

DAVLAT QIMMATLI QOG‘OZLAR BOZORINI RIVOJLANTIRISH MASALALARI

Hayitboyeva Durdona Muhammadqul qizi

Termiz davlat universiteti

Iqtisodiyot va turizm fakulteti

moliya yo‘nalishi talabasi

Annotatsiya: Ushbu maqolada davlat qimmatli qog‘ozlari bozorining iqtisodiy mohiyati, tarkibiy unsurlari, shakllanish omillari va O‘zbekiston moliya tizimidagi amaliy vazifalari tadqiq etilgan. Tadqiqotda davlat g‘aznachilik obligatsiyalari va suveren xalqaro obligatsiyalar davlat qarzini boshqarish, budjet taqchilligini qoplash, pul-kredit siyosati signallarini shakllantirish, bank tizimi likvidligini tartibga solish va ichki jamg‘armalarni investitsiyaga aylantirish mexanizmi sifatida tahlil qilindi. Me‘yoriy-huquqiy asoslar, rasmiy statistik ko‘rsatkichlar va mahalliy tadqiqotchilar qarashlari asosida O‘zbekistonda bozorning 2018-yildan keyingi faollashuvi, emissiya muddatlarining uzayishi, Markaziy depozitariy infratuzilmasining kuchayishi va elektron savdo mexanizmlarining ahamiyati ochib berildi. Natijalar shuni ko‘rsatadiki, bozorning hajman kengayishi hali to‘liq institutsional chuqurlashuvni anglatmaydi. Likvid ikkilamchi bozorning sustligi, investorlar bazasining torligi, uzoq muddatli instrumentlar ulushining pastligi, axborot ochiqqligi va chakana investorlar uchun qulay kirish kanallarining yetarli emasligi rivojlanishni cheklamoqda. Maqolada market-meykerlik institutini kuchaytirish, benchmark muddatlar bo‘yicha muntazam emissiya yo‘lga qo‘yish, inflyatsiyaga bog‘langan va yashil obligatsiyalarni kengaytirish, chakana investorlar uchun raqamli savdo kanalini yaratish hamda davlat qarzi risklarini ochiq monitoring qilish bo‘yicha amaliy takliflar asoslandi.

Kalit so‘zlar: Davlat qimmatli qog‘ozlari, davlat g‘aznachilik obligatsiyalari, suveren xalqaro obligatsiyalar, davlat qarzi, budjet taqchilligi, ikkilamchi bozor, likvidlik, market-meyker, daromadlilik egri chizig‘i, kapital bozori, investorlar bazasi, moliyaviy barqarorlik.

Kirish

Davlat qimmatli qog‘ozlari bozori moliya tizimida faqat qarz olish maydoni emas, balki davlat, bank sektori, real iqtisodiyot va investorlar o‘rtasidagi moliyaviy ishonchni o‘lchaydigan institutsional mexanizmdir. Davlat obligatsiyasi xaridor uchun daromad keltiruvchi moliyaviy aktiv, davlat uchun esa vaqtinchalik bo‘sh mablag‘larni qonuniy va bozor shartlarida jalb qilish vositasi hisoblanadi. Uning iqtisodiy mazmuni

qarz majburiyati bilan cheklanmaydi. Bu instrument orqali budget taqchilligi inflyatsion emissiyasiz moliyalashtiriladi, milliy valyutadagi foiz stavkalari uchun yo‘nalish belgilanadi, banklararo likvidlik boshqariladi va jamg‘armalar ishlab chiqarish hamda infratuzilma loyihalariga yo‘naltiriladi.

O‘zbekiston tajribasida davlat qimmatli qog‘ozlari bozorining dolzarbligi davlat moliyasi barqarorligi, ichki qarz bozorini chuqurlashtirish va kapital bozorining ishonchli narx indikatori zarurati bilan bog‘liq. Mamlakatda davlat qarzi va qimmatli qog‘ozlar bozoriga oid huquqiy baza takomillashdi. “Davlat qarzi to‘g‘risida”gi Qonunda davlat tomonidan mablag‘ jalb qilish davlat qimmatli qog‘ozlarini chiqarish va joylashtirish orqali amalga oshirilishi mumkinligi, bunday mablag‘lar budget taqchilligini qoplash, ijtimoiy va infratuzilma loyihalarini moliyalashtirish, davlat qarzini qayta moliyalashtirish va pul mablag‘larini boshqarish uchun ishlatilishi belgilangan [1]. “Qimmatli qog‘ozlar bozori to‘g‘risida”gi qonunchilik esa obligatsiyalar, davlat g‘aznachilik obligatsiyalari va boshqa moliyaviy instrumentlarning muomalasi uchun umumiy huquqiy maydon yaratadi [2].

