10.74125***                                      | -10.70038***     | -32.60302***                           | -33.48394***     |

\*\*\* Обозначает статистическую значимость при 1%, \*\* указывает статистическую значимость при 5%, \* указывает статистическую значимость при 10%.

<sup>49</sup> Подготовлено автором с использованием программного обеспечения Yviews-12.0 на основе данных РФБ «Ташкент».

<sup>50</sup> Dickey, D. A.; Fuller, W. A. (1979). "Distribution of the Yestimators for Autoregressive Time Series with a Unit Root". Journal of the American Statistical Association. 74 (366): 427–431.

<sup>51</sup> Phillips, P.; Perron, P. (1988). "Testing for a Unit Root in Time Series Regression". Biometrika. 75 (2): 335–346.

Расширенные тесты Dikki-Fuller и Fillips-Perron показывают, что переменные  $dlncapital$   $I(1)$ ,  $dlnmc$  и  $I(1)$ ,  $dqmd$   $I(1)$  являются стационарными в первичной разности, в частности, в первом порядке, тогда как  $dlnsmt$   $I(0)$  и  $dmi$   $I(0)$  являются стационарными в нулевом порядке. Уровень достоверности результатов расширенных тестов Dikki-Fuller и Fillips-Perron составляет 95 процентов. Поскольку результаты анализа показывают, что статистическая значимость всех переменных достигает 5 процентов, уровень достоверности составляет 95 процентов. В соответствии с природой модели ARDL, переменные должны быть стационарными в нулевом и первом порядках.

Мы оцениваем долгосрочные коэффициенты модели ARDL и модели коррекции ошибок (ECM), и после доказательства существования коинтеграции определяем долгосрочную связь с использованием модели ARDL:

$$dlnlnmc_t = \varphi_0 + \beta_1 dlnqljsc_{t-1} + \beta_2 lnmi_{t-1} + \beta_3 lnsmt_{t-1} + \varepsilon_t \quad ()$$

На основе приведенной выше формулы в ходе эконометрического анализа был проведен долгосрочный корреляционный тест с использованием метода ARDL для определения уровня факторов, влияющих на объем капитализации рынка ценных бумаг. Результаты теста отражены в таблице ниже.

**Таблица 5**

**Оценка в модели ARDL с авторегрессионным распределенным лагом<sup>52</sup>**

| Переменные                  | ARDL(3, 0, 0, 1) |                    |                  |                  |
|-----------------------------|------------------|--------------------|------------------|------------------|
|                             | Коэффициент      | Стандартная ошибка | t-статистика     | Вероятность      |
| $dlnmc$ (-1)                | -0.225289        | 0.113526           | -1.984479        | 0.0511           |
| $dlnmc$ (-2)                | -0.291836        | 0.103242           | -2.826709        | 0.0061           |
| $dlnmc$ (-3)                | -0.155355        | 0.106455           | -1.459351        | 0.1489           |
| $lnmi$                      | 0.013271         | 0.072079           | 0.184122         | 0.8544           |
| $lnsmt$                     | -0.004919        | 0.020464           | -0.240357        | 0.8107           |
| $dqljsc$                    | <b>-0.628172</b> | <b>0.180379</b>    | <b>-3.482508</b> | <b>0.0009***</b> |
| $dqljsc$ (-1)               | -0.506515        | 0.189657           | -2.670695        | 0.0094           |
| C                           | 0.009141         | 0.471517           | 0.019387         | 0.9846           |
| <b>Критерии модели</b>      |                  |                    |                  |                  |
| Квадрат остатков            |                  |                    | 0.307885         |                  |
| Квадрат измененных остатков |                  |                    | 0.239648         |                  |
| F-статистика                |                  |                    | 4.512008         |                  |
| Вероятность (F-статистика)  |                  |                    | 0.000332**       |                  |

\*\*\* Обозначает статистическую значимость при 1%, \*\* указывает статистическую значимость при 5%, \* указывает статистическую значимость при 10%.

Как видно из коэффициентов ARDL, индекс фондового рынка не оказывает влияния на размер капитализации фондового рынка, количество акционерных обществ, акции которых котируются на фондовом рынке, оказывает влияние, а объем торгов на фондовом рынке – нет. Количество

<sup>52</sup> Подготовлено автором с использованием программного обеспечения Eviews-12.0 на основе данных Республиканской фондовой биржи “Ташкент”.

акционерных обществ, акции которых включены в листинг, оказывает отрицательное влияние на капитализацию фондового рынка.

В третьей главе диссертации **“Тенденции развития рынков ценных бумаг в зарубежных странах”** рассмотрены основные особенности развития рынков ценных бумаг в развитых странах, а также рынок ценных бумаг в современной мировой экономической системе рассматривается не только как средство привлечения финансовых ресурсов, но и как важный фактор макроэкономической стабильности и экономического роста.

В частности, опыт развитых стран может служить моделью для других стран, в том числе и для нашей страны, в части институционального и функционального развития рынка ценных бумаг, системы регулирования, активности участников и технологической трансформации.

Рынки ценных бумаг развитых стран (например, США, Великобритании, Германии, Японии, Канады, Южной Кореи и др.) отличаются своими основными характеристиками.

С точки зрения прочной правовой и институциональной базы, одним из важнейших факторов эффективного функционирования рынка ценных бумаг является чётко определённая, прочная и стабильная нормативно-правовая база. В развитых странах деятельность фондового рынка строго контролируется специальными регулирующими органами. Например: в США эту задачу выполняет Комиссия по ценным бумагам и биржам (SEC). В Европейском союзе - Европейская комиссия по ценным бумагам и рынкам (ESMA). В Японии и Корее Управление по финансовому регулированию и надзору (FSA) непосредственно занимается регулированием и мониторингом. Благодаря этим системам защищаются права инвесторов, обеспечивается прозрачность и справедливость рынка, а также формируется высокий уровень доверия к нему.

Наибольший рост объёма капитализации фондового рынка США наблюдался в 2015 году, когда он составил 25,3 трлн.долларов США. Этот процесс продолжился, достигнув объёма в 52 трлн.долларов США в 2024 году. Основной причиной этого роста является резкий рост рыночной стоимости акций высокотехнологичных компаний (FAANG - Facebook (Meta), Apple, Amazon, Netflix, Google (Alphabet)), стабильность инвестиционных потоков и положение доллара США как мировой резервной валюты.

