

KAPITAL BOZORINI HUQUQIY TARTIBGA SOLISHDA XALQARO STANDARTLAR VA MILLIY QONUNCHILIKNI UYG‘UNLASHTIRISH**Qalandarov Aminjon Amondullayevich***TDYU Tadbirkorlik va korporativ huquq sho‘basi**dotsenti v.b. y.f.f.d (PhD)***Annotatsiya**

Mazkur maqolada kapital bozorini huquqiy tartibga solishda xalqaro standartlar va O‘zbekiston milliy qonunchiligini uyg‘unlashtirish masalalari kompleks tahlil qilinadi. Tadqiqotda IOSCO tamoyillari, G20/OECD korporativ boshqaruv prinsiplari, Jahon banki va Xalqaro valyuta jamg‘armasining mahalliy valyutadagi obligatsiyalar bozorini rivojlantirishga oid yondashuvlari, shuningdek, ‘law and finance’ nazariyasi doirasidagi ilmiy qarashlar asos qilib olindi. Maqolada kapital bozori faqat qimmatli qog‘ozlarni chiqarish va ularning muomalasini tashkil etish bilan cheklanmaydigan, balki investorlar huquqlarini himoya qilish, korporativ boshqaruv, axborot oshkoraligi, bozor infratuzilmasi, professional ishtirokchilar faoliyati, regulator mustaqilligi, transchegaraviy listinglar, derivativlar, sekuritizatsiya va sud-huquqiy himoya mexanizmlarini o‘z ichiga oluvchi murakkab huquqiy-iqtisodiy tizim sifatida yoritiladi. Tadqiqot natijasida xalqaro standartlarni milliy qonunchilikka mexanik ko‘chirish yetarli emasligi, ularni milliy institutsional muhit, sud amaliyoti, davlat ulushi yuqori bo‘lgan korporativ sektor, investorlar bazasi va moliyaviy infratuzilma imkoniyatlari bilan uyg‘unlashtirish zarurligi asoslantiriladi.

Kalit so‘zlar: *kapital bozori, qimmatli qog‘ozlar bozori, IOSCO, OECD, investorlarni himoya qilish, korporativ boshqaruv, axborot oshkoraligi, regulator mustaqilligi, derivativlar, sekuritizatsiya, milliy qonunchilikni uyg‘unlashtirish.*

Kapital bozori zamonaviy iqtisodiyotda jamg‘armalarni investitsiyaga aylantiruvchi, xususi sektorini uzoq muddatli moliyalashtirish bilan ta‘minlovchi va davlat aktivlarini samarali xususiylashtirishga xizmat qiluvchi asosiy institutlardan biridir. Bank kreditlari iqtisodiyotni moliyalashtirishning muhim manbai bo‘lsa-da, yirik investitsiya loyihalari, infratuzilma, texnologik modernizatsiya va innovatsion faoliyatni moliyalashtirish uchun faqat bank tizimiga tayanish yetarli emas. Aynan kapital bozori iqtisodiyotda risklarni diversifikatsiya qilish, mulkdorlikni kengaytirish, korporativ boshqaruv sifatini oshirish va iqtisodiy resurslarni samarali taqsimlash imkonini beradi.

Kapital bozorining huquqiy tabiati uning iqtisodiy funksiyasidan kelib chiqadi. Qimmatli qog‘oz investor uchun kelajakdagi daromadga bo‘lgan huquqni ifodalaydi, biroq bu huquqning real qiymati emitentning moliyaviy holati, boshqaruv sifati, axborot oshkoraligi, sud himoyasi, regulatorning samaradorligi va bozor infratuzilmasining ishonchligiga bog‘liq. Shu sababli kapital bozori huquqi oddiy fuqarolik-huquqiy bitimlar majmui emas, balki ommaviy ishonchga asoslangan maxsus tartibga solish tizimidir.

Xalqaro amaliyot shuni ko‘rsatadiki, kapital bozori rivojlangan mamlakatlarda moliyalashtirishning alternativ va raqobatbardosh manbai sifatida shakllangan. Bunday bozorlar investorlar huquqlarini himoya qilish, emitentlar axborotini oshkor qilish, bozor manipulyatsiyasiga qarshi kurashish, korporativ boshqaruv standartlarini joriy etish va moliyaviy infratuzilmani barqaror yuritish bo‘yicha qat‘iy qoidalarga tayanadi. IOSCO tamoyillari qimmatli qog‘ozlar bozorini tartibga solishning asosiy maqsadlari sifatida investorlarni himoya qilish, adolatli, samarali va shaffof bozorlarni ta‘minlash hamda tizimli risklarni kamaytirishni belgilaydi [1]. Bu uch yo‘nalish har qanday milliy kapital bozori qonunchiligining baholash mezonini bo‘lib xizmat qiladi.

O‘zbekiston uchun kapital bozorini rivojlantirish masalasi alohida strategik ahamiyatga ega. So‘nggi yillarda mamlakatda davlat korxonalarini transformatsiya qilish, xususiylashtirish, xalqaro obligatsiyalar chiqarish, mahalliy fond bozorini faollashtirish va investorlar uchun jozibador muhit yaratishga qaratilgan islohotlar amalga oshirilmoqda. Xususan, O‘zbekiston Respublikasi Prezidentining 2023-yil 2-sentyabrdagi PQ–291-son qarori bilan kapital bozorini rivojlantirish bo‘yicha 2023–2025-yillarga mo‘ljallangan yo‘l xaritasi tasdiqlangan [6]. Ushbu hujjat kapital bozorining huquqiy, institutsional va infratuzilmaviy asoslarini takomillashtirishga qaratilgan muhim siyosiy-huquqiy asosdir.