Davlat qimmatli qog‘ozlari bozori samarali ishlashi uchun uning tarkibiy unsurlari bir-biri bilan uzviy bog‘lanishi zarur. Emitent sifatida Iqtisodiyot va moliya vazirligi qarz olish hajmi, muddati va instrument turini belgilaydi. Markaziy bank fiskal agent va pul-kredit siyosati yurituvchi institut sifatida foiz stavkalari, likvidlik va bozor kutilmalarini kuzatadi. Birja va auksion platformalari narx shakllanishini ta‘minlaydi. Markaziy depozitariy egalik huquqi va hisob-kitoblarning texnik ishonchliligini kafolatlaydi. Dilerlar, banklar, sug‘urta kompaniyalari, investitsiya vositachilari va jismoniy shaxslar esa talab tomonini shakllantiradi. Shu zanjirning bir bo‘g‘ini sust ishlasa, obligatsiya nominal jihatdan mavjud bo‘lsa ham, bozor iqtisodiyot uchun to‘liq signal bera olmaydi.

Maqolaning maqsadi O‘zbekistonda davlat qimmatli qog‘ozlari bozorining nazariy va amaliy mazmunini tahlil qilish, uning shakllanishiga ta‘sir etuvchi omillarni aniqlash, mavjud muammolarni baholash hamda bozorni rivojlantirish bo‘yicha iqtisodiy asoslangan takliflar ishlab chiqishdan iborat. Tadqiqotning amaliy ahamiyati shundaki, davlat obligatsiyalari bozori moliyaviy barqarorlikni mustahkamlash bilan birga, xususiy obligatsiyalar, ipoteka qimmatli qog‘ozlari, investitsiya fondlari va pensiya jamg‘armalari kabi kapital bozori segmentlari uchun ham tayanch narx tizimini yaratadi.

Adabiyotlar tahlili va metodologiya

Mahalliy ilmiy adabiyotlarda davlat qimmatli qog‘ozlari bozori ko‘proq kapital bozori, davlat qarzi, bank tizimi likvidligi va investitsiya resurslarini jalb qilish masalalari

bilan bog‘liq holda o‘rganilgan. A. D. Ashurova davlat qimmatli qog‘ozlari emissiyasi va muomalasini budjet defitsitini qoplash, moliyaviy barqarorlik va ichki bozorni rivojlantirish vositasi sifatida baholaydi [8]. Ushbu yondashuv davlat obligatsiyalarining fiskal vazifasini to‘g‘ri ochadi, biroq bozorning chuqurligi, ikkilamchi savdolar va investorlar tarkibi alohida tahlil qilinmasa, instrumentning real iqtisodiy samarasi to‘liq ko‘rinmaydi.

F. Sindarov O‘zbekiston qimmatli qog‘ozlar bozoridagi likvidlik pastligi, investitsiya vositalari cheklanganligi, xalqaro moliya bozorlariga integratsiyaning sustligi va moliyaviy savodxonlik yetishmasligini kapital bozorining asosiy muammolari sifatida ko‘rsatadi [9]. Bu xulosa davlat qimmatli qog‘ozlari bozoriga ham bevosita tegishli. Chunki davlat obligatsiyalarining ishonchliligi yuqori bo‘lsa-da, ular keng investorlar qatlamiga yetib bormasa, ularning jamg‘armalarni safarbar etish salohiyati cheklanadi. A. Q. Ro‘ziqulov ikkilamchi qimmatli qog‘ozlar bozorining likvidlik darajasi kapital bozorining iqtisodiyot bilan bog‘lanishini belgilashini asoslaydi [10]. Ushbu qarash davlat qimmatli qog‘ozlariga nisbatan yanada muhim, chunki likvid ikkilamchi bozor bo‘lmagan sharoitda investor obligatsiyani muddatidan oldin adolatli narxda sotish imkonidan mahrum bo‘ladi.

