QIMMATLI QOG'OZLAR BOZORIDA SAVDONI TASHKIL ETISH MUAMMOLARI

Qodirov Tulqin Isroil o'g'li
Toshkent davlat yuridik universiteti magistranti
DOI:https://doi.org/10.5281/zenodo.24466486

Annotatsiya. Tezisda O'zbekiston qimmatli qog'ozlar bozorida birja savdosini tashkil etishning 2023–2026-yillardagi holati tahlil qilinadi. Kapitalizatsiya keskin o'sgan bo'lsa-da, erkin muomaladagi aksiyalar ulushi juda kichikligicha qolayotgani likvidlikning asosiy cheklovchi omili ekani ko'rsatiladi. NYSE va LSE tajribasiga tayanib, huquqiy va amaliy yechimlar taklif etiladi.

Kalit so'zlar: qimmatli qog'ozlar bozori, birja savdosi, listing, free-float, likvidlik, market-meyker, markaziy kontragent.

Kirish. Fond bozori investor qog'ozni istagan paytda, adolatli narxda va kam xarajat bilan sota olishiga ishongandagina ishlaydi, shu bois savdoni tashkil etish butun kapital bozorining hayotiyligini belgilaydi. Iqtisodiy adabiyotda likvidlik fond bozorining iqtisodiy o'sishni barqaror bashorat qiluvchi ko'rsatkichi sifatida [4], likvidsizlik esa kompaniya uchun kapital qiymatini oshiruvchi omil sifatida [5] ko'rsatilgan; savdo mexanizmining o'zi ham narx shakllanishiga bevosita ta'sir qiladi [6]. O'zbekistonda PF-6207-son Farmon erkin muomaladagi qimmatli qog'ozlar hajmini YaIMning kamida 5 foiziga yetkazishni maqsad qilgan [1], 2025-yil 18-dekabrdagi PF-254-son Farmon bilan qo'shimcha choralar belgilangan [2], 2026-yil noyabrida esa Qonunchilik palatasi "Kapital bozori to'g'risida"gi qonunni uchinchi o'qishda qabul qilib, Senatga yuborgan [3]. Tezisning maqsadi — savdoni tashkil etishdagi asosiy muammolarni raqamlar asosida aniqlash va NYSE hamda LSE tajribasidan mos yechimlarni ajratib olishdir.

1. Bozorning hozirgi holati

Bozor kapitalizatsiyasi 2023-yildagi 169,4 trln so'mdan 2025-yilda 284,6 trln so'mga, birja savdolari hajmi esa 2,71 trln so'mdan 17,63 trln so'mga yetdi [7]. Biroq yillik savdo hajmining kapitalizatsiyaga nisbati 2023-yilda atigi 1,6 foiz, 2025-yilda 6,2 foizni tashkil etgan (muallif hisob-kitobi). 2026-yil 18-mayda UzNIFning birinchi xalqaro IPOsi o'tkazilib, kapitalning 31 foizi joylashtirildi va opsionsiz 603,6 mln dollar jalb qilindi; GDRlar London fond birjasining Main Market bozoriga, oddiy aksiyalar esa "Toshkent" RFBning Premium kategoriyasiga kiritildi [8]. 2026-yil 30-sentabr holatiga kapitalizatsiya 819,91 trln so'mga yetdi, ammo erkin muomaladagi aksiyalar (free-float) kapitalizatsiyasi atigi 11,23 trln so'mni, ya'ni 1,4 foizni tashkil etdi [9]. Bu miqdor 2025-yil YaIMiga nisbatan taxminan 0,7 foiz bo'lib (taxminiy hisob), PF-6207-son Farmondagi 5 foizlik maqsaddan ancha past. Yanvar–sentabr oylarida bitimlar soni o'tgan yilning mos davriga nisbatan 222,41 foizga, savdo hajmi esa 40,57 foizga oshgan [9]: o'rtacha bitim hajmining kichrayishi bozorga mayda mablag'li chakana investorlar kirayotganini ko'rsatadi. 2025-yilning birinchi yarmida esa savdo hajmi 17 baravar oshgan bo'lsa-da, bitimlar soni 21,7 foizga kamaygan [10], ya'ni o'sish bir nechta yirik bitim hisobiga ta'minlangan.

2. Savdoni tashkil etishdagi asosiy muammolar

Taklif tanqisligi. Yirik emitentlarda davlat ulushi hal qiluvchi bo'lib qolmoqda, nizomga ko'ra esa davlat ixtiyoridagi aksiyalar free-float hisobiga kiritilmaydi [11]. "Premium" kategoriyasi uchun kamida 15 foiz,

© Ushbu material Creative Commons Attribution 4.0 International (CC BY 4.0) litsenziyasi asosida tarqatiladi.