Shu bilan birga, milliy kapital bozorida hali hal etilishi lozim bo‘lgan muammolar mavjud: bozor likvidligining pastligi, emitentlar sonining cheklanganligi, institutsional investorlar bazasining yetarli shakllanmagani, axborot oshkoraligining ko‘pincha formal tusga egaligi, minoritar investorlar himoyasining amaliy mexanizmlari zaifligi, derivativlar va sekuritizatsiya kabi zamonaviy instrumentlar bo‘yicha huquqiy rejimning to‘liq shakllanmagani. Ushbu muammolar kapital bozorini xalqaro standartlar bilan uyg‘unlashtirish vazifasini yanada dolzarb qiladi.

Mazkur maqolaning maqsadi kapital bozorini huquqiy tartibga solishda xalqaro standartlar va milliy qonunchilikni uyg‘unlashtirishning nazariy, normativ va amaliy jihatlarini tahlil qilish, O‘zbekiston qonunchiligidagi mavjud yutuq va muammolarni aniqlash hamda ilmiy-amaliy takliflar ishlab chiqishdan iborat. Tadqiqot metodologiyasi sifatida qiyosiy-huquqiy, tizimli-tahliliy, institutsional va normativ tahlil usullaridan foydalanildi.

Kapital bozorining huquqiy mohiyati va tartibga solish zarurati

Kapital bozorini huquqiy tartibga solish zarurati eng avvalo ushbu bozorning axborot assimetriasiga asoslanganligi bilan izohlanadi. Oddiy tovar bozorida xaridor ko‘p hollarda tovarning sifatini bevosita ko‘rishi yoki tekshirishi mumkin. Kapital bozorida esa investor aksiyani, obligatsiyani yoki boshqa moliyaviy instrumentni sotib olayotganda emitentning real aktivlari, qarz yuklamasi, daromad oqimlari, boshqaruv sifati va kelajakdagi risklari to‘g‘risida to‘liq axborotga ega bo‘lmaydi. Shu sababli huquqiy tartibga solish investorni himoya qilish orqali bozor ishonchini shakllantiradi.

Kapital bozorida agentlik muammosi ham keskin namoyon bo‘ladi. Aksiyadorlar, ayniqsa minoritar investorlar, jamiyat boshqaruvida bevosita qatnashmaydi. Direktorlar, menejment yoki nazorat paketiga ega shaxslar korporativ resurslardan o‘z manfaatlarini yo‘lida foydalanishi, affillangan shaxslar bilan bitimlar tuzishi, foydani yashirishi yoki dividend siyosatini investorlar manfaatlariga zid shakllantirishi mumkin. Shuning uchun kapital bozori huquqi korporativ boshqaruv huquqi bilan bevosita bog‘liqdir.

Ilmiy adabiyotlarda kapital bozori rivojlanishi va investorlar huquqlarining huquqiy himoyasi o‘rtasidagi bog‘liqlik keng yoritilgan. La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer va Vishny tomonidan ishlab chiqilgan ‘law and finance’ nazariyasiga ko‘ra, aksiyadorlar va kreditorlar huquqlarini samarali himoya qiluvchi huquqiy tizimlar moliya bozorlarining rivojlanishiga ijobiy ta‘sir ko‘rsatadi [10]. Bunda muhim jihat shundaki, investorlar huquqlarini qonunda e‘lon qilishning o‘zi yetarli emas; ushbu huquqlar sudlar, regulator, auditorlar va bozor institutlari tomonidan real himoya qilinishi kerak.

Pistor, Raiser va Gelfer o‘tish iqtisodiyotlari misolida qonun matni va huquqiy institutlar samaradorligi o‘rtasidagi farqni alohida ko‘rsatadi. Ularning tadqiqotida shareholder va creditor rights bo‘yicha formal normalar mavjud bo‘lishi tashqi moliyalashtirishni jalb qilish uchun zarur, ammo yetarli shart emasligi, huquqiy institutlarning amaliy samaradorligi ham hal qiluvchi ahamiyatga ega ekanligi asoslangan [9]. Bu xulosa O‘zbekiston uchun ayniqsa muhimdir, chunki milliy qonunchilik xalqaro standartlarga moslashtirilayotgan sharoitda huquqni qo‘llash amaliyoti ham bir vaqtda rivojlanishi lozim.

Bernard Black kuchli qimmatli qog‘ozlar bozorini shakllantirish uchun ikki asosiy muammo — axborotning ishonchliligi va self-dealingdan himoya — hal qilinishi zarurligini ta‘kidlaydi [8]. Agar investor emitentning haqiqiy qiymati haqida ishonchli axborot ololmasa yoki nazorat qiluvchi shaxslar jamiyat aktivlarini o‘z foydasiga chiqarib ketishi mumkin bo‘lsa, u qimmatli qog‘ozlarni ommaviy investitsiya obyekti sifatida qabul qilmaydi. Demak, kapital bozori rivoji mulkiy huquqlar, axborot oshkoraligi va korporativ mas‘uliyatning birgalikdagi ishlashiga bog‘liq.

