

DAVLAT MOLIYAVIY BOSHQARUVIDA QIMMATLI QOG‘OZLARNING SAMARALI ISHLATILISHI: MUAMMO VA YECHIMLAR

Tojiddinov Dilshod Tulanbekovich

Annotatsiya: Ushbu maqolada davlat moliyaviy boshqaruvida qimmatli qog‘ozlarning roli, ularning iqtisodiy barqarorlik va fiskal siyosatdagi o‘rni tahlil qilinadi. Asosiy muammolar sifatida obligatsiyalarning faqat qarz vositasi sifatida qo‘llanilishi, investorlar tarkibining torligi va ikkilamchi bozor faoliyatining sustligi ko‘rsatilib, ularni bartaraf etish bo‘yicha yechimlar taklif etiladi.

Kalit so‘zlar: davlat qimmatli qog‘ozlari, fiskal siyosat, ikkilamchi bozor, investorlar, likvidlik, moliyaviy boshqaruv.

Annotation: This paper examines the role of government securities in public financial management, highlighting their importance for fiscal stability and macroeconomic balance. It identifies key challenges such as limited utilization of bonds, narrow investor base, and underdeveloped secondary markets. The paper proposes policy-based and technical solutions to enhance efficiency.

Key words: government securities, fiscal policy, secondary market, investors, liquidity, financial management.

Аннотация: В статье рассматривается роль государственных ценных бумаг в управлении государственными финансами, их значение для фискальной стабильности и экономического регулирования. Основные проблемы включают ограниченное использование облигаций, узкий круг инвесторов и слабую активность вторичного рынка. Представлены научно обоснованные решения.

Ключевые слова: государственные ценные бумаги, фискальная политика, вторичный рынок, инвесторы, ликвидность, финансовое управление.

Bugungi global iqtisodiy muhitda davlat moliyaviy boshqaruvi samaradorligini ta'minlashda qimmatli qog‘ozlarning roli ortib bormoqda. Qimmatli qog‘ozlar davlatga byudjet taqchilligini moliyalashtirish, makroiqtisodiy barqarorlikni saqlash va moliyaviy resurslarni boshqarishda muhim vosita sifatida xizmat qilmoqda [1]. Ayni paytda, O‘zbekistonda bu vositalardan foydalanish bo‘yicha yondashuvlar takomillashib borayotgan bo‘lsada, ularning to‘liq samaradorligi hali to‘liq ochilmagan.

Fiskal va monetar siyosatni uyg‘unlashtirish, ikkilamchi bozor infratuzilmasini mustahkamlash, investorlar bazasini kengaytirish kabi chora-tadbirlar davlat qimmatli qog‘ozlari bozorining samaradorligini oshirishda muhim omillardir.

Davlat qimmatli qog‘ozlari fiskal siyosatni moliyalashtirishdan tashqari, ichki makroiqtisodiy strategiyada ham integratsiya qilinishi lozim. Aks holda, "fiskal

hukmronlik" markaziy bankning mustaqilligini yo'qotishiga olib kelishi mumkin [9;10].

Tadqiqotning asosiy maqsadi – davlat moliyaviy boshqaruvi tizimida qimmatli qog'ozlardan foydalanish holatini tahlil qilish, mavjud muammolarni aniqlash va ularni bartaraf etish bo'yicha ilmiy asoslangan takliflar ishlab chiqishdan iborat.

Tahlil uchun ECB, BIS, IMF kabi xalqaro tashkilotlarning fiskal–monetar interaktsiya, elektron savdo infratuzilmasi va bond bozorlari likvidligi bo'yicha ilmiy hujjatlari va ishlaridan foydalanildi.

Asosiy qism

1. Fiskal va monetar siyosatni uyg'unlashtirish. ecb mutaxassisi yozishicha, "monetary policy must remain independent, avoiding serving fiscal ends – otherwise fiscal dominance erodes price stability" [11]. bis esa fiskal barqarorlikni iqtisodiy barqarorlikning asosiy boshi deb hisoblaydi [10;11].

2. Ikkilamchi bozor infratuzilmasi. imf tavsiyasiga ko'ra, shaffof elektron savdo platformalari, markaziy clearing va otc monitoringi government bond bozorlarida likvidlik va ishonchni mustahkamlaydi [11;12]. bu, ayniqsa, koreya va malayziya tajribalari kontekstida qimmatga ega bo'ladi.

3. Investorlar bazasini kengaytirish. imf ma'lumotlariga ko'ra, "non-bank financial institutions" (pensiya, sug'urta, mutual fondlar) bozorga jalb qilinganda likvidlik darajasi sezilarli darajada oshadi [11;12].

4. Makroiqtisodiy barqarorlik. bis bildiradi: "unrestrained public finances would make it harder to bring inflation down and threaten macroeconomic stability" [10;11]. past inflyatsiya hamda barqaror valuta bilan ta'minlangan obligatsiya bozori investorlarga ishonch beradi.