A. I. Karimov fond bozorida investorlarning mablag‘larini jalb qilish mexanizmlarini tahlil qilib, moliyaviy texnologiyalar, birlamchi va ikkilamchi savdo jarayonlari hamda portfel investitsiyalar ahamiyatini ko‘rsatadi [11]. N. A. Shamsiddinov qimmatli qog‘ozlar bozorining institutsional tuzilmasi, kapitalni samarali taqsimlash va aholi jamg‘armalarini real sektorga yo‘naltirishdagi rolini yoritadi [12]. Ushbu tadqiqotlar asosida davlat obligatsiyalari bozorini rivojlantirishni faqat emissiya hajmini oshirish bilan o‘lchash xato ekani ayon bo‘ladi. Bozorning sifati savdo infratuzilmasi, narx signali, investorlar ishonchi, hisob-kitob tizimi va axborot oshkoraligi bilan belgilanadi.

Tadqiqot metodologiyasi huquqiy tahlil, institutsional tahlil, statistik dinamikani baholash, qiyosiy yondashuv va riskga asoslangan baholash usullariga tayandi. Huquqiy tahlilda “Davlat qarzi to‘g‘risida”gi Qonun, “Qimmatli qog‘ozlar bozori to‘g‘risida”gi qonunchilik va 2025-yilgi Davlat budjeti parametrlaridan foydalanildi. Statistik tahlilda davlat g‘aznachilik obligatsiyalari emissiyasi, budjet taqchilligini qoplash manbalari, fond bozori savdo hajmi va hisob-kitob infratuzilmasi bo‘yicha rasmiy ma‘lumotlar solishtirildi. Qiyosiy yondashuvda rivojlangan bozorlardagi benchmark muddatlar, market-meykerlik, inflyatsiyaga bog‘langan obligatsiyalar va raqamli savdo kanallarining O‘zbekiston sharoitiga moslashish imkoniyatlari baholandi.

Metodologik cheklovlar ham mavjud. O‘zbekistonda davlat qimmatli qog‘ozlari bo‘yicha ochiq statistikalar ko‘p hollarda alohida auksionlar kesimida beriladi, investorlar tarkibi, ikkilamchi bozor aylanmasi va chakana investorlar ulushi doimiy ravishda batafsil e‘lon qilinmaydi. Shu sababli tadqiqotda mavjud rasmiy ma‘lumotlar, Markaziy bankning yillik hisobotlari, Markaziy depozitariy hisoboti va birja axborotlari asosida ehtiyotkor xulosalar chiqarildi. Bu yondashuv umumlashtirishda ortiqcha da‘vordan qochish va muammolarni real ko‘rsatkichlar bilan bog‘lash imkonini berdi.

Tahlil va natijalar

O‘zbekiston qonunchiligiga ko‘ra, O‘zbekiston Respublikasi nomidan chiqariladigan davlat qimmatli qog‘ozlari **davlat g‘aznachilik obligatsiyalari** va **suveren xalqaro obligatsiyalardan** iborat [1]. Davlat g‘aznachilik obligatsiyalari rezidentlar, Markaziy bank bilan kelishuvga ko‘ra norezidentlar o‘rtasida joylashtirilishi mumkin. Ular qat‘iy belgilangan stavkali, o‘zgaruvchan stavkali, diskont va inflyatsiyaga bog‘langan obligatsiyalar shaklida chiqarilishi mumkin [1]. Bu tasnif bozorning mazmunini aniq ko‘rsatadi. Qat‘iy stavkali obligatsiya investorga oldindan ma‘lum daromad beradi. O‘zgaruvchan stavkali obligatsiya foiz stavkalari o‘zgarishiga moslashadi. Diskont obligatsiya nominaldan past narxda joylashtiriladi va so‘ndirishda nominal qiymat qaytariladi. Inflyatsiyaga bog‘langan obligatsiya investorning real daromadini saqlashga xizmat qiladi.

