DOI: https://doi.org/10.37547/supsci-ojhpl-06-11-46 Pages: 552-563

Oriental Journal of History, Politics and Law

ORIENTAL JOURNAL OF HISTORY, POLITICS AND LAW

journal homepage:
https://www.supportscience.uz/index.php/ojhpl

THE TASHKENT REPUBLICAN STOCK EXCHANGE AND THE SECURITIES MARKET: FROM A PRIVATIZATION INSTRUMENT TO AN INVESTMENT INSTITUTION (1993–2022)

Gavhar Esanovna Muminova
Leading Researcher, Institute of History
Academy of Sciences of the Republic of Uzbekistan
Science ID: DQD-0526-0023
Tashkent, Uzbekistan

Anvar Allayorovich Khidirov
Independent Researcher, Karshi State University
ORCID: 0000-0002-0577-9709
Karshi, Uzbekistan

ABOUT ARTICLE

Key words: stock exchange, Tashkent RSE, securities market, privatization, joint-stock company, secondary market, corporate governance, IPO, SPO.

Received: 21.11.26
Accepted: 22.11.26
Published: 23.11.26

Abstract: Drawing on documents of the National Archives of Uzbekistan, legal acts and periodicals, the article examines the formation of the stock exchange and securities market in Uzbekistan in 1993–2022. It describes the legal and institutional foundations of the Tashkent Republican Stock Exchange and the redistribution of share packages under Presidential Decree UP-1740 of 1997, and compares trading indicators for 1998 and 2005. The authors argue that during the first fifteen years of independence the stock market served mainly as an institution supporting the privatization of state property, and that share sales were organized as planned indicators within privatization programmes. The IPO and SPO reforms of 2017 and 2022 are assessed as a turning point in the market's transformation into an investment institution. A four-stage periodization of the market's development is proposed, together with recommendations for bringing the archival sources into scholarly use.

«TOSHKENT» RESPUBLIKA FOND BIRJASI VA QIMMATLI QOG‘OZLAR BOZORI: XUSUSIYLASHTIRISH VOSITASIDAN INVESTITSIYA INSTITUTIGA (1993–2022 YILLAR)

Gavhar Esanovna Mo‘minova
O‘zbekiston Respublikasi Fanlar akademiyasi Tarix instituti yetakchi ilmiy xodimi
Science ID: DQD-0526-0023
Toshkent, O‘zbekiston

Anvar Allayorovich Xidirov
Qarshi davlat universiteti mustaqil tadqiqotchisi
Qarshi, O‘zbekiston

MAQOLA HAQIDA

Kalit so‘zlar: fond birjasi, «Toshkent» RFB, qimmatli qog‘ozlar bozori, xususiylashtirish, aksiyadorlik jamiyati, ikkilamchi bozor, korporativ boshqaruv, IPO, SPO.

Annotatsiya: Maqolada O‘zbekistonda fond birjasi va qimmatli qog‘ozlar bozorining 1993–2022 yillardagi shakllanish tarixi O‘zbekiston Milliy arxivi hujjatlari, normativ-huquqiy hujjatlar va davriy matbuot materiallari asosida tahlil qilingan. «Toshkent» Respublika fond birjasi tashkil etilishining huquqiy va institutsional asoslari, 1997 yilgi PF-1740-son Farmon asosida aksiyalar paketlarini qayta taqsimlash amaliyoti yoritilgan, 1998 va 2005 yillardagi savdo ko‘rsatkichlari qiyosiy o‘rganilgan. Mustaqillikning dastlabki o‘n besh yilida fond bozori asosan davlat mulkini xususiylashtirishni ta’minlovchi institut vazifasini bajargani, aksiyalar savdosi xususiylashtirish dasturlari doirasida rejalashtiriladigan ko‘rsatkich sifatida tashkil etilgani asoslab berilgan. 2017 va 2022 yillardagi IPO va SPO islohotlari fond bozorining investitsiya institutiga aylanish yo‘lidagi burilish sifatida baholangan. Fond bozori rivojining to‘rt bosqichli davriylashtirish modeli taklif etilgan va arxiv manbalarini ilmiy muomalaga kiritish bo‘yicha tavsiyalar berilgan.

РЕСПУБЛИКАНСКАЯ ФОНДОВАЯ БИРЖА «ТОШКЕНТ» И РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ: ОТ ИНСТРУМЕНТА ПРИВАТИЗАЦИИ К ИНВЕСТИЦИОННОМУ ИНСТИТУТУ (1993–2022 ГГ.)

Гавхар Эсановна Муминова
Гавхар Муминова – ведущий научный сотрудник
Института истории Академии наук Республики Узбекистан
Science ID: DQD-0526-0023
Ташкент, Узбекистан

Анвар Аллаярович Хидиров
Независимый исследователь Каршинского государственного университета
Карши, Узбекистан

О СТАТЬЕ

Ключевые слова: фондовая биржа, РФБ «Тошкент», рынок ценных бумаг, приватизация, акционерное общество, вторичный рынок, корпоративное управление, IPO, SPO.