5. Derivativlar va riskni boshqarish vositalari. repo va clearing tizimlari, imf ma'lumotiga ko'ra, bond bozorlari funksionalligini tiklashda samarali vosita hisoblanadi [11;12].

6. Fiskal muvofiqlik va qarz strategiyasi. ecb hissasiga ko'ra, fiskal konsolidatsiya va markaziy bank mustaqilligini birgalikda saqlash zarur, bu esa fiskal hukmronlikni oldini oladi [9;10].

Davlat moliyaviy boshqaruvida qimmatli qog'ozlardan foydalanish mexanizmlari ko'p hollarda faqat qarz vositasi sifatida ko'riladi. Ularning fiskal barqarorlik va iqtisodiy faollikni qo'llab-quvvatlashdagi potentsiali yetarli darajada ishlatilmayapti [2]. Bundan tashqari, ularni chiqarish, joylashtirish va ikkilamchi bozor faoliyati bo'yicha tizimli yondashuvlar mavjud emas.

Yuqoridagi muammo bo'yicha ilmiy yechimlar: **Davlat qimmatli qog'ozlarining ko'p maqsadli vosita sifatida qaralishi:** Ular faqat qarz jalb qilish

emas, balki pul-kredit siyosatini muvofiqlashtirish, iqtisodiy sikllarni boshqarish va investorlar ishonchini oshirish uchun ham muhimdir [3].

Elektron savdo maydonchalarini kengaytirish: Davlat qimmatli qog'ozlari savdosining raqamli muhitda ochiqligi ishonchni oshiradi [4].

Ikkilamchi bozorni rivojlantirish: Bu qog'ozlarning likvidligini oshirib, ularni moliyaviy vosita sifatida jozibador qiladi.

7. Qimmatli qog'ozlarning ko'p maqsadli vosita sifatida qaralishi. Davlat qimmatli qog'ozlari ko'plab mamlakatlarda faqat moliyaviy resurs jalb qilish vositasi sifatida emas, balki makroiqtisodiy siyosatni tartibga soluvchi vosita sifatida ham qo'llaniladi. Ular inflyatsiyaga qarshi kurashish, foiz stavkalarini boshqarish va hatto valyuta kursini barqarorlashtirishda ishtirok etadi. Masalan, aqshda treasury securities federal reserve siyosatining asosiy mexanizmlaridan biri bo'lib xizmat qiladi [13].

O'zbekistonda esa, hali bu qog'ozlarning strategik yondashuv doirasidagi roli to'liq shakllanmagan. Shu sababli, ularni iqtisodiy sikllarga javob beruvchi instrument sifatida qo'llash mexanizmlarini yaratish zarur.

8. Qimmatli qog'ozlarni raqamli savdo muhitiga to'liq o'tkazish. Elektron savdo platformalarini kengaytirish va avtomatlashtirish qimmatli qog'ozlar bozorining ochiqligi, ishonchliligi va likvidligini oshiradi. Imf tavsiyasiga ko'ra, "comprehensive trading platforms, electronic settlement systems and real-time reporting infrastructure" bozordagi ishtirokchilarning sonini oshiradi va xavflarni kamaytiradi [11].

Hozirgi kunda O'zbekistonda mavjud elektron savdo platformalari cheklangan miqyosda ishlamoqda va aksariyat operatsiyalar hali ham qo'lda yuritilmoqda. Bu esa tranzaksiya xarajatlarini oshiradi va investorlar uchun noravshanlik keltiradi.

9. Ikkilamchi bozordagi ishtirokchilar va likvidlikni oshirish. qimmatli qog'ozlar chiqarilgandan so'ng ularning erkin aylanishini ta'minlovchi ikkilamchi bozorning faol ishlashi investorlar ishonchi uchun zarurdir. bu borada quyidagilar tavsiya etiladi:

Market-maker tizimini joriy etish – asosiy banklar yoki moliyaviy institutlar tomonidan narxlar bo'yicha taklif va so'rovlar yaratish [14].

Repo bitimlarini faollashtirish – qisqa muddatli likvidlikni ta'minlash vositasi sifatida ishlatiladi.

Benchmark obligatsiyalar (ya'ni o'ziga xos "namuna" obligatsiyalar) chiqarish orqali bozor narxlanishini soddalashtirish [11].

10. Mahalliy va xalqaro investorlar uchun qulayliklar yaratish. bozorga chet ellik investorlarni jalb qilish orqali valyuta likvidligi, barqaror kapital oqimi va uzoq muddatli ishonchni oshirish mumkin. buning uchun quyidagi chora-tadbirlar muhim:

- **Valyuta xatarlarini xedj qilish imkoniyatlari** (hedging instruments)ni ishlab chiqish.

- Davlat qimmatli qog'ozlari bo'yicha **reyting agentliklari bilan hamkorlik** qilish (masalan, Fitch, Moody's).

- **Soliq imtiyozlari** yoki likvidlikni ta'minlovchi kafolatlar orqali xususiy pensiya fondlari va sug'urta kompaniyalarini jalb etish.