"Standart" uchun 5 foiz free-float talab qilinadi [12], lekin amalda bu chegaraga kam kompaniya yetib borgan. Savdoga chiqadigan qog'oz kam bo'lsa, eng mukammal savdo tizimi ham likvidlik yarata olmaydi.

1) **Market-meyker institutining sustligi.** Kam savdo qilinadigan aksiyalar bo'yicha doimiy ikki tomonlama kotirovka beradigan majburiyatli ishtirokchilar tizimi rivojlanmagan; buyurtmalar kitobi siyrak bo'lib, sotib olish va sotish narxlari orasidagi farq katta.

2) **Birjadan tashqari savdoning o'sishi.** Birjadan tashqari bitimlar hajmi 2023-yildagi 178,5 mlrd so'mdan 2025-yilda 7,85 trln so'mga, ya'ni 40 baravardan ko'proqqa oshgan [13]; 2026-yil to'qqiz oyida yana 4,4 trln so'mlik bitim tuzilgan [9]. Ochiq buyurtmalar kitobidan tashqarida o'tgan bitimlar narx shakllanishiga deyarli ta'sir qilmaydi.

3) **Hisob-kitob xavfi va instrumentlar torligi.** Bitimlar bajarilmasligi xavfini o'z zimmasiga oladigan markaziy kontragent hozircha mavjud emas; derivativlar, sukuk, sekyuritizatsiyalangan obligatsiyalar uchun to'liq huquqiy asos ham yangi qonun bilan yaratilmoqda [3], [13].

4) **Axborot oshkoraligi uchun javobgarlikning yengilligi.** Muhim faktlarni oshkor qilmaganlik uchun jarima bazaviy hisoblash miqdorining (BHM) 1–3 baravari, ya'ni hozirgi 440 ming so'mlik BHMda 440 ming – 1,32 mln so'm bilan cheklangan; regulatorning o'zi bunday sanksiya kompaniyalarni axborotni o'z vaqtida oshkor qilishga undamasligini tan olgan [13].

5) **Xorijiy investorlar uchun to'siqlar va emissiya xarajatlari.** Xorijiy nominal saqlovchilar instituti hozircha faqat "tartibga solish qumdoni" rejimida ishlamoqda, hisob tizimini Euroclear va Clearstream bilan integratsiya qilish esa rejalashtirilmoqda. Chiqarilishni ro'yxatdan o'tkazishda nominal qiymatning 0,01 foizi, hujjatlarni ko'rib chiqish uchun esa korporativ obligatsiyalarda 50 BHM (22 mln so'm), boshqa qog'ozlarda 20 BHM (8,8 mln so'm) undiriladi [13].

3. Xorij tajribasi: NYSE va LSE

NYSE listingga kirishda kompaniya hajmi bilan birga aksiyalar qanchalik keng tarqalganini ham tekshiradi: IPOda kamida 400 nafar aksiyador, kamida 1,1 mln ommaviy aksiya va ularning kamida 40 mln dollarlik qiymati talab etiladi [14]. Bundan tashqari, har bir aksiya uchun mas'ul market-meyker (Designated Market Maker) belgilanib, u tartibli savdoni qo'llab-quvvatlash majburiyatini oladi. LSE esa kompaniyalar ketishiga javoban 2024-yil 29-iyuldan aksiyalar uchun yagona kategoriya joriy etdi, minimal free-float 10 foizga tushirildi va uch yillik faoliyat tarixi talabi bekor qilindi [15]; kam likvidli qog'ozlar uchun esa davriy auksionlar va market-meyker kotirovkalarini birlashtirgan SETSqx modeli qo'llanadi. London misoli ogohlantirish ham beradi: talablar haddan tashqari qimmat bo'lsa, kompaniyalar bozorni tark etadi. Shu sababli O'zbekistonda talablarni qattiqlashtirishdan ko'ra, kompaniyalarni bozorga olib kirish va qog'ozlarini haqiqatan muomalaga chiqarish muhimroq.

4. Taklif va yechimlar

1. Davlat ulushi yuqori yirik kompaniyalarda SPO o'tkazish jadvalini qat'iy belgilash va "Premium", "Standart" kategoriyalarida free-float talabini bosqichma-bosqich oshirish.

2. Har bir aksiya uchun majburiy market-meykerni joriy etish va unga birja yig'imlari bo'yicha imtiyoz berish (NYSEdagi DMM tajribasi).

3. Kam savdo qilinadigan aksiyalarni kun davomida bir necha marta o'tkaziladigan davriy auksion rejimiga o'tkazish (LSE SETSqx modeli).

4. Birjadan tashqari bitimlar to'g'risidagi axborotni birja orqali kechiktirmasdan oshkor qilishni majburiy qilish.

© Ushbu material Creative Commons Attribution 4.0 International (CC BY 4.0) litsenziyasi asosida tarqatiladi.