Рынок капитала Китая также быстро рос, став вторым по величине фондовым рынком в мире после США. Основными драйверами этого роста стали финансовые реформы китайского правительства, расширение внутреннего спроса и постепенное открытие рынка для иностранных инвесторов.

Проведен анализ изменения размера капитализации рынков ценных бумаг стран с крупнейшими и ведущими рынками капитала в мире за период с 2015 по 2024 год. В анализ включены развитые страны, играющие важную роль в финансовой системе, такие как США, Китай, Германия, Франция, Южная Корея, Сингапур, Малайзия и Великобритания. Изучены годовая динамика рыночной капитализации, темпы роста, влияние экономических факторов и

тенденции в инвестиционной среде для каждой страны, а также рассмотрены особенности развития рынков капитала в этот период.

В таблице ниже представлены точные показатели капитализации рынков ценных бумаг отдельных стран за период 2015-2024 годы на основе национальных и международных финансовых источников.

**Таблица 6**

**Капитализация рынка ценных бумаг по странам, 2015-2024 гг.<sup>53</sup>**  
(в трлн.долларов США)

| Годы | США  | Китай | Германия | Франция | Южная Корея | Сингапур | Малайзия | Великобритания |
|------|------|-------|----------|---------|-------------|----------|----------|----------------|
| 2015 | 25.0 | 7.0   | 1,5      | 2.0     | 1,2         | 0.6      | 0.5      | 3,5            |
| 2016 | 26,5 | 7,5   | 1,6      | 2,1     | 1,3         | 0.6      | 0.5      | 3,6            |
| 2017 | 30.0 | 8.0   | 1,8      | 2,3     | 1,5         | 0.7      | 0.6      | 3,8            |
| 2018 | 28.0 | 8,5   | 1,7      | 2,2     | 1,4         | 0.7      | 0.6      | 3,7            |
| 2019 | 31.0 | 9     | 1,9      | 2,4     | 1,6         | 0.8      | 0.7      | 3,9            |
| 2020 | 35.0 | 10.0  | 2.0      | 2,5     | 1,8         | 0.9      | 0.8      | 4.0            |
| 2021 | 40.0 | 12.0  | 2,2      | 2,8     | 2.0         | 1.0      | 0.9      | 4,2            |
| 2022 | 38.0 | 11,5  | 2,1      | 2,7     | 1,9         | 0.9      | 0.8      | 4,1            |
| 2023 | 42.0 | 12,5  | 2,3      | 2,9     | 2,1         | 1.0      | 0.9      | 4,3            |
| 2024 | 52.0 | 11,9  | 2,2      | 2,2     | 1,7         | 0.6      | 0.4      | 4.0            |

Рынок ценных бумаг является одним из основных рычагов развития экономики страны за рубежом. В развитых странах данная сфера также является важным средством (барометром) экономического развития. Поэтому важно постоянно развивать этот рынок и стремиться использовать самые передовые методы регулирования его деятельности.

В настоящее время зарубежный опыт развития рынка ценных бумаг изучается по следующим направлениям:

Направление 1: Практика регулирования рынка ценных бумаг зарубежными странами и его развитие;

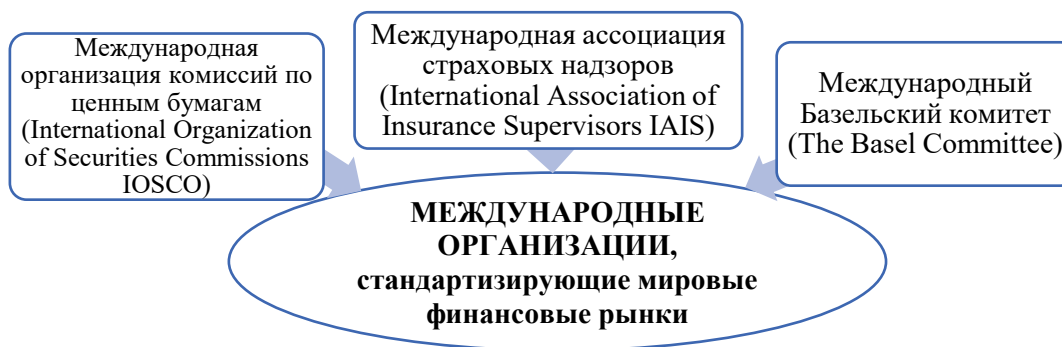
Направление 2: Меры, принимаемые для развития деятельности институтов рынка ценных бумаг;

Направление 3: Разработка стратегий (перспективных направлений) развития рынка ценных бумаг в зарубежных странах.

Ряд международных организаций играют ключевую роль во внедрении общепринятых в зарубежных странах норм и стандартов регулирования и развития организованных рынков ценных бумаг.