Davlat qimmatli qog‘ozlari bozorining shakllanishiga makroiqtisodiy barqarorlik, budget siyosati, pul-kredit siyosati, institutsional infratuzilma va investorlar ishonchi ta‘sir ko‘rsatadi. Makroiqtisodiy barqarorlik foiz stavkasi va inflyatsiya kutilmalarini boshqaradi. Budget siyosati emissiya hajmi va qarz olish zaruratini belgilaydi. Pul-kredit siyosati davlat obligatsiyalarining daromadlilik egri chizig‘i orqali banklararo foizlar va kredit narxiga ta‘sir qiladi. Institutsional infratuzilma savdo, depo hisobvaraqlari, kliring, hisob-kitob va axborot almashinuvi sifatini belgilaydi. Investorlar ishonchi esa obligatsiyalarni sotib olishga tayyorlik, talabning barqarorligi va ikkilamchi bozorda savdo faolligida namoyon bo‘ladi.

Davlat obligatsiyalarining amaliy qo‘llanishi O‘zbekiston budget siyosatida yaqqol ko‘rinmoqda. 2025-yil uchun konsolidatsiyalashgan budget taqchilligining cheklangan miqdori YaIMga nisbatan 3 foiz etib belgilangan [3]. Taqchillikni boshqarishda ichki qarz instrumentlari muhim o‘rin egallaydi. Bazaviy statistik materiallarda 2022-yilda davlat g‘aznachilik obligatsiyalarini chiqarish orqali 6,4 trillion so‘m jalb qilingani, 2023-yilda bu ko‘rsatkich 16,1 trillion so‘mga, 2024-yilda 25,0 trillion so‘mga yetgani, 2025-yilda esa 25,2 trillion so‘m atrofida prognoz qilingani qayd etilgan [13]. Ushbu

dinamika davlat qimmatli qog'ozlari ichki moliyalashtirish tizimida yordamchi manbadan asosiy instrumentlardan biriga aylanayotganini ko'rsatadi.

Emissiya hajmining o'sishi ijobiy belgi, lekin uning sifati muddat tuzilmasi bilan baholanadi. Bazaviy tahlilga ko'ra, qisqa muddatli obligatsiyalar hajmi 2018-yildagi 397 milliard so'mdan 2024-yilda 19 439 milliard so'mgacha ko'tarilgan, 2025-yilning birinchi choragida esa 4 364 milliard so'm bo'lgan. O'rta muddatli obligatsiyalar 2024-yilda 12 765 milliard so'mga yetgan. Uzoq muddatli obligatsiyalar hajmi 2024-yilda 1 465 milliard so'm darajasida qolgan [13]. Bu raqamlar bozor o'sayotganini, ammo uzoq muddatli moliyalashtirish bazasi hali yetarli chuqurlikka ega emasligini bildiradi. Uzoq muddatli instrumentlar past ulushda qolsa, infratuzilma, energetika, transport va ijtimoiy obyektlar kabi uzoq qaytish davriga ega loyihalarni ichki bozorda moliyalashtirish qiyinlashadi.

Davlat qimmatli qog'ozlari bozorining pul-kredit siyosatidagi roli daromadlilik egri chizig'i orqali ochiladi. Markaziy bank 2024-yilda davlat qimmatli qog'ozlari daromadlilik egri chizig'ini hisoblash va e'lon qilish amaliyoti joriy etilganini qayd etgan [4]. Bunday egri chiziq iqtisodiyot subyektlariga turli muddatlarda pulning narxi qanday shakllanayotganini ko'rsatadi. Bank kreditlari, korporativ obligatsiyalar va investitsion loyihalar rentabelligi davlat obligatsiyalari daromadliliigi bilan solishtiriladi. Agar davlat obligatsiyalari bo'yicha benchmark muntazam va ishonchli bo'lsa, korporativ qarz bozori ham aniqroq narxlanadi. Aksincha, benchmark uzluksiz bo'lmasa, xususiy sektor qarz qiymatini baholashda noaniqlik kuchayadi.