Shu nuqtayi nazardan kapital bozori huquqini uch darajada tushunish mumkin. Birinchi daraja — instrumentlar huquqi: aksiyalar, obligatsiyalar, hosilaviy qimmatli qog‘ozlar, investitsiya fondlari ulushlari va boshqa moliyaviy vositalarning huquqiy rejimi. Ikkinchi daraja — institutlar huquqi: fond birjasi, markaziy depozitariy, kliring tashkiloti, broker, diler, investitsiya maslahatchisi, auditor va reyting agentligi faoliyati. Uchinchi daraja — himoya va nazorat huquqi: axborot oshkor qilish, bozor manipulyatsiyasi va insiderlik savdosiga qarshi kurashish, investorlar shikoyatlarini ko‘rib chiqish, sanksiyalar va sud himoyasi.

O‘zbekiston kapital bozorida aynan ushbu uch darajani birgalikda rivojlantirish zarur. Agar faqat yangi instrumentlar joriy qilinsa-yu, lekin axborot, nazorat va sud himoyasi zaif bo‘lsa, bunday instrumentlar bozorga ishonch keltirmaydi. Aksincha, tartibga solish haddan tashqari og‘ir va formal bo‘lsa, emitentlar fond bozoriga chiqishni iqtisodiy jihatdan maqsadga muvofiq deb hisoblamaydi. Demak, huquqiy tartibga solishning vazifasi investorlar himoyasi va bozor rivoji o‘rtasida optimal muvozanatni topishdan iborat.

Xalqaro standartlar: mazmuni, funksiyasi va milliy qonunchilik uchun ahamiyati IOSCO tamoyillari

Kapital bozorini tartibga solishda eng muhim global standartlardan biri IOSCO — International Organization of Securities Commissions tomonidan ishlab chiqilgan “Objectives and Principles of Securities Regulation” hujjatidir. IOSCO tamoyillari qimmatli qog‘ozlar bozorini tartibga solishning universal me‘yoriy asoslarini belgilaydi. Mazkur tamoyillar uch asosiy maqsadga qaratilgan: investorlarni himoya qilish, bozorlarning adolatli, samarali va shaffof ishlashini ta‘minlash, tizimli risklarni kamaytirish [1].

IOSCO tamoyillarining ahamiyati shundaki, ular milliy qonunchilikni baholash uchun metodologik mezon vazifasini bajaradi. Masalan, regulatorning mustaqilligi, moliyaviy va kadrlar resurslari, nazorat vakolatlari, sanksiya qo‘llash mexanizmlari, professional ishtirokchilar ustidan nazorat, emitentlar axborotini oshkor qilish, kollektiv investitsiya sxemalari, ikkilamchi bozorlar, kliring va hisob-kitob tizimlari bo‘yicha alohida talablar belgilanadi. Demak, IOSCO tamoyillari kapital bozori huquqining faqat umumiy shiori emas, balki aniq institutsional baholash vositasidir.

O‘zbekiston uchun IOSCO tamoyillari ikki jihatdan muhim. Birinchidan, ular ‘Kapital bozori to‘g‘risida’gi kompleks qonunni ishlab chiqishda konseptual asos bo‘lishi mumkin. Ikkinchidan, ular amaldagi qonunchilikni ‘gap analysis’ qilish, ya‘ni qaysi yo‘nalishlarda normalar mavjud, qaysi yo‘nalishlarda ular yetarli emas yoki amaliyotda ishlamayapti, degan savollarga javob topish imkonini beradi. Bunday tahlil investorlar, xalqaro moliya institutlari va reyting agentliklari uchun ham muhim signaldir.

G20/OECD korporativ boshqaruv prinsiplari

Kapital bozorining rivojlanishi korporativ boshqaruv sifatisiz mumkin emas. G20/OECD korporativ boshqaruv prinsiplari siyosat ishlab chiquvchilar va regulatorlarga korporativ boshqaruvning huquqiy, tartibga soluvchi va institutsional asoslarini baholash hamda takomillashtirishda yordam berishga qaratilgan [2]. Ushbu prinsiplarda korporativ boshqaruv bozorlarga ishonch, iqtisodiy samaradorlik va moliyaviy barqarorlik bilan bog‘liq institutsional tizim sifatida qaraladi.

OECD prinsiplarining kapital bozori uchun alohida ahamiyati shundaki, ular listing qoidalari, axborot oshkoraligi, aksiyadorlar huquqlari, institutsional investorlar roli, manfaatdor shaxslar bilan bitimlar, direktorlar kengashi mas‘uliyati va barqarorlikka oid axborot oshkor qilishni yagona tizimda ko‘radi. Bu yondashuv O‘zbekiston uchun juda muhim, chunki milliy fond bozorida yirik emitentlarning aksariyatida davlat ulushi yoki konsentrlashgan mulkdorlik mavjud. Bunday sharoitda minoritar investorlar huquqlarini ta‘minlash oddiy korporativ huquq masalasi emas, balki kapital bozori jozibadorligining asosiy shartidir.

G20/OECD prinsiplari shuningdek, korporativ boshqaruv bazasi mamlakatning real sharoiti, tarixi va iqtisodiy tuzilishini hisobga olishi kerakligini ko‘rsatadi [3]. Bu qoida xalqaro standartlarni milliy qonunchilikka moslashtirishda muhim metodologik xulosani beradi: O‘zbekiston xalqaro modelni so‘zma-so‘z ko‘chirishi emas, balki davlat ulushi yuqori bo‘lgan korporativ sektor, bank tizimining ustunligi, institutsional investorlar bazasining cheklanganligi va sud amaliyotining rivojlanish bosqichini hisobga olgan holda moslashtirishi kerak.