Аннотация: На основе документов Национального архива Узбекистана, нормативно-правовых актов и периодической печати в статье исследуется история становления фондовой биржи и рынка ценных бумаг Узбекистана в 1993–2022 годах. Рассмотрены правовые и институциональные основы создания Республиканской фондовой биржи «Тошкент», практика перераспределения пакетов акций по Указу Президента УП-1740 1997 года, сопоставлены показатели торгов 1998 и 2005 годов. Обосновано, что в первые пятнадцать лет независимости фондовый рынок выполнял прежде всего функцию института, обеспечивающего приватизацию государственной собственности, а продажа акций организовывалась как плановый показатель в рамках программ приватизации. Реформы IPO и SPO 2017 и 2022 годов оценены как поворот к превращению фондового рынка в инвестиционный институт. Предложена четырёхэтапная периодизация развития рынка и даны рекомендации по введению архивных источников в научный оборот.

Kirish. Fond birjasi bozor iqtisodiyotining eng murakkab institutlaridan biridir. U qimmatli qog‘ozlar sotuvchisi va xaridori uchrashadigan maydon bo‘lishi bilan birga, kompaniyalar kapital jalb qiladigan, aksiyadorlar korxona boshqaruviga ta’sir o‘tkazadigan va korxona qiymati ochiq baholanadigan mexanizm hamdir. Iqtisodiy hamkorlik va taraqqiyot tashkiloti (OECD) tadqiqotlarida fond birjalari korporativ boshqaruv tizimining tayanch institutlaridan biri sifatida ko‘riladi [1]. Biroq birja bu vazifalarni yetarli likvidlik, ko‘p sonli mustaqil investorlar va himoyalangan mulk huquqi mavjud bo‘lgandagina to‘liq bajara oladi.

Rejali iqtisodiyotdan meros qolgan xo‘jalik tizimida bu shartlar hali shakllanmagan edi. Shu bois O‘zbekistonda fond bozorini yaratish ikki vazifani bir vaqtda hal qilishni talab etdi: davlat mulkini xususiy mulkka aylantirish va shu mulk muomalada bo‘ladigan bozorni barpo etish. Mamlakat o‘tish davrida islohotlarni bosqichma-bosqich amalga oshirish yo‘lini tanlagan [2], bu esa fond bozorining shakllanish sur’ati va xususiyatlarida ham aks etdi.

Tadqiqotning maqsadi – 1993–2022 yillarda «Toshkent» Respublika fond birjasi va qimmatli qog‘ozlar bozori vazifalarining qanday o‘zgarganini arxiv hujjatlari va normativ-huquqiy hujjatlar asosida tarixiy jihatdan aniqlash. Shu maqsaddan kelib chiqib quyidagi tadqiqot

savollari qo‘yildi: birinchidan, mustaqillik yillarida fond birjasi qaysi vazifani ustuvor bajargan – xususiylashtirishni ta’minlashnimi yoki investitsiya jalb qilishnimi; ikkinchidan, birja faoliyatining miqdor va sifat ko‘rsatkichlari 1998–2005 yillarda qanday o‘zgargan; uchinchidan, bozor vazifasidagi burilish qachon va qaysi huquqiy hujjatlar orqali boshlangan.

Ishning ilmiy yangiligi shundaki, O‘zbekiston Milliy arxivining M-85, 37- va 25-fondlaridagi 1990-yillar oxiri – 2000-yillar boshiga oid hujjatlar fond bozori tarixini o‘rganishda ilk bor tizimli ravishda ilmiy muomalaga kiritilmoqda, ular asosida bozor rivojining tarixiy davriylashtirish modeli taklif etilmoqda.

Adabiyotlar sharhi. Mavzuga oid ilmiy adabiyotlarni uch guruhga ajratish mumkin. Birinchi guruhni fond birjasining iqtisodiyotdagi o‘rni haqidagi umumnazariy ishlar tashkil etadi. H. Christiansen va A. Koldertsova birjalar listing talablari va axborot oshkoraligi orqali korporativ boshqaruv sifatiga ta’sir ko‘rsatishini asoslab bergan [1]. Bu yondashuv O‘zbekistonda 2017 yildan keyin boshlangan islohotlarni baholashda muhim mezon bo‘lib xizmat qiladi.

Ikkinchi guruh Markaziy Osiyo davlatlarining o‘tish davri iqtisodiyotini qiyosiy o‘rgangan tadqiqotlardir. R. Pomfret mintaqa mamlakatlarining mustaqillikdan keyingi iqtisodiy yo‘lini tahlil qilib, O‘zbekistonda islohotlarning bosqichma-bosqich olib borilganini, davlatning iqtisodiyotdagi tartibga soluvchi roli saqlab qolinganini qayd etgan [2]. Muallifning keyingi kitobida esa 2016 yildan so‘ng boshlangan iqtisodiy liberallashtirish jarayonlari tahlil qilingan [3]. Ushbu asarlarda fond bozori alohida tadqiqot predmeti bo‘lmasa-da, ular uning shakllanishi uchun zarur bo‘lgan umumiy iqtisodiy kontekstni beradi.