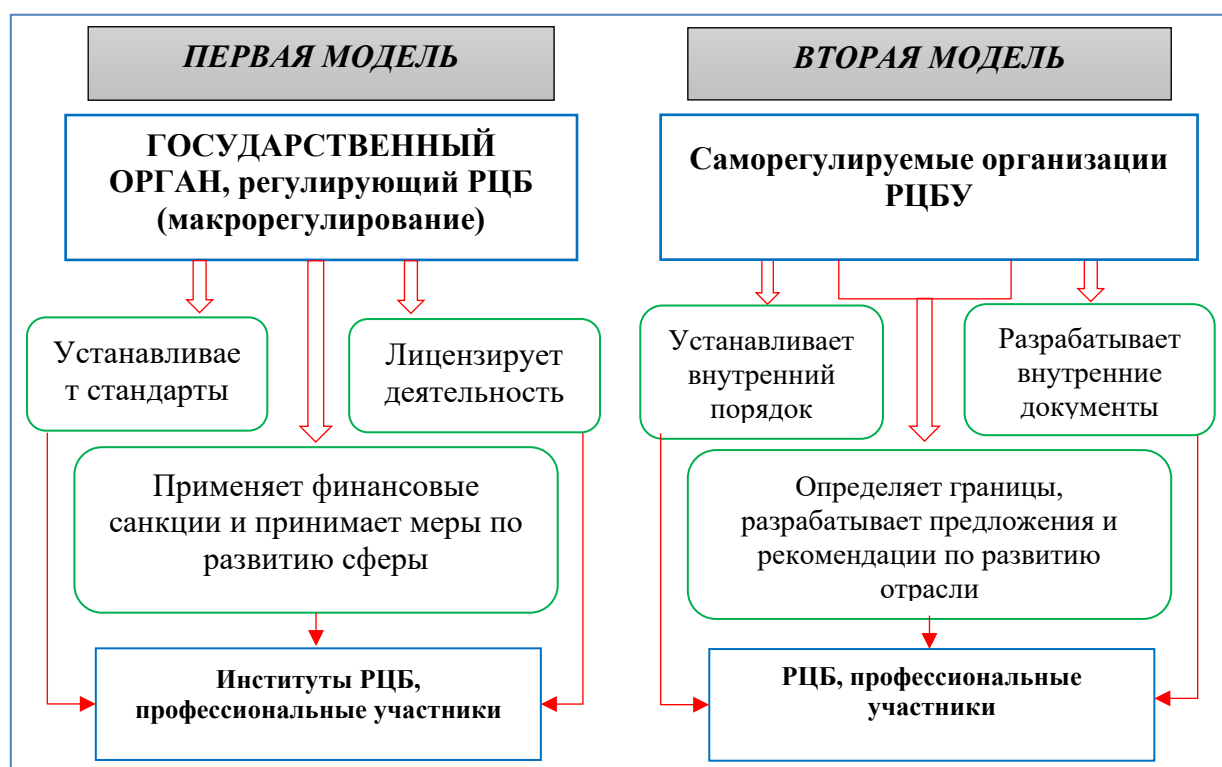
Перечисленные ниже международные организации последовательно участвуют в регулировании финансовых рынков, включая внедрение международных стандартов и норм, регулирование рынков ценных бумаг, их институциональное и инфраструктурное развитие. Эти организации разрабатывают стратегии, направленные на обеспечение глобальной финансовой стабильности, защиту прав инвесторов и повышение открытости и эффективности финансовых рынков.

<sup>53</sup> Составлено автором на основе интернет-страниц <https://data.worldbank.org/>, <https://www.imf.org/en/Home>.



**Рисунок 7. Основные международные организации, внедряющие стандарты финансового рынка в мире<sup>54</sup>**

Разработанные международными структурами нормативные документы, методические указания и рекомендации по финансовому рынку внедряются национальными регуляторами и интегрируются в законодательство. Такой подход обеспечивает соответствие системы финансового регулирования международным стандартам и создание надежной и прогнозируемой правовой среды для инвесторов. Одновременно эти документы способствуют повышению устойчивости национальных финансовых рынков и ускорению их интеграции в мировую финансовую систему.



**Рисунок 8. Модели регулирования рынка ценных бумаг в мире<sup>55</sup>**

<sup>54</sup> Marc Labonte. Who regulates whom? An overview of the U.S. financial regulatory Framework. Congressional Research Service. March 10, 2020. – P. 26.

<sup>55</sup> Составлено автором.

Опыт развитых стран показывает, что целенаправленное распределение полномочий и ответственности между профессиональными участниками, в частности саморегулируемыми организациями, и государственными органами имеет важную практическую и теоретическую основу для эффективного регулирования и координации рынка ценных бумаг. Подобный двухэтапный подход не только повышает эффективность регулирования, но и позволяет гибко управлять внутренними механизмами рынка, поощряя профессионализм и инициативу.

Фондовые индексы важны не только как статистический показатель, но и как инструмент «измерения температуры» рынка, механизм, отражающий баланс спроса и предложения на финансовые активы, и интегральное выражение экономической стабильности и уверенности. На основе их эффективного анализа и динамики можно будет оценивать национальные фондовые рынки и делать соответствующие стратегические выводы об их интеграции в мировую финансовую систему.

**Таблица 7**

**Годовая динамика рентабельности ведущих мировых индексов ценных бумаг<sup>56</sup> (%)**

| Годы | S&P 500 (Total Return) | FTSE 100 (Price Return) |
|------|------------------------|-------------------------|
| 2015 | +1.38                  | -4.45                   |
| 2016 | +11.96                 | +13.85                  |
| 2017 | +21.83                 | +7.63                   |
| 2018 | -4.38                  | -12.48                  |
| 2019 | +31.49                 | +12.10                  |
| 2020 | +18.40                 | -14.34                  |
| 2021 | +28.71                 | +14.30                  |
| 2022 | -18.11                 | +0.91                   |
| 2023 | +26.29                 | +3.78                   |
| 2024 | +25.02                 | +5.69                   |

На основании таблицы 6 выше можно сказать, что годовые темпы роста основных зарубежных фондовых индексов в 2015-2024 годах отражают не только рентабельность рынка и активность инвесторов, но и макроэкономическую политику, финансовую стабильность и глобальные геоэкономические процессы. Динамика индексов за этот период анализировалась на основе показателей, относящихся преимущественно к фондовым рынкам США, Великобритании, Европы и Азии. Индекс S&P 500 (США) является крупнейшим и наиболее влиятельным индикатором мирового рынка капитала. В 2021 году индекс S&P 500 вырос на 28,7 процента благодаря росту технологического сектора, однако в 2022 году индекс упал на 18,1 процента из-за роста инфляции, повышения процентных ставок и геополитической напряженности. В 2023-2024 годах на фоне процессов восстановления экономики и повышения инвестиционной активности наблюдался устойчивый рост.

<sup>56</sup> Составлено автором на основе данных <https://www.slickcharts.com/sp500/returns>.

В четвёртой главе диссертации «**Направления развития рынка ценных бумаг в Узбекистане**» отмечается, что рынок ценных бумаг способствует свободному распределению капитала в децентрализованной, конкурентной среде и организует эффективное движение ресурсов в экономической системе. Кроме того, он обеспечивает обращение финансовых инструментов с участием инвесторов различных уровней, укрепляет механизмы фондового рынка и расширяет внутреннюю капитальную базу страны. Одновременно этот рынок служит повышению уровня интеграции национальной экономики в международные финансовые системы, а также содействует привлечению и размещению иностранных инвестиций, создает основу для развития культуры прозрачности, подотчетности и корпоративного управления.

Финансовые показатели Шанхайской фондовой биржи в 2023 году будут учитываться в юанях - национальной валюте Китая. Анализ позволяет оценить объём торгов акциями, облигациями, фондами и другими финансовыми инструментами, а также их долю в общей финансовой системе. Это позволяет глубже понять структуру и тенденции развития финансового рынка Китая.