Jahon banki va IMF yondashuvlari

Jahon banki va Xalqaro valyuta jamg‘armasi kapital bozorlarini rivojlantirishni makroiqtisodiy barqarorlik, moliyaviy infratuzilma va institutsional investorlar bazasi bilan bog‘liq kompleks jarayon sifatida ko‘radi. Mahalliy valyutadagi obligatsiyalar bozorini rivojlantirish bo‘yicha qo‘shma tavsiyalarda davlat obligatsiyalari bozori korporativ obligatsiyalar bozori uchun benchmark rentabellik egri chizig‘ini shakllantirishi, investorlar bazasi, ikkilamchi bozor likvidligi, hisob-kitob tizimlari va risklarni boshqarish mexanizmlari bilan birga rivojlanishi zarurligi ko‘rsatiladi [11].

Bu yondashuv O‘zbekiston uchun alohida ahamiyatga ega. Mamlakatda kapital bozorini rivojlantirish faqat aksiyalar bozori bilan cheklanmasligi kerak. Mahalliy valyutadagi davlat obligatsiyalari, korporativ obligatsiyalar, ipoteka obligatsiyalari, infratuzilma obligatsiyalari va boshqa qarz instrumentlari real sektor uchun uzoq muddatli moliyalashtirish manbalarini kengaytirishi mumkin. Biroq obligatsiyalar bozorining rivoji uchun kredit reytinglari, axborot

oshkoraligi, investorlar bazasi, soliq rejimi, garov va default mexanizmlari aniq ishlashi lozim.

Jahon banki yondashuvida kapital bozori iqtisodiyotdagi resurslarni samarali taqsimlash mexanizmi sifatida ko‘riladi. Bu esa huquqiy tartibga solishning iqtisodiy maqsadini ochib beradi: qonunchilik investor va emitent o‘rtasida ishonchli shartnoma muhitini yaratishi, moliyaviy vositalar bo‘yicha huquqlarni aniq belgilashi, majburiyatlarning bajarilishini kafolatlashi va nizolarni tez hal etish imkonini berishi kerak.

O‘zbekiston milliy qonunchiligida kapital bozorining tartibga solinishi

O‘zbekiston Respublikasida kapital bozorining asosiy normativ poydevorini “Qimmatli qog‘ozlar bozori to‘g‘risida”gi Qonun tashkil etadi. Ushbu Qonun qimmatli qog‘ozlar bozori sohasidagi munosabatlarni tartibga solishga qaratilgan bo‘lib, aksiyalar, obligatsiyalar, davlat g‘aznachilik obligatsiyalari, depozit sertifikatlari, qimmatli qog‘ozlarning hosilalari va veksellarga nisbatan amal qiladi [5]. Qonun qimmatli qog‘ozlar chiqarilishi, joylashtirilishi, muomalasi, professional faoliyat va davlat tomonidan tartibga solish asoslarini belgilaydi.

Biroq amaldagi yondashuvda kapital bozori tushunchasi hali to‘liq institutsional mazmunda shakllanmagan. Qonunchilik tarixan qimmatli qog‘ozlar bozori atrofida qurilgan. Global amaliyotda esa kapital bozori qimmatli qog‘ozlardan tashqari derivativlar, kollektiv investitsiya institutlari, aktivlar bilan ta‘minlangan qimmatli qog‘ozlar, islomiy moliya vositalari, reyting agentliklari, markaziy kontragent, market-meykerlik, investitsiya maslahatlari va transchegaraviy moliyaviy xizmatlarni ham qamrab oladi. Demak, milliy qonunchilikda ‘kapital bozori’ kategoriyasining kengroq va zamonaviy huquqiy mazmunini shakllantirish zarur.

2023-yil 2-sentyabrdagi PQ–291-son Prezident qarori milliy kapital bozorini rivojlantirishda muhim huquqiy asos bo‘ldi. Qaror bilan kapital bozorini rivojlantirish bo‘yicha 2023–2025-yillarga mo‘ljallangan yo‘l xaritasi tasdiqlandi, markaziy depozitariy, hisob-kitoblar, professional ishtirokchilar va bozor infratuzilmasini takomillashtirishga oid vazifalar belgilandi [6]. Mazkur qaror huquqiy siyosat nuqtayi nazaridan kapital bozoriga alohida soha sifatida qarash boshlanganini ko‘rsatadi.

Qarorda “Qimmatli qog‘ozlar markaziy depozitariysi” AJ faoliyatining qimmatli qog‘ozlarni hisobga qo‘yish, hisobini yuritish, saqlash va ular bo‘yicha hisob-kitoblarni amalga oshirish bilan bog‘liq qismi qimmatli qog‘ozlar bozorini tartibga soluvchi vakolatli davlat organi tomonidan, pul hisob-kitoblari esa Markaziy bank tomonidan tartibga solinishi belgilangan [6]. Bu norma bozor infratuzilmasi risklarini taqsimlash va moliyaviy barqarorlikni ta‘minlash nuqtayi nazaridan muhimdir.