Uchinchi guruhni O‘zbekiston fond bozoriga bag‘ishlangan milliy tadqiqotlar tashkil etadi. I.L. Butikov qimmatli qog‘ozlar bozorining nazariy va huquqiy asoslarini yoritgan [4]. U. Xalikov fond birjalarining mamlakat iqtisodiy rivojidagi o‘rnini tahlil qilgan [5]. R. Mardanova, O. Azizov va X. Asatullayevlar fond bozorida 2017–2019 yillarda boshlangan tub islohotlarni o‘rgangan [6], S. Kamilova esa fond bozorining joriy holati va aksiyalar narxini baholash masalalarini ko‘rib chiqqan [7]. Bu ishlarning aksariyati iqtisodiyot fani doirasida yozilgan bo‘lib, bozor tarixi ularda asosan qisqa kirish sifatida berilgan, 1990-yillardagi arxiv hujjatlari esa deyarli jalb etilmagan. Ushbu bo‘shliq mazkur tadqiqotning tarixiy yondashuvini belgilaydi.

Tadqiqot metodologiyasi. Tadqiqotning manbaviy asosini uch turdagi materiallar tashkil etadi. Birinchisi – O‘zbekiston Milliy arxivining M-85 (O‘zbekiston Respublika valyuta birjasi), 37- va 25-fondlaridagi hujjatlar: aksiyadorlik jamiyatlari tuzilmasi, aksiyalar paketlarini qayta taqsimlash, birja savdolari yakunlari haqidagi hisobotlar. Ikkinchisi – 1993–2022 yillarda qabul qilingan qonunlar, Prezident farmonlari va Vazirlar Mahkamasi qarorlari. Uchinchisi – davriy matbuotdagi birja rahbarlari bilan suhbatlar.

Arxiv hujjatlariga manbashunoslik nuqtai nazaridan tanqidiy yondashildi. Tarmoq boshqaruv organlari va xoldinglarning hisobotlari muayyan rejalarning bajarilishi haqida yuqori tashkilotlarga taqdim etilgan hujjatlar bo‘lgani sababli, ulardagi ko‘rsatkichlar imkon qadar boshqa manbalar – birja hisobotlari, Davlat mulki qo‘mitasi hujjatlari va matbuotdagi birja rahbarlari ma’lumotlari bilan solishtirildi. Normativ-huquqiy hujjatlar esa nafaqat belgilangan maqsadlar manbai, balki davlatning fond bozoriga nisbatan siyosatidagi o‘zgarishlarni kuzatish imkonini beruvchi tarixiy manba sifatida ham tahlil qilindi.

Tarixiylik, qiyosiy-tarixiy va xronologik usullar bilan bir qatorda arxiv hujjatlaridagi miqdoriy ma’lumotlarga nisbatan oddiy statistik tahlil qo‘llanildi: 1998 va 2005 yillardagi savdo ko‘rsatkichlari solishtirilib, bir sessiya va bir bitimga to‘g‘ri keladigan o‘rtacha hajm hamda o‘sish koeffitsientlari mualliflar tomonidan hisoblab chiqildi. Normativ-huquqiy hujjatlar matni lex.uz milliy bazasidagi rasmiy nashrlar bilan solishtirildi. Tadqiqotning cheklovi ham shu bilan bog‘liq: 1998 va 2005 yillar uchun to‘liq qiyosiy ma’lumotlar mavjud bo‘lgani holda, oraliq yillar bo‘yicha arxiv hisobotlari parcha-parcha saqlangan, 2017–2022 yillardagi islohotlar esa asosan huquqiy hujjatlar darajasida tahlil qilindi.

Tahlil va natijalar. *Huquqiy va institutsional poydevor.* O‘zbekistonda fond bozorining birinchi huquqiy asosi 1993 yil 2 sentabrda qabul qilingan «Qimmatli qog‘ozlar va fond birjasi to‘g‘risida»gi 918-XII-son Qonun bo‘ldi. Qonun bilan aksiyalar, obligatsiyalar, xazina majburiyatlari, depozit sertifikatlari, veksellar va hosila qimmatli qog‘ozlar muomalaga kiritildi, emissiya prospektlarini tayyorlash, qimmatli qog‘ozlarni ochiq va yopiq joylashtirish, faoliyatni litsenziyalash va davlat reyestrini yuritish tartibi belgilandi [8]. Qonunda davlat korxonalarini aksiyadorlik jamiyatlariga aylantirish va aksiyalar emissiyasi orqali xususiylashtirish mexanizmi bevosita nazarda tutilgan edi. Demak, fond bozori dastlabki huquqiy loyihalashdayoq mulkni davlat tasarrufidan chiqarish siyosati bilan uzviy bog‘langan.

Institutsional tayyorgarlik O‘zbekiston Respublika valyuta birjasi bag‘rida boshlandi. 1993 yilda birjada fond bo‘limini tashkil etish ishlari boshlanib, uning bir xodimi Moskva banklararo valyuta birjasida bir oylik amaliyot o‘tagan, yana ikki xodim Frankfurt va Syurix fond birjalari faoliyatini o‘rgangan. Keyinchalik Syurix fond birjasining me’yoriy materiallaridan valyuta birjasi fond bo‘limi hujjatlarini ishlab chiqishda foydalanilgan [9, 56–57-v.]. Bu ma’lumot fond bozori institutlari MDH va G‘arbiy Yevropa tajribasini milliy sharoitga moslashtirish yo‘li bilan yaratilganini ko‘rsatadi.