Bozor infratuzilmasida sezilarli o'zgarishlar amalga oshirilgan. "Qimmatli qog'ozlar markaziy depozitariysi" AJning 2024-yilgi hisobotida Markaziy bankdagi vakillik hisobvarag'i ochilgani, Markaziy depozitariyning hisob-kitob dasturiy ta'minoti Markaziy bankning banklararo to'lov tizimi bilan integratsiya qilingani, "Toshkent" fond birjasi va 30 dan ziyod investitsiya vositachilari uchun pul hisobvaraqlari ochilgani qayd etilgan [6]. 2024-yil 1-iyuldan boshlab Markaziy depozitariyda davlat qimmatli qog'ozlarining hisobi yuritilishi ta'minlangan [6]. Bu texnik yangilanish oddiy ko'rinishi mumkin, lekin bozor uchun fundamental ahamiyatga ega. Investor egalik huquqi aniq qayd etilishini, hisob-kitob vaqtida va xavfsiz yakunlanishini ko'rsa, obligatsiyani uzoq muddat saqlash yoki ikkilamchi bozorda sotish bo'yicha ishonchi ortadi.

Kapital bozori umumiy faolligining o'sishi davlat qimmatli qog'ozlari bozoriga ham muhit yaratadi. "Toshkent" Respublika fond birjasi ma'lumotiga ko'ra, 2025-yilning birinchi yarim yilligida qimmatli qog'ozlar savdosining umumiy hajmi 12,02 trillion so'mni tashkil etib, 2024-yilning birinchi yarim yilligiga nisbatan 17 barobarga

oshgan. Tuzilgan bitimlar soni 214 851 taga yetgan, o'rtacha kunlik savdo hajmi esa 97,7 milliard so'm bo'lgan [5]. Bu ko'rsatkich davlat qimmatli qog'ozlari bozorini to'g'ridan-to'g'ri almashtirmaydi, chunki davlat obligatsiyalari alohida auksion va dilerlik mexanizmlariga ega. Shunga qaramay, umumiy savdo infratuzilmasi, investor tajribasi va moliyaviy xizmat ko'rsatish madaniyatining o'sishi davlat obligatsiyalariga talabni kengaytirish uchun muhim sharoit yaratadi.

O'zbekiston bozorining asosiy zaif nuqtasi **ikkilamchi bozor likvidligining** pastligidir. Investor obligatsiyani sotib olgandan keyin uni muddat oxirigacha ushlab turishga majbur bo'lsa, bu instrument bank depozitiga o'xshash passiv aktivga aylanadi. Ikkilamchi bozor faol bo'lsa, investor zarurat tug'ilganda obligatsiyani bozor narxida sotadi, yangi investor esa daromadlilik, muddat va riskni baholab kiradi. Bu jarayon narx signallarini jonlantiradi. Likvid bozor bo'lmasa, davlat obligatsiyalari daromadliliigi birlamchi auksion narxiga qamalib qoladi, risk mukofoti to'liq aks etmaydi va foiz stavkalari egri chizig'i iqtisodiyot uchun yetarli darajada reprezentativ bo'lmaydi.

Investorlar bazasining torligi ham rivojlanishni cheklaydi. Tijorat banklari davlat obligatsiyalarining asosiy xaridori bo'lib qolishi tabiiy, chunki banklar likvidlikni boshqarish, garov aktivlarini shakllantirish va foiz daromadi olish uchun bu instrumentdan foydalanadi. Lekin bozor faqat banklarga tayansa, davlat qarzi bank balansi ichida jamlanadi va real sektor kreditlashiga bilvosita siqib chiqarish bosimi paydo bo'lishi mumkin. Sug'urta kompaniyalari, investitsiya fondlari, pensiya jamg'armalari, korxonalar va jismoniy shaxslar keng qatnashsa, talab diversifikatsiyalanadi. Bu foiz stavkalarini barqarorlashtiradi va davlatning qarz olish xarajatini pasaytirishi mumkin.

Chakana investorlar uchun davlat obligatsiyalari bank omonatlariga muqobil bo'lishi mumkin, ammo amaliy kirish kanali sodda bo'lmasa, aholi bu instrumentni tanlamaydi. Obligatsiya sotib olish jarayoni mobil ilova orqali identifikatsiya, bank kartasi yoki hisobvaraqdan to'lov, daromadlilik va muddatni aniq ko'rish, soliq tartibini tushunish va muddatidan oldin sotish imkoniyati bilan bog'lansa, aholi jamg'armalari kapital bozoriga yaqinlashadi. Bunday model faqat texnik ilova yaratish emas. U investorni himoya qilish, riskni tushuntirish, savdo komissiyalarini oshkor qilish va shikoyatlarni tez ko'rib chiqish tizimini ham talab qiladi.