Kapital bozori sohasidagi regulatorlik vakolatlarining Istiqbolli loyihalar milliy agentligiga yuklatilishi ham muhim institutsional o‘zgarishdir. Agentlik rasmiy ma‘lumotlariga ko‘ra,

kapital bozori, kripto-aktivlar aylanmasi, sug‘urta, elektron tijorat va boshqa yo‘nalishlarda tartibga solish, litsenziyalash va nazorat funksiyalarini amalga oshiradi [7]. Ushbu modelning afzalligi shundaki, u moliyaviy texnologiyalar, raqamli aktivlar va kapital bozori o‘rtasidagi bog‘liqlikni yagona regulatorlik makonida ko‘rish imkonini beradi. Shu bilan birga, kapital bozori an’anaviy qimmatli qog‘ozlar, investorlar himoyasi va korporativ boshqaruv bilan bog‘liq murakkab soha bo‘lgani uchun regulatorning maxsus kapital bozori bo‘yicha institutsional salohiyati alohida kuchaytirilishi lozim.

O‘zbekistonda ‘Kapital bozori to‘g‘risida’gi yangi qonun loyihasi atrofidagi muhokamalar milliy qonunchilikni modernizatsiya qilish jarayonining muhim bosqichidir. Agentlik ma‘lumotlariga ko‘ra, mazkur loyiha derivativlar, svoplar, xalqaro investorlarni jalb etish, sekuritizatsiya va ipoteka obligatsiyalari kabi institutlarni qamrab olishi nazarda tutilmoqda [12], [13]. Bu esa milliy qonunchilikni faqat mavjud aksiyalar va obligatsiyalar muomalasi bilan cheklamay, zamonaviy kapital bozori instrumentlariga moslashtirish zarurligini tasdiqlaydi.

Xalqaro standartlar va milliy qonunchilik o‘rtasidagi asosiy tafovutlar

O‘zbekiston qonunchiligida kapital bozorini rivojlantirish bo‘yicha muhim normalar mavjud bo‘lsa-da, xalqaro standartlar bilan solishtirganda ayrim konseptual va amaliy tafovutlar ko‘zga tashlanadi. Birinchi tafovut kapital bozori tushunchasining qamrovi bilan bog‘liq. Xalqaro standartlarda kapital bozori moliyaviy instrumentlar, professional ishtirokchilar, infratuzilma, axborot, nazorat va investorlarni himoya qilish institutlarining yagona tizimi sifatida qaraladi. Milliy qonunchilik esa hanuz ko‘proq qimmatli qog‘ozlar muomalasi atrofida shakllangan.

Ikkinchi tafovut axborot oshkoraligi sifati bilan bog‘liq. Xalqaro amaliyotda disclosure investor qarorining asosiy sharti sifatida qaraladi. Emitent faqat rasmiy ma‘lumot berishi emas, balki investor uchun ahamiyatli risklar, boshqaruv qarorlari, manfaatdor shaxslar bilan bitimlar, moliyaviy natijalar va kelajakdagi strategiya haqida tushunarli, taqqoslanadigan va ishonchli axborot taqdim etishi lozim. O‘zbekiston amaliyotida esa ko‘p hollarda axborot oshkor qilish formal majburiyat sifatida bajariladi. Bu holat investorlarning korporativ risklarni mustaqil baholash imkoniyatini cheklaydi.

Uchinchi tafovut investorlarni himoya qilish mexanizmlarining amaliy samaradorligi bilan bog‘liq. Milliy qonunchilikda aksiyadorlarning axborot olish, umumiy yig‘ilishda qatnashish, dividend olish va sudga murojaat qilish kabi huquqlari mavjud. Biroq kapital bozoridagi murakkab huquqbuzarliklar — noto‘g‘ri prospekt, misleading disclosure, insider trading, market manipulation, self-dealing yoki affillangan shaxslar bilan zararli bitimlar — bo‘yicha zararlarni undirish, jamoaviy da’vo, derivative claim yoki investor kompensatsiyasi kabi maxsus mexanizmlar yetarlicha rivojlanmagan.

To‘rtinchi tafovut bozor infratuzilmasi va yangi instrumentlar bilan bog‘liq. Derivatlar, sekuritizatsiya, markaziy kontragent, netting, settlement finality, collateral management, sukuk va ipoteka obligatsiyalari kabi institutlar xalqaro kapital bozorining ajralmas qismidir. O‘zbekistonda ushbu yo‘nalishlar bo‘yicha muhokamalar boshlangan bo‘lsa-da, ularning to‘liq huquqiy rejimi hali shakllanish jarayonida. Bunday instrumentlarni joriy etishda fuqarolik huquqi, bankrotlik huquqi, soliq huquqi, buxgalteriya hisobi va suda ijro etish mexanizmlari birgalikda moslashtirilishi kerak.

Beshinchi tafovut tartibga soluvchi organning bozor monitoringi salohiyati bilan bog‘liq. IOSCO tamoyillariga ko‘ra, regulator nafaqat normativ hujjat qabul qiluvchi, balki bozorni real vaqt rejimida kuzatuvchi, qonunbuzilishlarni aniqlovchi, sanksiya qo‘llovchi va transchegaraviy hamkorlikni amalga oshiruvchi institut bo‘lishi kerak [1]. O‘zbekiston sharoitida regulatorning texnologik monitoring tizimlari, ma‘lumotlar bazalari, professional kadrlar va xalqaro hamkorlik mexanizmlarini kuchaytirish zarur.

Oltinchi tafovut korporativ boshqaruvning kapital bozori bilan bog‘lanish darajasida namoyon bo‘ladi. OECD prinsiplari korporativ boshqaruvning listing qoidalari, institutsional investorlar, disclosure va kengash mas‘uliyati bilan uzviy bog‘liqligini ko‘rsatadi [2]. O‘zbekiston qonunchiligida korporativ boshqaruv normalari mavjud bo‘lsa-da, fond bozori orqali moliya jalb qiluvchi emitentlar uchun korporativ boshqaruvning yuqori standartlari, mustaqil direktorlar, audit qo‘mitasi, risk qo‘mitasi va ESG hisobotlari bo‘yicha talablarni kuchaytirish maqsadga muvofiq.