Prezidentning 1994 yil 15 martdagi «O‘zbekiston Respublikasida davlat tasarrufidan chiqarish va xususiylashtirish jarayonini yanada rivojlantirishning ustuvor yo‘nalishlari to‘g‘risida»gi PF-789-son Farmoni xususiylashtirishning navbatdagi bosqichini belgilab berdi [10]. Vazirlar Mahkamasining 1994 yil 8 iyundagi 285-son qarori muqaddimasida «Toshkent»

Respublika fond birjasi aynan shu Farmon asosida tashkil etilgani qayd etilgan. Qaror bilan «VAQT» axborot kompaniyasi negizida «Milliy depozitariy» ochiq aksiyadorlik jamiyati tuzildi, qimmatli qog‘ozlar chiqarilishini depozitariyda ro‘yxatdan o‘tkazish tartibi joriy etildi, broker va boshqa vositachilarning huquq va majburiyatlari belgilandi [11]. Shu tariqa 1994 yil o‘rtasiga kelib fond bozorining asosiy infratuzilmasi – birja, depozitariy va tartibga solish tizimi – huquqan shakllantirildi.

Aksiyalar paketlarini qayta taqsimlash amaliyoti. Arxiv hujjatlari huquqiy normalar amaliyotda qanday ishlaganini ko‘rsatadi. Prezidentning 1997 yil 31 martdagi PF-1740-son Farmoni davlat ulushi saqlanadigan ochiq aksiyadorlik jamiyatlarining ustav kapitalini shakllantirishda aksiyalarni taqsimlashning yangi tuzilmasini belgiladi: davlatga 25 foizgacha, mehnat jamoasiga 26 foizgacha, xorijiy investorga kamida 25 foiz, qolgan qismi esa erkin sotuvga ajratildi [12]. Farmonni bajarish jarayonida korxonalardagi aksiyalar paketlari qayta ko‘rib chiqildi. Masalan, aksiyalarining 100 foizi jismoniy va yuridik shaxslar o‘rtasida taqsimlangan «Poyafzal va sport mollari» AJ ustav fondini 8,9 mln so‘mga, «Madaniy mollar» AJni 9,0 mln so‘mga, «Baqqollik» AJni 8,4 mln so‘mga oshirish talab etilgan. Toshkent viloyatidagi 15 ta aksiyadorlik jamiyati hujjatlarini topshirgan bo‘lsa-da, Davlat mulki qo‘mitasining hududiy boshqarmasi tomonidan bu borada buyruq chiqarilmagan [13, 129-v.].

Bu misol aksiyalari to‘liq taqsimlab bo‘lingan korxonalarda yangi tuzilma talablarini bajarish uchun qo‘shimcha emissiya, ya’ni ustav fondini oshirish yo‘lidan borilganini ko‘rsatadi. «O‘zbekmebel» tizimida ham shu Farmon asosida 43 ta aksiyadorlik jamiyatining aksiyalar paketlarini qayta tuzish rejasi ishlab chiqilgan va mehnat jamoasi ulushi 26 foizdan oshmasligi belgilangan [13, 93–94-v.]. 1998 yil 1 mart holatiga ko‘ra tizimdagi 44 ta jamiyatda mehnat jamoasi ulushi odatda 49–85 foiz, davlat ulushi 0–51 foiz, ayrim korxonalarda xorijiy investorlar ulushi 30–69,4 foiz oralig‘ida bo‘lgan. «Mebelimpex» AJda aksiyalar Farmonda belgilangan tuzilma bo‘yicha – davlat 25, erkin sotuv 24, mehnat jamoasi 26, xorijiy investorlar 25 foiz qilib taqsimlangan [13, 96-v.].

Ushbu raqamlardan ikki xulosa kelib chiqadi. Birinchidan, aksiyalarning asosiy qismi mehnat jamoalari qo‘lida to‘plangan, ular esa birjada muntazam savdo qiluvchi investorlar emas edi. Ikkinchidan, erkin sotuvga ajratilgan ulush odatda chorakdan oshmagan. Demak, birjaga chiqadigan aksiyalar hajmi dastlabki tuzilmadayoq cheklangan bo‘lgan. 1998 yilda «Go‘shtsutsavdo-D» davlat korxonasi aksiyadorlik jamiyatiga aylantirilganda ustav fondi 107,9 mln so‘m, davlat ulushi 51, mehnat jamoasi ulushi 10, erkin sotuv 14 foiz qilib belgilangan va nominal qiymati 2 ming so‘mlik 53 976 dona aksiya chiqarilgan [14, 108-v.].

Savdo ko‘rsatkichlari: hajm o‘sishi va likvidlik masalasi. 1998 yilda «Toshkent» RFBda 49 ta savdo sessiyasi o‘tkazilib, 118 ta aksiyadorlik jamiyatining 581 ming dona aksiyasi bo‘yicha

2 250 ta oldi-sotdi bitimi tuzilgan, bitimlarning umumiy hajmi 420,6 mln so‘mni tashkil etgan. Qurilish, transport va kommunikatsiya tarmoqlari 161,7 mln so‘m yoki 38,4 foiz ulush bilan yetakchilik qilgan [15, 163-v.]. Mualliflar hisob-kitobiga ko‘ra, bir sessiyaga o‘rtacha 46 ta bitim va 8,6 mln so‘m, bir bitimga esa o‘rtacha 187 ming so‘m to‘g‘ri kelgan. Bu ko‘rsatkichlar birja o‘sha davrda kundalik narx shakllanadigan likvid bozor emas, balki haftasiga bir martadan kam o‘tkaziladigan, kichik hajmli aksiya auksioni sifatida faoliyat yuritganini ko‘rsatadi.