Davlat qimmatli qog'ozlari bozorida risklar ham mavjud. Foiz stavkasi riski obligatsiya narxining bozor stavkalari o'zgarishiga sezgirligida namoyon bo'ladi. Inflyatsiya riski nominal daromad real xarid qobiliyatini saqlab qolmasligiga olib keladi. Refinanslash riski qisqa muddatli qarzlar ulushi yuqori bo'lganda kuchayadi,

chunki davlat eski qarzni yopish uchun muntazam yangi qarz olishga majbur bo'ladi. Valyuta riski suveren xalqaro obligatsiyalar bo'yicha tashqi valyutadagi majburiyatlar oshganda kuchayadi. Likvidlik riski ikkilamchi bozorda xaridor yetishmasligi bilan bog'liq. Shaffoflik riski esa qarz strategiyasi, auksion natijalari, investorlar tarkibi va qarzga xizmat ko'rsatish xarajatlari to'liq ochilmaganda yuzaga chiqadi.

Amaliy rivojlantirish yo'llari bozorning real ishlash mexanizmini kuchaytirishga qaratilishi kerak. **Market-meykerlar** instituti davlat obligatsiyalari bo'yicha doimiy sotib olish va sotish kotirovkalarini ta'minlab, ikkilamchi bozorni jonlantiradi. Buning uchun market-meyker banklar va investitsiya vositachilariga aniq majburiyatlar, kotirovka oralig'i, minimal savdo hajmi va rag'batlantirish mexanizmlari belgilanadi. Benchmark muddatlar bo'yicha 1, 2, 3, 5 va 10 yillik obligatsiyalarni muntazam chiqarish foiz stavkalari egri chizig'ini to'liq shakllantiradi. Inflyatsiyaga bog'langan obligatsiyalar aholi va uzoq muddatli investorlar uchun real daromad kafolatini kuchaytiradi. Yashil obligatsiyalar esa energetika samaradorligi, suv tejash, jamoat transporti va ekologik infratuzilma loyihalarini moliyalashtirishga xizmat qiladi.

Bozorni rivojlantirishda axborot siyosati texnik masala emas, balki ishonch omilidir. Markaziy bankning fiskal agent sahifasida davlat qimmatli qog'ozlari bo'yicha joylashtirish sanasi, ISIN kodi, chiqarilish hajmi, muomala davri, so'ndirish sanasi, dilerlar soni, joylashtirish summasi va o'rtacha tortilgan foiz stavkasi kabi ko'rsatkichlar e'lon qilinadi [7]. Bu ma'lumotlar alohida auksionlarni kuzatish uchun foydali. Keyingi bosqichda investorlar tarkibi, ikkilamchi bozor aylanmasi, muddatlar bo'yicha so'ndirish jadvali, xorijiy investorlar ulushi va qarzga xizmat ko'rsatish xarajatlarini yagona interaktiv panelda muntazam e'lon qilish bozor intizomini kuchaytiradi.

Muhokama

O'zbekiston davlat qimmatli qog'ozlari bozori rivojlanishning o'tish bosqichida turibdi. Emissiya hajmlari oshayotgani, huquqiy baza mustahkamlanayotgani va hisob-kitob infratuzilmasi modernizatsiya qilinayotgani ijobiy o'zgarishdir. Biroq bozorning institutsional chuqurligi hali emissiya hajmiga mos emas. Hajm oshgani bilan ikkilamchi savdo sust bo'lsa, narx signali yetarli ishlamaydi. Muddatlar uzaygani bilan uzoq muddatli investorlar sinfi shakllanmasa, davlat qarzining barqarorligi asosan banklar balansiga bog'liq bo'lib qoladi. Elektron auksion mavjud bo'lgani bilan chakana investor uchun sodda savdo muhiti yaratilmasa, aholi jamg'armalari kapital bozoriga keng oqib kelmaydi.