Regulator mustaqilligi va hisobdorligini kuchaytirish

Kapital bozorida regulatorning mustaqilligi va salohiyati bozor ishonchining asosiy kafolatidir. Regulator siyosiy, idoraviy yoki alohida yirik bozor ishtirokchilari ta‘siridan xoli ravishda qaror qabul qila olishi, bozor ishtirokchilariga nisbatan teng yondashishi va sanksiyalarni adolatli qo‘llashi lozim. Shu bilan birga, mustaqillik hisobdorliksiz bo‘lmasligi kerak. Regulatorning qarorlari asoslantirilgan, shaffof va suda tekshirilishi mumkin bo‘lishi zarur.

O‘zbekiston sharoitida regulator vakolatlarini kuchaytirish quyidagi yo‘nalishlarda amalga oshirilishi mumkin: bozor manipulyatsiyasini aniqlash uchun elektron surveillance tizimini joriy etish; insiderlar ro‘yxati va muhim axborot harakatini monitoring qilish; professional ishtirokchilar kapital yetarliligi va risk boshqaruvi bo‘yicha stress-testlar o‘tkazish; investorlar murojaatlari bo‘yicha maxsus tartib yaratish; transchegaraviy axborot almashinuvi bo‘yicha xalqaro hamkorlikni kengaytirish.

Regulatorning sanksiya vakolatlari ham muhim. Qonunbuzarlik uchun sanksiya shunday bo‘lishi kerakki, u bozor ishtirokchisi uchun qonunni buzishdan olinadigan foydadan ko‘ra og‘irroq oqibat keltirsin. Aks holda, jarimalar biznes xarajati sifatida qabul qilinadi va

preventiv ta’sir ko’rsatmaydi. Shu nuqtayi nazardan, misleading disclosure, insider trading va market manipulation bo’yicha moliyaviy sanksiyalar, foydani qaytarish, litsenziyani cheklash, mansabdor shaxslarni vaqtincha diskvalifikatsiya qilish kabi mexanizmlar zarur.

Axborot oshkoraligi va prospekt javobgarligi

Kapital bozorida axborot oshkoraligi investorlar huquqlarini himoya qilishning eng samarali preventiv vositasidir. Investor qimmatli qog’oz sotib olishdan oldin emitentning moliyaviy holati, qarzlari, yirik shartnomalari, sud nizolari, manfaatdor shaxslar bilan bitimlari, biznes modeli, asosiy risklari va dividend siyosati haqida yetarli ma’lumotga ega bo’lishi kerak. Shu sababli prospekt va doimiy disclosure bo’yicha javobgarlik qat’iy bo’lishi lozim.

O‘zbekiston qonunchiligida emissiya prospekti va axborot oshkor qilish majburiyatlari mavjud. Biroq ularni xalqaro standartlarga yaqinlashtirish uchun prospektidagi noto’g’ri yoki chalg’ituvchi ma’lumot uchun emitent, uning direktorlar kengashi, ijro organi, auditor, anderrayter va maslahatchilarning javobgarlik chegaralari aniq belgilanishi kerak. Prospekt javobgarligi bo’lmasa, ommaviy joylashtirish investorlar uchun real huquqiy kafolat bermaydi.

Disclosure tizimida ‘materiality’ mezoni alohida ahamiyatga ega. Ya’ni emitent barcha ma’lumotlarni emas, balki oqilona investor qaroriga ta’sir qilishi mumkin bo’lgan muhim axborotni oshkor qilishi kerak. Bu yondashuv formal hisobotlar hajmini ko’paytirish emas, balki investor uchun haqiqatan zarur ma’lumotlarni taqdim etishni anglatadi. Milliy qonunchilikda muhim faktlar ro’yxati bilan birga umumiy materiality mezonini belgilash maqsadga muvofiq.

Minoritar investorlarni himoya qilish

Minoritar investorlarni himoya qilish kapital bozorining eng nozik masalalaridan biridir. Konsentrlashgan mulkdorlik sharoitida nazorat qiluvchi aksiyadorlar jamiyat qarorlarini o’z manfaatlariga moslashtirishi mumkin. Bunday vaziyatda minoritar aksiyadorlar uchun axborot olish, ovoz berish, bitimlarga e’tiroz bildirish va zararni undirish mexanizmlari real ishlashi zarur.

Xalqaro amaliyotda minoritar investorlarni himoya qilish uchun bir nechta mexanizmlar qo’llaniladi: cumulative voting, mustaqil direktorlar, related-party transactions bo’yicha mustaqil tasdiqlash, majburiy tender taklifi, appraisal rights, derivative action, class action va squeeze-out/sell-out qoidalari. O‘zbekiston qonunchiligida ushbu institutlarning ayrim elementlari mavjud bo’lsa-da, ularni kapital bozori talablari darajasida takomillashtirish lozim.

Ayniqsa affillangan shaxslar bilan bitimlar bo’yicha huquqiy rejim kuchaytirilishi kerak. Bunday bitimlar jamiyat aktivlarini nazorat qiluvchi shaxslar foydasiga chiqarishning asosiy

kanallaridan biri bo‘lishi mumkin. Shu sababli ular bo‘yicha oldindan disclosure, mustaqil baholash, manfaatdor shaxs ovozini chiqarib tashlash, mustaqil direktorlar xulosasi va bitim shartlarining bozor sharoitlariga mosligini tekshirish mexanizmlari zarur.