Arxiv hujjatlari aksiyalarni sotish tarmoq boshqaruv organlari faoliyatining rejalashtiriladigan ko‘rsatkichi sifatida qaralganini ham tasdiqlaydi. 2003 yilda bir tarmoq tizimidagi aksiyadorlik jamiyatlari birja bahosida 425 mln so‘mlik aksiya sotgan va «aksiyalarni sotish bo‘yicha topshiriq 106 foizga bajarilgan» [16, 169-v.]; 2004 yilda «O‘zmevasabzavotuzumsanoat-xolding» tarkibidagi jamiyatlar 201,2 mln so‘mlik aksiya sotib, topshiriqni 115,6 foizga bajargan [17, 100-v.]. «Topshiriq» va «bajarish foizi» kabi atamalar aksiyalar savdosi o‘sha bosqichda asosan xususiylashtirish dasturlari doirasida tashkil etilganini, investorlar talabi esa hali bozorning asosiy harakatlantiruvchi kuchiga aylanmaganini ko‘rsatadi.

2005 yilga kelib bozor sezilarli kengaydi. Birja rahbariyati ma’lumotiga ko‘ra, yil davomida 643 ta aksiyadorlik jamiyati aksiyalari bo‘yicha 5 823 ta bitim tuzilib, savdo hajmi 41,6 mlrd so‘mga yetgan, uning 63,2 foizi ikkilamchi bozorga to‘g‘ri kelgan. Erkin almashtiriladigan valyutadagi savdolar 10 691,2 ming AQSh dollarini tashkil etgan, 2004 yilga nisbatan ikkilamchi bozor 15 foizga, valyutadagi savdo 1,4 baravar oshgan [18]. Ikkilamchi bozor ulushining yarmidan oshishi muhim sifat o‘zgarishi edi: birja endi faqat aksiyalarni davlatdan birinchi egaga o‘tkazish joyi emas, balki aksiyalar egalar o‘rtasida qayta sotiladigan bozor sifatida ham ishlay boshladi.

Shunga qaramay, bu ko‘rsatkichlarni iqtisodiyot ko‘lami bilan solishtirish lozim. Arxiv ma’lumotiga ko‘ra, 2005 yil oxirida 1 AQSh dollari 1 180 so‘mga teng bo‘lgan [19, 37–38-v.]. Shuni hisobga olsak, birjaning yillik aylanmasi taxminan 35 mln dollarni tashkil etgan, bir bitimga esa o‘rtacha 7,1 mln so‘m to‘g‘ri kelgan. Shu yili davlat qimmatli qog‘ozlari bozorida 23 ta diler faoliyat yuritgan, ulardan biri litsenziyasi qaytarib olingani sababli dilerlar safidan chiqarilgan [19, 50, 56-v.]. Ushbu ma’lumotlar fond bozori institutsional jihatdan shakllanganini, ammo hajm jihatidan iqtisodiyotni moliyalashtirishda hali kichik o‘rin egallaganini ko‘rsatadi. 1998 va 2005 yillar ko‘rsatkichlari 1-jadvalda qiyoslangan.

1-jadval. «Toshkent» RFB savdo ko‘rsatkichlari: 1998 va 2005 yillar

Ko‘rsatkich	1998 yil	2005 yil	O‘zgarish
Aksiyalari savdoga chiqqan jamiyatlar soni	118	643	5,4 baravar
Tuzilgan bitimlar soni	2 250	5 823	2,6 baravar
Savdo hajmi	420,6 mln so‘m	41,6 mlrd so‘m	≈ 99 baravar (nominal)

Ko‘rsatkich	1998 yil	2005 yil	O‘zgarish
Bir bitimning o‘rtacha hajmi	≈ 187 ming so‘m	≈ 7,1 mln so‘m	≈ 38 baravar (nominal)
Ikkilamchi bozor ulushi	ma’lumot yo‘q	63,2 %	–
Yetakchi segment / xususiyat	qurilish, transport va kommunikatsiya (38,4 %)	valyutadagi savdo 10,7 mln AQSh dollari	–

Jadvaldagi nominal o‘sish ko‘rsatkichlari o‘sha yillardagi inflyatsiya va valyuta kursi o‘zgarishini o‘z ichiga oladi, shu sababli ular bozorning real kengayishini aniq o‘lchamaydi. Bitimlar va emitentlar sonining o‘sishi esa inflyatsiyaga bog‘liq bo‘lmagan, ishonchliroq ko‘rsatkichdir. Ular birjaning qamrovi yetti yil ichida sezilarli kengayganini ko‘rsatadi.