Bozorni rivojlantirishda asosiy savol davlat qancha obligatsiya chiqargani emas, balki bu obligatsiyalar iqtisodiyotda qanday signal berganidir. Davlat obligatsiyasi foiz

stavkasi real iqtisodiyotdagi kapital qiymatini ko'rsatishi, bank kreditlari va korporativ obligatsiyalar uchun adolatli narx mezonini bo'lishi, investorlar uchun xavfsiz va likvid aktiv vazifasini bajarishi kerak. Agar davlat obligatsiyalari faqat budjet taqchilligini yopish vositasi sifatida ko'rilsa, bozor qisqa muddatli fiskal ehtiyojlarga bo'ysunib qoladi. Agar u kapital bozorining tayanch infratuzilmasi sifatida boshqarilsa, xususiy sektor moliyalashtirish imkoniyatlari kengayadi.

Davlat qarzi bozorini haddan tashqari tez kengaytirish ham ehtiyotkorlikni talab qiladi. Ichki obligatsiyalar tashqi qarzga nisbatan valyuta riskini kamaytiradi, lekin ular foiz xarajati va refinanslash riskini oshirishi mumkin. Qisqa muddatli obligatsiyalar ko'pchiqarilsa, har yili katta hajmdagi qarzni qayta joylashtirish zarurati paydo bo'ladi. Uzoq muddatli obligatsiyalar esa davlat uchun moliyalashtirishni barqarorlashtiradi, ammo investor uzoq muddatli inflyatsiya va stavka riskini qoplash uchun yuqoriroq daromadlilik talab qiladi. Shu sababli optimal muddat tuzilmasi budjet ehtiyoji, inflyatsiya kutilmalari, investorlar talabi va makroiqtisodiy prognozlar asosida shakllanishi kerak.

Xalqaro tajriba O'zbekiston uchun tayyor nusxa emas, balki moslashtiriladigan metodik manbadir. Rivojlangan bozorlarda davlat obligatsiyalari pensiya fondlari, sug'urta kompaniyalari, investitsiya fondlari va xorijiy investorlar portfelining asosiy qismi hisoblanadi. O'zbekistonda bunday investorlar sinfi hali keng emas. Shu bois bozorni rivojlantirish bir vaqtning o'zida uch yo'nalishni talab qiladi. Institutsional investorlar uchun prudensial qoidalar va uzoq muddatli aktivlar bozorini yaratish zarur. Aholi uchun soddalashtirilgan raqamli kirish va moliyaviy savodxonlik kerak. Xorijiy investorlar uchun hisob-kitob, soliq, valyuta konvertatsiyasi va axborot ochiqligi bo'yicha tushunarli rejim talab etiladi.

Davlat qimmatli qog'ozlari bozorida real rivojlanish indikatorlari aniq bo'lishi kerak. Bunday indikatorlarga muomaladagi obligatsiyalar hajmi, muddatlar bo'yicha taqsimot, ikkilamchi bozor aylanmasi, bid-ask spreadi, auksionlarda talab va taklif nisbati, investorlar tarkibi, chakana investorlar soni, norezidentlar ulushi, qarzga xizmat ko'rsatish xarajatlari va daromadlilik egri chizig'ining barqarorligi kiradi. Shu ko'rsatkichlar e'lon qilinmasa, bozor rivojlanishi haqida umumiy baho berish ko'pincha taxminga aylanadi. Bozor ishtirokchilari uchun aniq va muntazam ma'lumot iqtisodiy qaror sifatini oshiradi.

Xulosa

Davlat qimmatli qog'ozlari bozori O'zbekiston moliya tizimida budjet taqchilligini qoplash, davlat qarzini boshqarish, pul-kredit siyosati signallarini shakllantirish va ichki jamg'armalarni investitsiyaga aylantirishning muhim mexanizmiga aylanmoqda.

Huquqiy baza davlat g'aznachilik obligatsiyalari va suveren xalqaro obligatsiyalarni aniq tasniflab, ularni chiqarish maqsadlarini belgilagan. So'nggi yillarda emissiya hajmlarining o'sishi va hisob-kitob infratuzilmasining takomillashuvi bozorning shakllanish bosqichidan institutsional rivojlanish bosqichiga o'tayotganini ko'rsatadi. Bozorni chuqurlashtirish uchun asosiy urg'u emissiya hajmini mexanik oshirishga emas, likvidlik, investorlar bazasi, muddat tuzilmasi va axborot ochiqligini kuchaytirishga qaratilishi kerak. Market-meykerlik instituti, benchmark muddatlar bo'yicha muntazam emissiya, inflyatsiyaga bog'langan va yashil obligatsiyalar, chakana investorlar uchun mobil savdo kanali, Markaziy depozitariy va to'lov tizimlari integratsiyasini yanada chuqurlashtirish, investorlar huquqlarini tezkor himoya qilish va qarz risklarini ochiq monitoring qilish bozor samaradorligini oshiradi.