5. Markaziy kontragentni kafolat badallari va rezerv fondi bilan ishga tushirish; xorijiy nominal saqlovchilarni qonun darajasida mustahkamlash va Euroclear hamda Clearstream bilan integratsiyani yakunlash.

6. Axborotni oshkor qilmaganlik uchun jarimani BHMga emas, emitent kapitali yoki foydasiga bog'lash; ichki institutsional investorlar (pensiya va sug'urta fondlari) uchun rag'batlar yaratish.

Bu choralar o'zaro bog'liq: market-meyker free-float bo'lmagan joyda ishlay olmaydi, xorijiy investor esa ishonchli hisob-kitob tizimisiz kelmaydi. Shu sababli, fikrimizcha, birinchi navbatda davlat ulushidagi aksiyalarni muomalaga chiqarish va market-meykerlik institutini yo'lga qo'yish lozim.

Xulosa

O'zbekiston fond bozori so'nggi yillarda miqdoriy jihatdan sezilarli o'sdi, biroq sifat ko'rsatkichlari ortda qolmoqda: kapitalizatsiyaning atigi 1,4 foizi erkin muomalada va ko'plab aksiyalar bo'yicha doimiy narx shakllanmaydi. NYSE va LSE tajribasi likvidlik o'z-o'zidan paydo bo'lmasligini, u aksiyalarning keng tarqalishi, majburiyatli market-meykerlar, moslashuvchan savdo rejimlari va ishonchli hisob-kitob infratuzilmasi orqali yaratilishini ko'rsatadi. Yangi "Kapital bozori to'g'risida"gi qonun bunga huquqiy asos yaratmoqda; endi asosiy vazifa uni amaliyotga tatbiq etishdir.

Foydalanilgan adabiyotlar

1. O'zbekiston Respublikasi Prezidentining 2021-yil 13-apreldagi PF-6207-son "Kapital bozorini yanada rivojlantirish chora-tadbirlari to'g'risida"gi Farmoni. https://lex.uz/acts/-5371091
2. O'zbekiston Respublikasi Prezidentining 2025-yil 18-dekabrdagi PF-254-son "Kapital bozorida investitsiya muhitini yaxshilashga doir qo'shimcha chora-tadbirlar to'g'risida"gi Farmoni. https://lex.uz/ru/docs/-7932083
3. "Kapital bozori to'g'risida"gi qonun Senatga yuborildi // UzDaily.uz. https://www.uzdaily.uz/
4. Levine R., Zervos S. Stock Markets, Banks, and Economic Growth // American Economic Review. 1998. Vol. 88, No. 3.
5. Amihud Y., Mendelson H. Asset Pricing and the Bid-Ask Spread // Journal of Financial Economics. 1986. Vol. 17.
6. O'Hara M. Market Microstructure Theory. — Cambridge (MA): Blackwell, 1995.
7. "Toshkent" RFB. Rivojlanish natijalari: 2023–2025 (Cbonds kongressidagi taqdimot, 2026). https://cbonds-congress.ru/event-report-download/9043/1357/
8. UzNIF's IPO and Dual Listing in London and Tashkent. Cleary Gottlieb, 2026. https://www.clearygottlieb.com/news-and-insights/news-listing/uznifs-ipo-and-dual-listing-in-london-and-tashkent
9. "Toshkent" RFBda savdolar hajmi 10,53 trln so'mga yetdi // UzDaily.uz, 04.11.2026.
10. "Toshkent" RFBda savdolar hajmi birinchi yarim yillikda 17 baravarga oshdi // Kursiv, 17.07.2025. https://uz.kursiv.media/uz/2025-07-17/ozbekiston-fond-bozori-birinchi-yarim-yillikda-qanday-ozgardi/
11. "Toshkent" RFB birja kotirovkalash varag'i to'g'risidagi nizom (yangi tahriri). https://uzse.uz/legislations/442
12. Биржа «Тошкент» вводит новые правила листинга // Kursiv, 08.10.2020. https://uz.kursiv.media/2020-10-08/birzha-toshkent-vvodit-novye-pravila-listinga

© Ushbu material Creative Commons Attribution 4.0 International (CC BY 4.0) litsenziyasi asosida tarqatiladi.

13. O'zbekistonda kapital bozori to'g'risidagi yangi qonun loyihasi taqdim etildi // Gazeta.uz, 13.08.2026. https://www.gazeta.uz/oz/2026/08/13/capital-market/
14. NYSE initial listing requirements (Baker McKenzie, Cross-Border Listings Guide). https://resourcehub.bakermckenzie.com/en/resources/cross-border-listings-guide/north-america/new-york-stock-exchange/topics/quick-summary
15. FCA Publishes New UK Listing Rules // Debevoise & Plimpton, 2024. https://debevoise.com/insights/publications/2024/07/fca-publishes-new-uk-listing-rules

© Ushbu material Creative Commons Attribution 4.0 International (CC BY 4.0) litsenziyasi asosida tarqatiladi.