Bozor infratuzilmasi va hisob-kitob xavfsizligi

Kapital bozorida investorlar huquqi faqat emitentga nisbatan emas, balki hisobga olish va hisob-kitob tizimiga nisbatan ham himoyalangan bo‘lishi kerak. Qimmatli qog‘ozlarga egalik huquqi, depo hisobvaraqlari, nomzod saqlovchi, markaziy depozitariy, kliring va hisob-kitoblar tizimi aniq ishlamasa, bozor ishonchliligi buziladi.

Xalqaro standartlarda settlement finality, delivery-versus-payment, markaziy kontragent, risklarni boshqarish, garov ta‘minoti va default protseduralari bozor infratuzilmasining asosiy elementlari sifatida qaraladi. O‘zbekiston qonunchiligida markaziy depozitariy faoliyati tartibga solingan bo‘lsa-da, kapital bozorining yangi instrumentlari rivojlangani sari kliring va hisob-kitoblar bo‘yicha yanada kompleks huquqiy rejim talab etiladi.

Bu borada PQ–291-son qarorda markaziy depozitariy va pul hisob-kitoblari bo‘yicha vakolatlarining taqsimlanishi muhim qadamdir [6]. Biroq kelgusida markaziy kontragent institutini joriy etish, netting kelishuvlarining sudda tan olinishi, garov aktivlarini tezkor realizatsiya qilish, bankrotlik holatida hisob-kitoblarning yakuniyligini himoya qilish masalalari alohida qonunchilik darajasida mustahkamlanishi kerak.

Derivativlar va sekuritizatsiya bo‘yicha huquqiy rejim

Derivativlar bozor risklarini boshqarish imkonini beruvchi muhim instrumentlardir. Valyuta, foiz stavkasi, tovar narxi yoki qimmatli qog‘ozlar narxidagi o‘zgarishlardan himoyalani uchun derivativlar real sektor va moliyaviy institutlar uchun foydali bo‘lishi mumkin. Biroq derivativlar noto‘g‘ri tartibga solinsa, spekulyativ risklar, kontragent riski va tizimli risklarni kuchaytirishi mumkin.

O‘zbekiston kapital bozorida derivativlarni joriy etishdan oldin ularning shartnoma-huquqiy tabiati, garov ta‘minoti, netting, kliring, hisob-kitob, soliq oqibatlari va bankrotlikdagi maqomi aniq belgilanishi kerak. Ayniqsa close-out netting mexanizmi qonunchilikda tan olinmasa, xalqaro moliyaviy institutlar va professional ishtirokchilar derivativ shartnomalar tuzishda yuqori huquqiy risk ko‘radi.

Sekuritizatsiya esa banklar va boshqa moliyaviy institutlarga aktivlarni kapital bozoriga chiqarish orqali likvidlikni oshirish imkonini beradi. Ipoteka kreditlari, lizing to‘lovlari yoki boshqa aktivlar pul oqimlari asosida qimmatli qog‘ozlar chiqarilishi mumkin. Biroq sekuritizatsiya uchun special purpose vehicle, aktivlarni haqiqiy sotish, investorlar ustuvorligi, reyting, xizmat ko‘rsatuvchi agent, disclosure va bankrotlikdan himoya kabi institutlar aniq ishlashi lozim. Agentlik muhokamalarida sekuritizatsiya va ipoteka

obligatsiyalarini qonunchilikka kiritish masalasi ko‘tarilgani ushbu yo‘nalishning dolzarbligini ko‘rsatadi [13].

Milliy kapital bozorini xalqaro investorlar uchun jozibador qilish masalalari

Kapital bozorini xalqaro investorlar uchun jozibador qilish qonunchilik uyg‘unlashtirishining amaliy mezonidir. Xalqaro investor milliy bozorda ishtirok etishdan oldin bir nechta savolga javob izlaydi: qimmatli qog‘ozlarga egalik huquqi qanday himoyalangan; emitent axboroti xalqaro standartlarda ochiqdanadimi; dividendlar va kapital daromadini repatriatsiya qilish imkoniyati mavjudmi; sudlar va regulator investor huquqlarini himoya qila oladimi; bozor manipulyatsiyasi va insiderlik savdosiga qarshi real choralar bormi; valyuta va soliq risklari qanday?

O‘zbekistonning xalqaro kapital bozorlariga chiqishi va yirik davlat aktivlarini IPO orqali joylashtirish rejalari ushbu savollarni yanada dolzarb qiladi. Reuters ma‘lumotlariga ko‘ra, O‘zbekiston Milliy investitsiya fondi aksiyalarining bir qismini London va Toshkent fond birjalarida joylashtirish rejalari mavjud [15]. Bunday dual listing jarayonlari milliy qonunchilikdan xalqaro prospekt standartlari, korporativ boshqaruv, mustaqil direktorlar, auditorlik, due diligence va investorlar bilan muloqot bo‘yicha yuqori talablarni bajarishni talab qiladi.

Xalqaro investorlar uchun yana bir muhim masala — korporativ boshqaruvda davlat ta’siri darajasi. Agar davlat ulushi mavjud korxonaga IPOga chiqsa, investorlar kompaniya tijorat manfaatlariga muvofiq boshqariladimi yoki davlat siyosati vositasi sifatida qaraladimi, degan savolni qo‘yadi. Shu sababli davlat ulushi mavjud emitentlar uchun alohida corporate governance framework, dividend siyosati, mustaqil direktorlar, manfaatlar to‘qnashuvi va davlat vakillarining ovoz berish tartibi aniq bo‘lishi zarur.