Davlat obligatsiyalari bozorining yetukligi iqtisodiyotda moliyaviy intizomni kuchaytiradi. U real sektor uchun kapital qiymatini ko'rsatadi, bank kreditlari va korporativ obligatsiyalar narxini aniqlashtiradi, davlat qarzi bo'yicha qarorlarni shaffoflashtiradi va aholi jamg'armalarini rasmiy investitsiya maydoniga jalb qiladi. O'zbekiston uchun eng muhim vazifa bozorni fiskal ehtiyojlarga xizmat qiluvchi instrument darajasida qoldirmasdan, butun kapital bozorining tayanch narx va ishonch infratuzilmasiga aylantirishdir.

FOYDALANILGAN ADABIYOTLAR RO'YXATI

1. O'zbekiston Respublikasining "Davlat qarzi to'g'risida"gi Qonuni. O'RQ-836-son, 29.04.2023. Qonunchilik ma'lumotlari milliy bazasi. <https://lex.uz/uz/docs/-6446817>.
2. O'zbekiston Respublikasining "Qimmatli qog'ozlar bozori to'g'risida"gi Qonuni. O'RQ-387-son tahriri, 03.06.2015. Qonunchilik ma'lumotlari milliy bazasi. <https://lex.uz/docs/-2662539>.
3. O'zbekiston Respublikasining "2025-yil uchun O'zbekiston Respublikasining Davlat budjeti to'g'risida"gi Qonuni. O'RQ-1011-son, 24.12.2024. Qonunchilik ma'lumotlari milliy bazasi. <https://www.lex.uz/uz/docs/-7277618>.
4. O'zbekiston Respublikasi Markaziy banki. Yillik hisobot 2024. Toshkent, 2025. <https://cbu.uz>.
5. Respublika fond birjasi "Toshkent". 2025-yilning birinchi yarim yilligi bo'yicha savdo natijalari. Toshkent, 2025. <https://uzse.uz/boards/4090?locale=uz>.
6. "Qimmatli qog'ozlar markaziy depozitariysi" AJ. 2024-yil bo'yicha yillik hisobot. Toshkent, 2025. <https://uzcsd.uz>.
7. O'zbekiston Respublikasi Markaziy banki. O'zbekiston Respublikasi Iqtisodiyot va moliya vazirligi tomonidan muomalaga chiqarilgan qimmatli qog'ozlar bo'yicha ma'lumotlar. <https://cbu.uz/uz/monetary-policy/operations/fiscal-agent/>.

8. Ashurova D. M. Davlat qimmatli qogʻozlarining emissiyasi va ularning moliyaviy bozordagi muomalasi // Raqamli iqtisodiyot. 2025. 12-son. B. 299-310.
9. Sindarov F. Oʻzbekiston kapital bozoridagi muammo va kamchiliklar tahlili // Iqtisodiy taraqqiyot va tahlil. 2025. 3-jild, 1-son. B. 146-154. DOI: 10.60078/2992-877X-2025-vol3-iss1-pp146-154.
10. Roʻziqulov A. Q. Oʻzbekistonda ikkilamchi qimmatli qogʻozlar bozori hozirgi holati tahlili // Yashil iqtisodiyot va taraqqiyot. 2023. 10-son. B. 74-91.
11. Karimov A. I. Oʻzbekiston fond bozorida investorlarning pul mablagʻlarini jalb qilish mexanizmlaridan foydalanish // Yashil iqtisodiyot va taraqqiyot. 2023. 8-son. B. 27-32.
12. Shamsiddinov N. A. Oʻzbekiston qimmatli qogʻozlar bozorining rivojlanish holati va institutsional tuzilmasi // Yashil iqtisodiyot va taraqqiyot. 2026. 5-son. B. 152-163.
13. International Finance & Accounting. Oʻzbekiston Respublikasida davlat qimmatli qogʻozlari bozori boʻyicha statistik tahlil // Scientific Journal of International Finance & Accounting. 2025. 3-son. B. 4-6.