Huquqiy bazaning takomillashuvi. Bozor rivojidagi cheklovlarni hisobga olgan holda birja rahbariyati 2006–2007 yillarga mo‘ljallangan rivojlanish strategiyasini ishlab chiqdi. Uning asosiy maqsadlari milliy fond bozorining raqobatbardoshligini oshirish, ichki va tashqi investorlarni rag‘batlantirish, korporativ qimmatli qog‘ozlar bozori ishtirokchilarining axborot ta’minotini yaxshilash va ikkilamchi bozorni faollashtirish deb belgilandi [18]. 2008 yil 22 iyulda qabul qilingan «Qimmatli qog‘ozlar bozori to‘g‘risida»gi ZRU-163-son Qonun 1993 yilgi Qonun o‘rnini egalladi va bozor ishtirokchilari faoliyatini zamonaviy talablar asosida tartibga soldi [20]. 2014 yil 12 sentabrdagi ZRU-375-son Qonun bilan «Birjalar va birja faoliyati to‘g‘risida»gi Qonunga kiritilgan o‘zgartish va qo‘shimchalar birja savdolari, listing va bozor ishtirokchilari faoliyatiga oid normalarni yanada aniqlashtirdi [21].

Manbalar tahlili 1994–2016 yillarda fond bozori rivojini sekinlashtirgan omillarni ajratish imkonini beradi: aksiyalarning keng aholi qatlamlari o‘rtasida tarqalmagani va yirik egalar qo‘lida to‘planib qolgani; bozor ishtirokchilari sonining kamligi va savdo hajmining pastligi; korporativ boshqaruv normalarining amaliyotga to‘liq joriy etilmagani; xorijiy portfel investorlar ishtirokining cheklanganligi. Bu omillarning umumiy ildizi bitta: fond bozori dastlab investor talabiga emas, xususiylashtirish dasturlariga tayangan holda shakllangan edi.

Investitsiya institutiga burilish (2017–2022). Vazirlar Mahkamasining 2017 yil 10 maydagi «Fond birjasida aksiyalarni ommaviy taklif qilishni tashkil etish to‘g‘risida»gi 268-son qarori bilan O‘zbekistonda ilk bor aksiyalarni fond birjasi orqali birlamchi (IPO) va ikkilamchi (SPO) ommaviy taklif qilish tartibi joriy etildi [22]. Qarorda anderrayterlar faoliyati, obuna kampaniyasi, narx diapazonini aniqlash va arizalarni qabul qilish tartibi belgilandi. Mazmunan bu hujjat oldingi davrdan farq qiladi: endi aksiya sotishning bosh maqsadi davlat ulushini kamaytirish emas, korxona uchun kapital jalb qilish deb qaraldi. Shu yillarda boshlangan islohotlar milliy tadqiqotchilar tomonidan fond bozoridagi tub o‘zgarishlarning boshlanishi sifatida baholangan [6].

2019 yilda qimmatli qog‘ozlar bozorini tartibga solish va rivojlantirish vazifasi yangi tashkil etilgan Kapital bozorini rivojlantirish agentligiga yuklatildi [23]. Vazirlar Mahkamasining 2022 yil 15 avgustdagi «Davlat ishtirokidagi yirik korxonalar aksiyalarini fond birjasida birlamchi va ikkilamchi ommaviy joylashtirish to‘g‘risida»gi 446-son qarori bilan esa bu siyosat davlat ishtirokidagi yirik korxonalarga tatbiq etildi: ularni ommaviy joylashtirishga tayyorlash bosqichlari, xalqaro audit va korporativ boshqaruv talablari belgilandi [24]. 1990-yillar bilan qiyoslaganda tub farq ko‘zga tashlanadi: o‘sha davrda aksiyalar paketlari ma’muriy tuzilma bo‘yicha taqsimlangan bo‘lsa, endi korxonalar xalqaro audit va korporativ boshqaruv standartlariga o‘tish orqali o‘z aksiyalarini ochiq bozorga chiqarishga tayyorlanmoqda. Tadqiqot natijalari asosida fond bozori rivojining tarixiy davriylashtirish modeli ishlab chiqildi (2-jadval).

2-jadval. O‘zbekiston fond bozori rivojining davriylashtirish modeli (1993–2022)

Bosqich	Asosiy huquqiy hujjatlar	Bozorning ustuvor vazifasi	Xarakterli belgilar
I. Institutsional shakllanish (1993–1996)	918-XII-son Qonun (1993), PF-789 (1994), VM 285-son qarori (1994)	Xususiylashtirish infratuzilmasini yaratish	Birja va depozitariy tashkil etildi, xorijiy birjalar tajribasi o‘rganildi
II. Paketli xususiylashtirish (1997–2004)	PF-1740 (1997)	Aksiyalarni davlatdan birinchi egaga o‘tkazish	25/26/25 tuzilmasi, aksiyalar savdosi dasturlar asosida, past likvidlik
III. Ikkilamchi bozorning shakllanishi (2005–2016)	ZRU-163 (2008), ZRU-375 (2014)	Aksiyalar muomalasini kengaytirish	Ikkilamchi bozor ulushi 63,2 % (2005), huquqiy baza takomillashdi
IV. Investitsiya institutiga o‘tish (2017–2022)	VM 268-son (2017) va 446-son (2022) qarorlari	Kapital jalb qilish	IPO/SPO tartibi, Kapital bozorini rivojlantirish agentligi, yirik korxonalarni joylashtirishga tayyorlash

Muhokama. Olingan natijalar R. Pomfret tomonidan qayd etilgan bosqichma-bosqich islohotlar xususiyatiga mos keladi [2]: fond bozori institutlari qisqa muddatda huquqan yaratilgan bo‘lsa-da, ularning to‘laqonli bozor mexanizmiga aylanishi uzoq vaqt talab qildi. OECD tadqiqotida ta’kidlanganidek, birjaning korporativ boshqaruvga ta’siri listing talablari va axborot oshkoraligi bilan belgilanadi [1]. O‘zbekiston tajribasida bu omillar asosan 2017 yildan keyin huquqiy jihatdan mustahkamlana boshladi. Shu ma’noda 2017–2022 yillardagi islohotlarni oldingi bosqichlarda yaratilgan infratuzilmaning yangi sifat bosqichiga o‘tishi deb baholash mumkin.