Xalqaro investorlarni jalb qilishda ingliz tilida axborot oshkor qilish ham amaliy ahamiyatga ega. Mahalliy qonunchilik bo‘yicha majburiy axborot davlat tilida e‘lon qilinishi tabiiy, biroq xalqaro investitsiyalarni jalb qilish uchun yirik emitentlar moliyaviy hisobot, prospekt, muhim faktlar va korporativ boshqaruv hisobotlarini ingliz tilida ham taqdim etishi lozim. Bunda tarjima sifati, huquqiy ekvivalentlik va axborotning bir xil mazmunda bo‘lishi muhim.

Shuningdek, xalqaro investorlar uchun soliq rejimining aniqligi ham zarur. Dividendlar, foiz daromadlari, kapital o‘shidan olinadigan daromad, depozitar tilxatlar, transchegaraviy hisob-kitoblar va investitsiya fondlari bo‘yicha soliq oqibatlarini oldindan aniq bo‘lishi kerak. Noaniqlik investorlar uchun qo‘shimcha risk sifatida baholanadi.

Kapital bozorini huquqiy tartibga solishda xalqaro standartlar va milliy qonunchilikni uyg‘unlashtirish O‘zbekiston uchun strategik ahamiyatga ega. Kapital bozori iqtisodiyotda uzoq muddatli moliyalashtirish, xususiylashtirish, korporativ boshqaruvni yaxshilash,

investitsiyalarni jalb qilish va moliyaviy resurslarni samarali taqsimlash vositasi sifatida shakllanishi mumkin. Biroq bunday natijaga erishish uchun bozor ishonchini yaratadigan huquqiy-institutsional tizim zarur.

Foydalanilgan adabiyotlar

[1] IOSCO. Objectives and Principles of Securities Regulation. International Organization of Securities Commissions, 2017. URL:

<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD561.pdf>

[2] OECD. G20/OECD Principles of Corporate Governance 2023. OECD Publishing, 2023. URL: https://www.oecd.org/content/dam/oecd/en/publications/reports/2023/09/g20-oecd-principles-of-corporate-governance-2023_60836fcb/ed750b30-en.pdf

[3] OECD. G20/OECD Principles of Corporate Governance 2023: Full report. URL: https://www.oecd.org/en/publications/g20-oecd-principles-of-corporate-governance-2023_ed750b30-en.html

[4] BIS Financial Stability Institute. IOSCO Principles – Executive Summary. URL: https://www.bis.org/fsi/fsisummaries/iosco_principles.pdf

[5] O‘zbekiston Respublikasining “Qimmatli qog‘ozlar bozori to‘g‘risida”gi Qonuni. URL: <https://lex.uz/docs/-2662539>

[6] O‘zbekiston Respublikasi Prezidentining 2023-yil 2-sentyabrdagi PQ–291-son “Kapital bozorini rivojlantirishning qo‘shimcha chora-tadbirlari to‘g‘risida”gi qarori. URL: <https://lex.uz/docs/-6590025>

[7] O‘zbekiston Respublikasi Istiqbolli loyihalar milliy agentligi rasmiy sayti. URL: <https://napp.uz>

[8] Black, B. S. The Legal and Institutional Preconditions for Strong Securities Markets. UCLA Law Review, 48, 781, 2001. URL:

https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=182169

[9] Pistor, K., Raiser, M., Gelfer, S. Law and Finance in Transition Economies. Economics of Transition, 8(2), 325–368, 2000. URL:

<https://econpapers.repec.org/RePEc:bla:etrans:v:8:y:2000:i:2:p:325-368>

[10] La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R. Law and Finance. Journal of Political Economy, 106(6), 1113–1155, 1998. DOI: 10.1086/250042.

[11] IMF and World Bank Group. Guidance Note for Developing Government Local Currency Bond Markets. 2021. URL:

<https://documents1.worldbank.org/curated/en/790921615526044752/pdf/Guidance-Note-for-Developing-Government-Local-Currency-Bond-Markets.pdf>

[12] O‘zbekiston Respublikasi Istiqbolli loyihalar milliy agentligi. ‘Kapital bozori to‘g‘risida’gi qonun loyihasi muhokamasiga bag‘ishlangan uchrashuv. URL:

<https://napp.uz/oz/news/kapital-bozori-to-g-risidagi-qonun-loyihasi-muhokamasi-ga-bag-ishlangan-uchrashuv>

[13] O‘zbekiston Respublikasi Istiqbolli loyihalar milliy agentligi. Sekuritizatsiya va ipoteka qimmatli qog‘ozlarini joriy etish bo‘yicha davra suhbat. URL:

<https://napp.uz/oz/news/qimmatli-qog-o-zlarini-joriy-etish-huquqiy-asoslar-davra-suhbat>

[14] BIS. Financial stability implications of local currency bond markets. BIS Papers No. 36. URL: <https://www.bis.org/publ/bppdf/bispap36e.pdf>

[15] Reuters. Uzbekistan to sell 30% stake in National Investment Fund in London, Tashkent IPOs. 24 April 2026. URL: <https://www.reuters.com/world/asia-pacific/uzbekistan-sell-30-stake-national-investment-fund-london-tashkent-ipos-2026-04-24/>