**Таблица 8**

**Финансовые показатели, котируемые на Шанхайской фондовой бирже (в юанях)<sup>57</sup>**

| Рыночный сегмент          | Объём оборота<br>(млрд.юаней) | Общая доля (%) |
|---------------------------|-------------------------------|----------------|
| Рынок акций               | 89 362,8                      | 78,41%         |
| Рынок облигаций           | 10 000,0                      | 8,77%          |
| Фонды (ETF, LOF и прочие) | 12 000,0                      | 10,53%         |
| Прочие ценные бумаги      | 2 000,0                       | 2,29%          |
| <b>Всего:</b>             | <b>113 362,8</b>              | <b>100%</b>    |

Результаты работы Шанхайской фондовой биржи за 2023 год показывают, что она сохранила позицию одного из самых активных и стабильных фондовых рынков не только в Китае, но и во всем Азиатском регионе. “За год общий торговый оборот превысил 113,3 трлн.юаней, что свидетельствует о высокой активности инвесторов на фондовой бирже. Фондовый рынок – с оборотом в 89,36 трлн.юаней, доля фондового рынка в общем объеме торгов составила 78,4 проента. Этот показатель свидетельствует о том, что инвесторы в основном работают с акциями на фондовом рынке, и этот сегмент отличается высокой ликвидностью”<sup>58</sup>.

Капитализация фондового рынка, рост числа инвесторов, увеличение объемов торговли ценными бумагами, ускорение активности первичных и вторичных рынков - все это увеличивает финансовую глубину национальной экономики и увеличивает долю финансового сектора в ВВП.

В частности, внедрение инвестиционных инструментов, соответствующих принципам «зелёной экономики» – ESG (экологическое, социальное и корпоративное управление), не только способствует достижению целей устойчивого развития, но и повышает доверие глобальных

<sup>57</sup> <https://www.globaltimes.cn/page/202409/1320598.shtml>

<sup>58</sup> Составлено автором на основе данных таблицы 7.

инвесторов. Целевые показатели, устанавливаемые в этом процессе, рассматриваются в качестве основных критериев на этапах планирования, мониторинга и оценки экономической политики.

Таблица 9

Целевые показатели и их макроэкономическое значение<sup>59</sup>

| Показатель                                | 2024 год         | Цель на 2030 год                                   |
|-------------------------------------------|------------------|----------------------------------------------------|
| Рыночная капитализация/ВВП                | 5,80%            | 15–20%                                             |
| Количество акционерных обществ            | 650              | 1000+                                              |
| Количество инвесторов                     | 170 тысяч        | 500 тысяч (в том числе 50 тысяч институциональных) |
| Годовой объем фондовой торговли           | 19,2 трлн. сумов | 60-70 трлн. сумов                                  |
| Количество эмитентов (на рынке облигаций) | 50+              | 150-200                                            |

Успешность стратегических направлений развития рынка ценных бумаг напрямую связана, прежде всего, с уровнем достижения целевых показателей. Эти показатели - рыночная капитализация, объемы торгов, количество инвесторов и диверсификация инвестиционных инструментов - являются критериями, определяющими не только внутреннюю эффективность фондового рынка, но и финансовую стабильность и эффективное распределение потоков капитала во всей макроэкономической системе.

В Великобритании Лондонская фондовая биржа предприняла масштабные шаги для обеспечения высокой ликвидности и привлечения глобальных инвесторов. В Германии Франкфуртская фондовая биржа является не только крупным европейским финансовым центром, но и выделяется своей технологической инфраструктурой.

Опыт развитых стран показывает, что институциональная сила, технологические инновации и совокупность механизмов регулирования играют важную роль в эффективном развитии рынка ценных бумаг. В таких странах, как США, Великобритания, Германия, Южная Корея и Сингапур, фондовые рынки стали основной площадкой для обеспечения макроэкономической стабильности и привлечения инвестиций.

Вопрос комплексного развития рынка ценных бумаг в Республике Узбекистан в среднесрочной и долгосрочной перспективе рассматривается как одно из важнейших направлений государственной экономической политики. Этот рынок выступает важным финансовым инструментом, обеспечивающим финансовую устойчивость экономики страны, активность частного сектора и привлекательность инвестиционной среды. В частности, за счет углубления реформы рынка капиталов возникают возможности формирования альтернативных банковской системе источников долгосрочного финансирования, повышения инвестиционного потенциала предприятий реального сектора, направления сбережений населения в производительные сегменты экономики. Стратегическое значение имеет обеспечение конкурентоспособности рынка ценных бумаг, внедрение современных финансовых инструментов, увеличение числа участников рынка, повышение уровня информационной открытости и правовых гарантий путем проведения институциональных реформ.

<sup>59</sup> <https://www.state.gov/reports/2024-investment-climate-statements/uzbekistan>

Благодаря совокупности этих факторов рынок ценных бумаг пройдет естественные этапы трансформации. При этом центральными критериями трансформации станут достижение целевых показателей, таких как рыночная капитализация, объем торгов, количество участников, международные рейтинги и участие в индексах. В результате предполагается, что фондовый рынок станет не только механизмом эффективного распределения финансовых ресурсов, но и инфраструктурной опорой, поддерживающей макроэкономическую стабильность и инновационный рост.

**Таблица 10**

**Реформа, институциональная структура и цифровая трансформация фондовых рынков в развитых странах<sup>60</sup>**

|                                                                                                |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |
|------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>США</b><br>Многоуровневая модель регулирования и цифровой прогресс                          | Фондовый рынок США строго регулируется, при этом основной контроль осуществляет Комиссия по ценным бумагам и биржам США (SEC - Securities and Exchange Commission). Биржи NASDAQ и NYSE также функционируют на основе высокотехнологичной инфраструктуры. Достижения в области цифровых финансов в США - алгоритмическая торговля, торговые системы на основе API, финтех-приложения, искусственный интеллект и технологии блокчейн - повысили ликвидность и гибкость рынка. |
| <b>Великобритания</b><br>Механизм саморегулирования и модель международного финансового центра | Лондонская фондовая биржа (LSE) регулируется саморегулируемой организацией (CPO). В Великобритании такие регулирующие органы, как Управление по финансовому регулированию и надзору (FCA) и Управление пруденциального регулирования (PRA), осуществляют независимый и постоянный надзор за деятельностью участников рынка.                                                                                                                                                  |
| <b>Германия</b><br>DAX 40 и стратегия институционального инвестора                             | На фондовом рынке Германии доминируют институциональные инвесторы (пенсионные фонды, страховые компании, государственные фонды). Франкфуртская фондовая биржа (Deutsche Börse) располагает самыми современными торговыми системами в европейском регионе, обеспечивая автоматизированную и прозрачную торговлю через электронную торговую платформу Xetra.                                                                                                                   |
| <b>Южная Корея</b><br>цифровая модель фондового рынка, основанная на государственной стратегии | Фондовый рынок Южной Кореи (Korea Exchange – KRX) развивается в соответствии с государственной политикой. Правительство внедряет передовые технологии, включая клиринговые системы на основе блокчейна, для создания цифровой инфраструктуры.                                                                                                                                                                                                                                |