Tadqiqot natijalari o‘tish davri iqtisodiyotida fond bozori rivojining umumiy qonuniyatini ham ko‘rsatadi. Xususiylashtirish orqali yaratilgan aksiyadorlik jamiyatlarida mulk avvalo mehnat jamoalari, davlat va strategik investorlar o‘rtasida taqsimlanadi, bu esa erkin muomaladagi

aksiyalar ulushini kamaytiradi. Erkin muomaladagi aksiyalar kam bo‘lgan bozorda narx shakllanishi sust kechadi va birja korxona qiymatini baholash vazifasini to‘liq bajara olmaydi. O‘zbekiston misolida bu holat 1998 yilgi savdolarning kichik hajmida yaqqol ko‘rinadi. 2005 yilda ikkilamchi bozor ulushining oshishi esa vaqt o‘tishi bilan aksiyalarning qayta sotilishi orqali muomaladagi aksiyalar doirasi kengayganini ko‘rsatadi.

Iqtisodchi olimlarning fond bozori holatiga oid ishlarida [5; 7] bozorning hozirgi muammolari asosan joriy ko‘rsatkichlar orqali tahlil qilinadi. Mazkur tadqiqot bu muammolarning tarixiy ildizini ko‘rsatadi: aksiyalarning mehnat jamoalari va yirik egalar qo‘lida to‘planishi, erkin sotuv ulushining cheklanganligi 1997 yilda belgilangan taqsimlash tuzilmasidan boshlangan. Bu xulosa fond bozorini rivojlantirish bo‘yicha hozirgi chora-tadbirlarni baholashda tarixiy tajribani hisobga olish zarurligini ko‘rsatadi.

Shu bilan birga tadqiqotning bir qator chegaralari bor. Birinchidan, arxiv hisobotlari ayrim tarmoqlar va yillar bo‘yicha saqlangan, shuning uchun 1998–2005 yillar oralig‘idagi har bir yil dinamikasini kuzatish imkoni cheklangan. Ikkinchidan, 2022 yilgi qarorda belgilangan korxonalarni ommaviy joylashtirish jarayonining amaldagi natijalarini baholash alohida tadqiqotni talab etadi.

Xulosa. Birinchidan, O‘zbekistonda fond bozorining huquqiy poydevori 1993–1994 yillarda qisqa muddatda yaratilgan va dastlabki bosqichdayoq davlat mulkini xususiylashtirish siyosati bilan bog‘langan. Institutsional tajriba Moskva, Frankfurt va Syurix birjalaridan moslashtirilgan.

Ikkinchidan, arxiv hujjatlari 1990-yillar oxiri – 2000-yillar boshida aksiyalar paketlari PF-1740-son Farmonda belgilangan tuzilma asosida qayta taqsimlanganini, aksiyalar savdosi esa xususiylashtirish dasturlari doirasida rejalashtiriladigan ko‘rsatkich sifatida tashkil etilganini ko‘rsatadi. Bu davrda fond bozori asosan xususiylashtirishni ta’minlovchi institut vazifasini bajargan.

Uchinchidan, 1998–2005 yillarda bitimlar soni 2,6 baravar, aksiyalari savdoga chiqqan jamiyatlar soni 5,4 baravar oshgan, ikkilamchi bozor ulushi 63,2 foizga yetgan. Bu sifat jihatdan ijobiy siljish bo‘lsa-da, birjaning yillik aylanmasi taxminan 35 mln AQSh dollari darajasida bo‘lgan.

To‘rtinchidan, 2017 va 2022 yillardagi IPO va SPO islohotlari fond bozori vazifasini xususiylashtirishdan kapital jalb qilishga yo‘naltirishdagi burilish bo‘ldi. Taklif etilgan to‘rt bosqichli davriylashtirish modeli bu jarayonni yaxlit ko‘rish imkonini beradi.

Tadqiqot natijalaridan kelib chiqib quyidagi takliflar ilgari suriladi: O‘zbekiston Milliy arxivida saqlanayotgan «Toshkent» RFB va Davlat mulki qo‘mitasi hujjatlarini tizimlashtirib, fond bozori tarixiga oid hujjatlar to‘plamini nashr etish; birja va Iqtisodiyot va moliya vazirligi

tomonidan 1994 yildan buyon savdo ko‘rsatkichlarining yagona ochiq statistik qatorini shakllantirish; oliy ta’lim muassasalarida iqtisodiyot tarixi kurslariga milliy fond bozori tarixiga oid mavzularni kiritish; 2022 yildan keyingi ommaviy joylashtirishlar natijalarini tarixiy-qiyosiy jihatdan o‘rganishni keyingi tadqiqotlar yo‘nalishi sifatida belgilash.