В развитых странах, особенно в США, Великобритании, Европейском Союзе, Японии, Южной Корее и Сингапуре, фондовые рынки стали прочной финансовой основой экономической стабильности и прогресса. В этих странах существуют хорошо развитые рынки ценных бумаг, характеризующиеся цифровизацией, защитой инвесторов, независимыми регуляторами и широким спектром финансовых инструментов. Их опыт показывает, что рынки капитала быстро растут и напрямую способствуют экономическому росту.

Формирование рынка ценных бумаг в Узбекистане началось в годы независимости, и в последние годы государство принимает определенные меры по либерализации сектора, созданию благоприятной среды для инвесторов, модернизации биржевой инфраструктуры. В частности, важными вехами в этом направлении являются увеличение объемов торгов на Республиканской фондовой

<sup>60</sup> Использованы данные сайта <https://www.statista.com/outlook/fmo/stocks/worldwide>.

бирже “Ташкент”, выпуск государственных ценных бумаг, внедрение процессов IPO и SPO, а также переход на открытый режим для иностранных инвесторов.

Устойчивое и последовательное развитие рынка ценных бумаг является важным стратегическим направлением обеспечения экономической безопасности страны, улучшения инвестиционного климата, содействия эффективному распределению капитала и расширения притока финансовых ресурсов в частный сектор. С этой точки зрения целевые показатели, установленные на 2025-2030 годы, отвечают таким приоритетным целям, как укрепление позиций фондового рынка в макроэкономической системе, увеличение его доли в инвестиционной активности, расширение диверсификации финансовых инструментов.

## **ЗАКЛЮЧЕНИЕ**

В результате исследований и разработок, проведенных в рамках развития рынка ценных бумаг в Узбекистане, сделаны следующие выводы:

1. Проведен глубокий анализ современного состояния рынка ценных бумаг в Республике Узбекистан, необходимости его развития и перспективных направлений. На основании проведенного анализа необходимо ускорить проведение масштабных реформ по развитию этого рынка как альтернативного источника финансирования экономики, улучшению инвестиционного климата и перенаправлению потоков капитала в реальный сектор.

2. В первую очередь, укрепление институциональной инфраструктуры рынка ценных бумаг, а именно либерализация биржевой деятельности, модернизация клиринговой и депозитарной систем, внедрение электронных торговых площадок, повышение уровня цифровизации, обеспечит технологическую устойчивость рынка. В то же время расширение сферы применения широко используемых в международной практике финансовых инструментов – “зеленых облигаций”, инвестиционных фондов, корпоративных и государственных облигаций - создает новые возможности для инвесторов.

3. Одним из актуальных вопросов является систематизация действующих правовых норм и законодательной базы в сфере рынка ценных бумаг, то есть разработка единого, системного и непосредственно действующего Закона “О рынке ценных бумаг” взамен многочисленных действующих законов и подзаконных актов. Настоящий закон регулирует выпуск ценных бумаг, требования листинга, процедуры торговли, права и обязанности участников, а также механизмы защиты инвесторов на юридически четкой и стабильной основе.

4. Инвестиционная привлекательность рынка будет повышена за счет создания благоприятной среды для иностранных инвесторов, упрощения доступа иностранного капитала на фондовый рынок, укрепления сотрудничества с международными рейтинговыми агентствами, что будет способствовать постепенной международной интеграции рынка ценных бумаг Узбекистана.

5. Другим важным направлением успешного функционирования рынка ценных бумаг является повышение финансовой грамотности населения и формирование инвестиционной культуры. Для этого рекомендуется реализовать

комплексную государственную программу по предоставлению населению финансовых знаний через средства массовой информации, образовательные учреждения, семинары и цифровые платформы.

6. Казахстанская фондовая биржа “KASE”, ставшая крупным международным финансовым центром среди стран СНГ, установила особые стандарты для субъектов малого и среднего бизнеса при прохождении процедуры листинга. В результате количество эмитентов биржи значительно возросло с момента запуска этой платформы. Кроме того, биржа регулярно организует диалоги с брокерскими компаниями, маркет-мейкерами и всеми участниками фондового рынка, а в целях поддержки листингующихся компаний на постоянной основе налажено проведение “Дня эмитента”.

7. В среднесрочной перспективе одним из важных направлений развития организованного рынка ценных бумаг в нашей стране является определение “точек роста” развития рынка государственных ценных бумаг. В этой связи государству может быть полезно четко определить, какие виды государственных ценных бумаг и в каких секторах оно будет выпускать для отечественных и иностранных инвесторов, а также сформировать прогнозные параметры на основе фундаментального и технического анализа.

8. На основе опыта Европейского союза и Японии следует разработать нормативно-правовые и технические основы для выпуска зеленых облигаций (green bonds), социальных облигаций и ETF индексов устойчивого развития. Эти инструменты привлекательны для иностранных инвесторов. По примеру Сингапура и Великобритании, предлагается создать реестры инвесторов и электронные торговые площадки на основе блокчейна, мобильные инвестиционные приложения и систему рекомендаций по формированию портфеля на основе искусственного интеллекта. Это привлечёт на рынок молодёжь и пользователей финтех.

9. Основываясь на опыте фондовых бирж LSE–Shanghai и NSE–Luxembourg, необходимо проработать возможность параллельного листинга компаний, действующих на узбекском фондовом рынке (например, «Узметкомбинат», «Узкимёсаноат»), на таких биржах, как Лондонская фондовая биржа или Казахстанская фондовая биржа (AIX).

10. Опираясь на опыт пассивных фондов, успешно применяемых в США и Германии, можно создать возможности снижения рисков и диверсификации для инвесторов путем вывода на рынок Узбекистана локальных индексных фондов (index mutual funds) и продаваемых на бирже фондов (ETF).