Foydalanilgan adabiyotlar ro‘yxati:

1. Christiansen H., Koldertsova A. The Role of Stock Exchanges in Corporate Governance // OECD Journal: Financial Market Trends. – 2009. – Vol. 2009, № 1. – P. 209–238. – DOI: https://doi.org/10.1787/fmt-v2009-art10-en

2. Pomfret R. The Central Asian Economies since Independence. – Princeton: Princeton University Press, 2006.

3. Pomfret R. The Central Asian Economies in the Twenty-First Century: Paving a New Silk Road. – Princeton: Princeton University Press, 2019.

4. Butikov I.L. Qimmatli qog‘ozlar bozori. – Toshkent: Konsauditinform, 2001. – 472 b.

5. Khalikov U. Role of Stock Exchanges in Economic Development of Uzbekistan // International Business Research. – 2017. – Vol. 10, № 1. – P. 172–180.

6. Mardanova R., Azizov O., Asatullayev X. Beginning of Fundamental Reform of the Stock Market in the Republic of Uzbekistan // International Journal of Innovative Technologies in Economy. – 2019. – № 6 (26). – P. 7–12. – DOI: https://doi.org/10.31435/rsglobal_ijite/30112019/6794

7. Kamilova S. Uzbekistan’s Stock Market Analysis and Stock Price Estimation in the Market // ISJ Theoretical & Applied Science. – 2022. – № 10 (114). – P. 178–181. – DOI: https://doi.org/10.15863/TAS.2022.10.114.33

8. O‘zbekiston Respublikasining «Qimmatli qog‘ozlar va fond birjasi to‘g‘risida»gi Qonuni. 1993 yil 2 sentabr, 918-XII-son. – URL: https://lex.uz/docs/112172

9. O‘zbekiston Milliy arxivi (O‘zMA), M-85-fond, 1-ro‘yxat, 17-ish.

10. O‘zbekiston Respublikasi Prezidentining «O‘zbekiston Respublikasida davlat tasarrufidan chiqarish va xususiylashtirish jarayonini yanada rivojlantirishning ustuvor yo‘nalishlari to‘g‘risida»gi PF-789-son Farmoni. 1994 yil 15 mart. – URL: https://lex.uz/docs/195995

11. O‘zbekiston Respublikasi Vazirlar Mahkamasining ««Toshkent» Respublika fond birjasining samarali faoliyat ko‘rsatishini ta’minlash va qimmatli qog‘ozlar bozori infratuzilmasini rivojlantirish chora-tadbirlari to‘g‘risida»gi 285-son qarori. 1994 yil 8 iyun. – URL: https://lex.uz/docs/749986

12. O‘zbekiston Respublikasi Prezidentining «Qimmatli qog‘ozlar bozorini rivojlantirish va xorijiy investorlarning respublika fond bozorida ishtirokini kengaytirish bo‘yicha qo‘shimcha chora-tadbirlar to‘g‘risida»gi PF-1740-son Farmoni. 1997 yil 31 mart. – URL: https://lex.uz/docs/168946

13. O‘zMA, 37-fond, 1-ro‘yxat, 2189-ish.

14. O‘zMA, 37-fond, 1-ro‘yxat, 3180-ish.

15. O‘zMA, 37-fond, 1-ro‘yxat, 3709-ish.

16. O‘zMA, 25-fond, 1-ro‘yxat, 249-ish.

17. O‘zMA, 25-fond, 1-ro‘yxat, 254-ish.

18. Saidbayev M. Fondovaya birja: strategiya razvitiya // Vecherniy Tashkent. – 2006. – 2 mart.

19. O‘zMA, M-85-fond, 1-ro‘yxat, 220-ish.

20. O‘zbekiston Respublikasining «Qimmatli qog‘ozlar bozori to‘g‘risida»gi Qonuni. 2008 yil 22 iyul, ZRU-163-son. – URL: https://lex.uz/docs/1374867

21. O‘zbekiston Respublikasining «O‘zbekiston Respublikasining «Birjalar va birja faoliyati to‘g‘risida»gi Qonuniga o‘zgartish va qo‘shimchalar kiritish haqida»gi Qonuni. 2014 yil 12 sentabr, ZRU-375-son. – URL: https://lex.uz/docs/2462670

22. O‘zbekiston Respublikasi Vazirlar Mahkamasining «Fond birjasida aksiyalarni ommaviy taklif qilishni tashkil etish to‘g‘risida»gi 268-son qarori. 2017 yil 10 may. – URL: https://lex.uz/docs/3200313

23. O‘zbekiston Respublikasi Prezidentining «O‘zbekiston Respublikasi Kapital bozorini rivojlantirish agentligi faoliyatini tashkil etish to‘g‘risida»gi PQ-4127-son qarori. 2019 yil 24 yanvar. – URL: https://president.uz/ru/lists/view/2352

24. O‘zbekiston Respublikasi Vazirlar Mahkamasining «Davlat ishtirokidagi yirik korxonalar aksiyalarini fond birjasida birlamchi va ikkilamchi ommaviy joylashtirish to‘g‘risida»gi 446-son qarori. 2022 yil 15 avgust. – URL: https://lex.uz/docs/6157954