11. В результате изучения направлений развития рынка ценных бумаг в Узбекистане обоснована необходимость принятия комплексных стратегических мер по трансформации данного рынка в конкурентоспособную и международно-интегрированную финансовую инфраструктуру, отвечающую современным требованиям. Результаты исследования показали, что эти направления напрямую связаны с такими факторами, как междисциплинарный подход, институциональная стабильность, технологическая трансформация и реформа инвестиционного климата.

**SCIENTIFIC COUNCIL AWARDING OF THE SCIENTIFIC  
DEGREES №DSc.03/30.12.2019.I.17.01 AT THE  
TASHKENT STATE UNIVERSITY OF ECONOMICS**

---

**TASHKENT STATE UNIVERSITY OF ECONOMICS**

**IBODULLAEV ABRORJON AHRORJONOVICH**

**STRATEGIC DIRECTIONS FOR DEVELOPING THE SECURITIES  
MARKET IN UZBEKISTAN**

**08.00.07 – “Finance, money circulation and credit”**

**ABSTRACT**  
**of the dissertation of Doctor of Science (DSc) in Economics**

**Tashkent city – 2025 year**

**The topic of doctoral dissertation (Doctor of Science) on Economics was registered under the number B2025.1.DSc/Iqt849 at the Supreme Attestation Commission.**

The dissertation has been accomplished at the Tashkent State University of Economics.

The abstract of dissertation is posted in three languages (Uzbek, Russian and English (resume)) on the website of the Scientific Council ([www.tsue.uz](http://www.tsue.uz)) and on the website of «Ziyonet» informational and educational portal ([www.ziyonet.uz](http://www.ziyonet.uz)).

**Scientific consultant:** **Mukhamedov Farkhod Tursunbaevich**  
Doctor of Economics, Professor

**Official opponents:** **Khaydarov Nizomiddin Khamraevich**  
Doctor of Economics, Professor

**Elmirzaev Samariddin Eshkuvatovich**  
Doctor of Economics, Professor

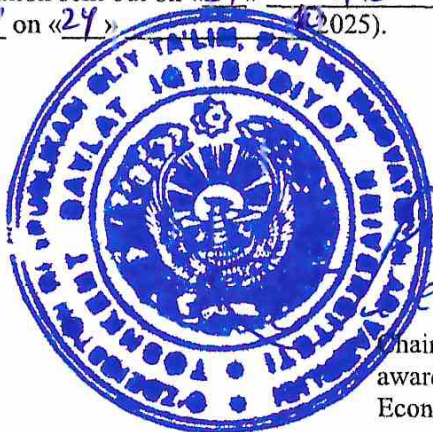
**Usmanov Kahramonjon Akbaralievich**  
Doctor of Economics, Associate Professor

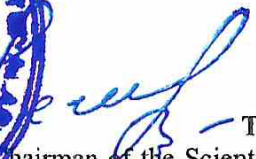
**Leading organization:** **Tashkent branch of the Plekhanov Russian University of Economics**

The defense of the dissertation will take place on 07 «11», 2025 at 14<sup>00</sup> at the meeting of the Scientific council № DSc.03/30.12.2019.I.17.01 awarding for the scientific degrees at Tashkent State University of Economics. Address: 100000, Tashkent city, Amir Temur Avenue, 60A; Phone: (99871) 234-53-34; fax: (99871) 234-46-26, e-mail: [ilmiykengash@tsue.uz](mailto:ilmiykengash@tsue.uz).

The dissertation of the Doctor of Science can be reviewed at the Information Resource Center of Tashkent State University of Economics (registered under the number \_\_\_\_\_). Address: 100000, Tashkent city, Amir Temur Avenue, 60A, Phone (99871) 234-53-34; e-mail: [kutubxona@tsue.uz](mailto:kutubxona@tsue.uz).

The abstract of dissertation sent out on «24» 10 2025.  
(mailing report № 74 on «24» 10 2025).



  
**T.Z. Teshabaev**  
Chairman of the Scientific council for  
awarding scientific degrees, Doctor of  
Economics, Professor

  
**J.Kh. Ataniyazov**  
Scientific Secretary of the Scientific  
council for awarding scientific degrees,  
Doctor of Economics, Professor

  
**I.N. Kuziev**  
Chairman of the scientific seminar  
under the Scientific council for  
awarding scientific degrees, Doctor of  
Economics, Professor

## **INTRODUCTION (abstract of the thesis of the Doctor of Sciences (DSc))**

**The aim of the research work** is to develop scientific proposals and practical recommendations aimed at developing the securities market in Uzbekistan.

**The tasks of the research work are:**

- investigating the emergence and development of the securities market;
- classifying and characterizing the structure of the securities market and its main functions;

- identifying the legal framework for regulating the securities market;

- analyzing the securities market development trends in our country;

- systematic grouping of factors influencing the securities market in Uzbekistan and assessment of their impact;

- analyzing the securities market indicators in foreign countries and the state of their development;

- investigating the existing problems in the development of the securities market in our country and developing the proposals and recommendations for eliminating them;

- substantiating the feasibility of using advanced international practices to improve securities market operations;

- assessing the securities market's impact on macroeconomic stability and investment activity;

- identifying the areas for improving the functioning of the securities market in Uzbekistan and developing scientifically sound proposals and practical recommendations based on these areas.

**The object of the research work** is the securities market of the Republic of Uzbekistan.

**The subject of the research work** is the economic relations that arise during the development of the securities market in Uzbekistan.

**The scientific novelty of the research work, consisting of the following:**

- it is proposed that state-owned enterprises with a public share of 50 percent or more raise a portion of their total funds or at least 5 percent of their loans in a financial year by placing corporate bonds on organized securities trading on the local capital market;

- it is proposed that after the public placement on the stock market of shares of enterprises with a state share of 50 percent or more, minimum 30 percent of the net profit of these enterprises be directed towards the payment of dividends for minimum 7 years;

- it is proposed to allow non-resident legal entities selling (buying) securities at organized auctions to open accounts in national currency in commercial banks of the Republic of Uzbekistan;

- it is proposed to create an opportunity for foreign investors (recognized foreign banks, including custodian banks) to carry out primary dealer activities in the government securities market;

- it is proposed that the central depository pay securities owners income on securities on the basis of an agreement concluded between the issuer and the central depository.

**Scientific and practical significance of the research work.** The scientific significance of this dissertation is aimed at determining the stability of the securities market, improving strategic development directions, and theoretical and methodological approaches aimed at enhancing its role in the economy. The results obtained can be used in future specialized studies and will serve as a scientific basis for the process of profound reform of the securities market.

The practical significance of the research results lies in the fact that the developed scientific proposals and practical recommendations can be used to enhance the role of the securities market in the development of the national economy, and the dissertation materials can be used in improving and teaching the curricula of the academic subjects “Corporate Finance”, “Securities Market” and “Stock Exchange Business” in higher educational institutions, as well as in developing measures for the development of the securities market.

**Implementation of the research results.** In reliance upon the developed research proposals and practical recommendations for the development of the securities market in the Republic of Uzbekistan:

the proposal to attract a portion of the total amount of funds or at least 5 percent of the loan attracted by state-owned enterprises with a state share of 50 percent or more in the financial year by placing corporate bonds on organized securities trading in the local capital market has been used in the development of the “Roadmap for the Development of the Capital Market for 2023-2025”, approved by the Resolution of the President of the Republic of Uzbekistan dated September 2, 2023 № PR-291 “On additional measures for the development of the capital market” (reference of the Agency for State Assets Management of the Republic of Uzbekistan № 03/09-1-17/1787 dated May 1, 2025). As a result, by the end of 2024, an increase in trading volumes has been achieved in the corporate bond market segment of the RSE “Tashkent”, which is considered an organized trading system of the stock market;

the proposal to allocate minimum 30 percent of the net profit of enterprises with a state share of 50 percent or more to the payment of dividends for minimum 7 years after the placement of shares of these enterprises on the stock market through a public offering has been used in the development of paragraph 5 of the Resolution of the President of the Republic of Uzbekistan dated September 2, 2023 № PR-291 (reference of the Agency for State Assets Management of the Republic of Uzbekistan № 03/09-1-17/1787 dated May 1, 2025). As a result, dividends paid by state-owned enterprises in 2023 amounted to 26 017 billion UZS, which is 16.9 percent more than in the previous year;

the proposal to enable non-resident legal entities selling (buying) securities at organized auctions to open accounts in national currency in commercial banks of the Republic of Uzbekistan has been used in the development of certain rules for the activities and operations of foreign participants in the capital market within the framework of the special legal regime “Regulatory Sandbox”, approved by Appendix 2 to the Resolution of the President of the Republic of Uzbekistan dated September 2, 2023 № PR-291 (reference of the Agency for State Assets Management of the Republic of Uzbekistan № 03/09-1-17/1787 dated May 1, 2025).

As a result, by supporting the opening of accounts in national currency for non-resident legal entities, the national investment potential has been further developed, the inflow of investment increased, and the competitiveness of the securities market improved;

the proposal to create an opportunity for foreign investors (recognized foreign banks, including custodian banks) to carry out primary dealer activities in the government securities market has been used in the development of the “Roadmap for the Development of the Capital Market for 2023-2025”, approved by the Resolution of the President of the Republic of Uzbekistan dated September 2, 2023 № PR-291 “On additional measures for the development of the capital market” (reference of the Agency for State Assets Management of the Republic of Uzbekistan № 03/09-1-17/1787 dated May 1, 2025). As a result, it has become possible to create an opportunity for foreign investors to carry out primary dealer activities in the government securities market, develop the local market and strengthen relations with foreign investors;

the proposal to pay income on securities to securities holders by the central depository on the basis of an agreement concluded between the issuer and the central depository has been used in the development of the Regulation “On the procedure for paying income on securities (dividends, interest) through JSC Central Securities Depository and (or) investment intermediaries”, registered with the Ministry of Justice of the Republic of Uzbekistan on June 28, 2024 under № 3523 (Central Securities Depository, registration number 1 dated April 3, 2025). As a result, timely and full payment of income to investors, a higher degree of protection of investors’ rights have been achieved, and by the end of 2023, the volume of payments made through the Central Depository System reached 1.1 trillion UZS.

**Evaluation of the research results.** The results of this research have been discussed at 7 scientific and practical conferences, of which 2 republican and 5 are international scientific and practical conferences.

**Publication of the research results.** On the topic of the thesis totally 23 research papers have been published, including 1 monograph, 12 research articles in the domestic scientific journals recommended by the Supreme Attestation Commission of the Republic of Uzbekistan for publishing the main results of the doctoral dissertations, and 4 articles are in the foreign journals.

**Structure and volume of the research.** The research structure includes introduction, four chapters, conclusion, a list of literature used. The volume of the research consists of 225 pages.

**E'LON QILINGAN ISHLAR RO'YXATI**  
**СПИСОК ОПУБЛИКОВАННЫХ РАБОТ**  
**LIST OF PUBLISHED WORKS**

**I bo'lim (I часть; Part I)**

1. A.A. Ibodullayev. Qimmatli qog'ozlar bozorini rivojlantirish orqali moliyaviy barqarorlikni ta'minlash yo'nalishlari. Monografiya. – T.: PUBLISHING HIGH FUTURE” OK nashriyoti, 2025-yil. – 172 bet.

2. A.A. Ibodullayev. Opportunities to apply foreign experiences in the development of the organized securities market. // International Journal of Research in Economics and Social Sciences (IJRESS). Vol. 13 Issue 7, July- 2023.

3. A.A. Ibodullayev. Models for developing securities markets in emerging economies // World Journal of Advanced Research and Reviews eISSN: 2581-9615 CODEN (USA): WJARAI Impact Factor: 8.2. 12 April 2025.

4. A.A. Ibodullayev. O'zbekistonda qimmatli qog'ozlar bozorini rivojlantirishdagi muammolar va ularning echimlari // “Moliya, Pul va Kredit” mahalliy va xalqaro miqyosidagi ilmiy-ommabop elektron jurnal. 2024-yil № 2-son.

5. A.A. Ibodullayev. O'zbekistonda qimmatli qog'ozlar bozorining rivojlanish tendensiyalari // “Muhandislik va iqtisodiyot” ijtimoiy-iqtisodiy, innovatsion texnik, fan va ta'limga oid ilmiy-amaliy jurnal. 2024-yil № 5-son.

6. A.A. Ibodullayev. Kapital bozorini rivojlantirishda qimmatli qog'ozlar bozorining roli va ahamiyati // “Yashil iqtisodiyot va taraqqiyot” ijtimoiy, iqtisodiy, siyosiy, ilmiy, ommabop jurnal. 2024-yil № 9-son.

7. A.A. Ibodullayev. Qimmatli qog'ozlar bozorining mazmun-mohiyati va uning asosiy xususiyatlari // “Ilg'or iqtisodiyot va pedagogik texnologiyalar” ilmiy elektron jurnal. 2024-yil № 9-son.

8. A.A. Ibodullayev. O'zbekiston fond bozorining raqamli transformatsiyasi va fintech texnologiyalari asosida rivojlantirish istiqbollari. // “Yashil iqtisodiyot va taraqqiyot” ijtimoiy, iqtisodiy, siyosiy, ilmiy, ommabop jurnal 2025-yil № 1-son.

9. A.A. Ibodullayev. Rivojlangan mamlakatlar qimmatli qog'ozlar bozori rivojlanishining asosiy xususiyatlari. // “Marketing” ilmiy, amaliy va ommabop jurnal 2025-yil № 3-son.

10. A.A. Ibodullayev. Qimmatli qog'ozlar bozorining mamlakat iqtisodiyotidagi o'rni va ahamiyati. // “Moliya, Pul va Kredit” mahalliy va xalqaro miqyosidagi ilmiy-ommabop elektron jurnal. 2025-yil № 4-son.

11. A.A. Ibodullayev. O'zbekistonda qimmatli qog'ozlar bozorining shakllanishi va istiqbollari // “Moliyaviy texnologiyalar” ilmiy elektron jurnal. 2023-yil № 2-son.

12. A. A. Ibodullayev. Modernization of the uzbekistan stock market based on fintech and digital technologies. European Journal of Economics, Finance and Business Development ISSN (E): 2938-3633. May. 2025.

13. A. A. Ibodullayev. Kapital bozorining rivojlanishiga ta'sir etuvchi omillar

tahlili // “Statistika tizimini rivojlantirishning milliy strategiyasi: nazariya va amaliyot” mavzusida xalqaro ilmiy-amaliy konferensiyaning materiallar to‘plami. 2023-yil 19-oktabr 239-244- betlar.

14. A. A. Ibodullayev. Qimmatli qog‘ozlar bozori: tarkibi, tasnifi va rivojlanish tendensiyalari // “Budjet xarajatlari samaradorligini oshirish va davlat moliyaviy nazorati faoliyatini takomillashtirish” mavzusidagi respublika ilmiy-amaliy konferensiya materiallari to‘plami. 2024-yil 4-mart 395-398- betlar.

15. A.A. Ibodullayev. O‘zbekistonda qimmatli qog‘ozlar bozorini rivojlantirish yo‘nalishlari // “Iqtisodiyotni modernizatsiyalash sharoitida davlat-xususiy sheriklik mexanizmlaridan foydalanishning ustuvor yo‘nalishlari” mavzusidagi xalqaro ilmiy-amaliy konferensiya materiallari to‘plami. 2024-yil 30-noyabr 285-287- betlar.

16. A.A. Ibodullayev. Qimmatli qog‘ozlar va ularning turlari // “Banklarni transformatsiya qilish va bank xizmatlari bozorida raqobatni rivojlantirish yo‘nalishlari” mavzusidagi xalqaro ilmiy-amaliy konferensiya. 2024-yil 10-oktabr 1009-1011-betlar.

## **II bo‘lim (II часть; Part II)**

17. A. A. Ibodullayev. I. Muxtorov. Qimmatli qog‘ozlar bozori: mazmuni va rivojlanishining ilmiy-nazariy jihatlari. // “Yashil iqtisodiyot va taraqqiyot” ijtimoiy, iqtisodiy, siyosiy, ilmiy, ommabop jurnal. 2023-yil № 9-son.

18. F. T. Muxamedov. A. A. Ibodullayev. Development of the Securities Market in Uzbekistan: Improvement of the Regulatory and Legal Framework and Digitalization Trends // American Journal of Business Management, Economics and Banking. Volume 35, April – 2025 ISSN (E): 2832-8078

19. A. A. Ibodullayev, I. Muxtorov, M. Gulov. Mamlaktimiz iqtisodiyotini rivojlantirishda tashqi iqtisodiy savdoning ahamiyati // “Yashil iqtisodiyot va taraqqiyot” ijtimoiy, iqtisodiy, siyosiy, ilmiy, ommabop jurnal. 2023-yil 9-son.

20. A. A. Ibodullayev. X. Xasanova. Global iqtisodiy o‘sish va inqirozlar. // “Moliya, Pul va Kredit” mahalliy va xalqaro miqyosidagi ilmiy-ommabop elektron jurnal. 2025-yil № 1-son.

21. A. A. Ibodullayev. O‘zbekiston qimmatli qog‘ozlar bozorini innovatsion texnologiyalar orqali rivojlantirish // “Innovatsion texnologiyalar asosida sanoat iqtisodiyoti va menejmentini optimallashtirish: zamonaviy yondashuvlar” mavzusida xalqaro ilmiy-amaliy Anjuman. 2025-yil 5-6-may 276-279-betlar.

22. A. A. Ibodullayev. Qimmatli qog‘ozlar bozorining ilmiy-amaliy asoslari: xorij va O‘zbekiston misolida // “Zamonaviy dunyoda amaliy fanlar: Muammolar va echimlar” respublika ilmiy-amaliy konferensiyasida nashr etilgan. 2025-yil 18-mart.

23. A. A. Ibodullayev. Rivojlangan mamlakatlar qimmatli qog‘ozlar bozorining institutsional modeli: O‘zbekiston uchun moslashuv imkoniyatlari. // “Eksport-import operatsiyalarining iqtisodiy samaradorligini oshirish metodologiyasi masalalari” mavzusida xalqaro ilmiy-amaliy anjuman materiallari to‘plami. 2025 yil 16-aprel.

Avtoreferat “Public Publish Printing” nashriyotida  
tahrirdan o‘tkazildi

Bosishga ruxsat etildi: 23.10.2025-yil  
Bichimi 60x84  $\frac{1}{16}$ , “Times New Roman”  
garniturada raqamli bosma usulida bosildi.  
Shartli bosma tabog‘i 3,2. Adadi: 100. Buyurtma: №90.

«Public Publish Printing» MChJ  
bosmaxonasida chop etildi.  
Toshkent, M.Ulug‘bek tum., Moylisoy, 22.