11. Risklarni boshqarish: derivativlar va yondosh moliyaviy instrumentlar. Bozorda barqaror narxlanish, foiz stavkalari risklarini kamaytirish va obligatsiyalarni jozibador qilish uchun derivativ vositalar joriy qilinishi zarur. Masalan:

- **Interest-rate swap** – uzoq muddatli investitsiyalar uchun foiz riskini boshqarish vositasi.

- **Inflatsiyaga indekslangan obligatsiyalar** – inflyatsiya darajasiga qarab kupon to'lovlarini o'zgartiradi.

- **STRIPS (Separate Trading of Registered Interest and Principal of Securities)** – kupon va asosiy summani alohida sotish orqali investor profillarini kengaytirish imkonini beradi [13].

TAHLIL VA NATIJALAR

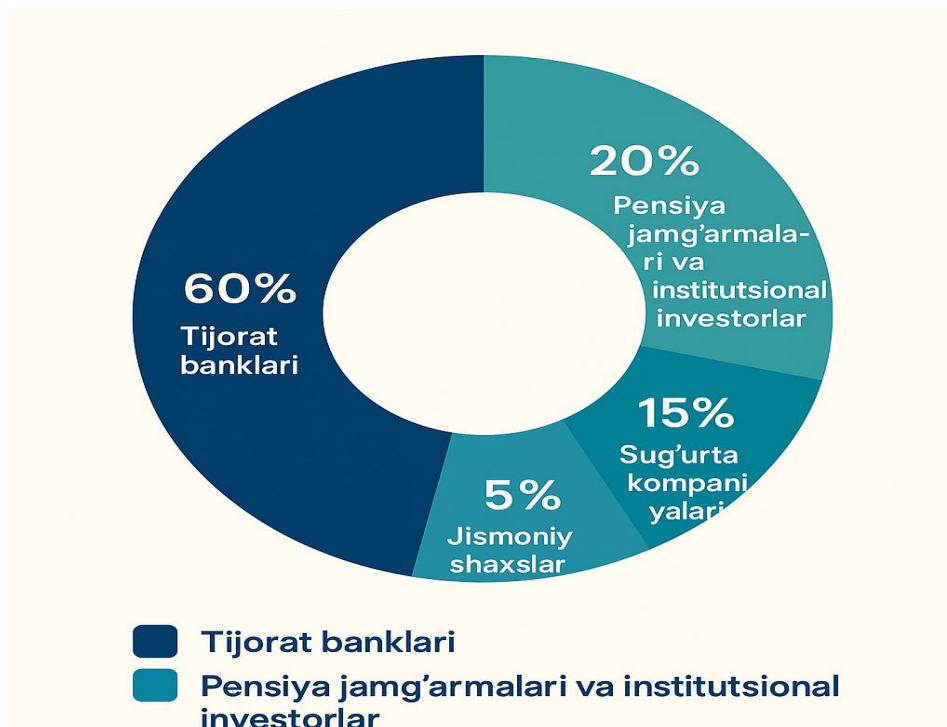
1-jadval

O'ZBEKISTON RESPUBLIKASI DAVLAT QIMMATLI QOG'OZLARI STATISTIKASI (2020–2024)

Yil	Emissiya hajmi (mlrd so'm)	Foiz stavkasi (%)	Muddati (oy)	Investorlar soni
2020	1 800	13.5	12	14
2021	3 000	15.2	18	27
2022	4 250	16.8	24	41
2023	6 500	17.3	36	53
2024 (prognoz)	8 000	16.5	36	70

Manba: statistic ma'lumotlar asosida muallif ishlanmasi.

2020–2024 yillarda davlat obligatsiyalari hajmining keskin o'sishi fiskal siyosatda ushbu vositaning faol ishlatilayotganini ko'rsatadi. 2020-yilda 1,8 trln so'm bo'lgan hajm 2023-yilda 6,5 trln so'mga yetdi. Investorlar soni ham 14 tadan 53 taga oshgani, bozor ishtirokchilarining kengayib borayotganidan darak beradi [1; 4].



1-infografika. 2023-yil bo'yicha davlat obligatsiyalari bo'yicha investorlar segmenti.

60% – Tijorat banklari

20% – Pensiya jamg'armalari va institutsional investorlar

15% – Sug'urta kompaniyalari

5% – Jismoniy shaxslar

Investorlar tarkibining cheklanganligi bozor diversifikatsiyasi va barqarorligiga to'sqinlik qilmoqda. Xususan, jismoniy shaxslarning ishtiroki kamligi keng omma uchun bu vositalarning jozibador emasligini bildiradi [3].

UMUMIY XULOSA VA TAKLIFLAR

Davlat qimmatli qog'ozlari davlat moliyaviy boshqaruvida nafaqat qarz jalb qilish, balki makroiqtisodiy muvozanatni saqlash, likvidlikni taqsimlash va bozor ishtirokchilari faoliyatini faollashtirishga xizmat qiluvchi vosita sifatida muhim ahamiyatga ega. Ayni vaqtda, ularning samarali ishlatilishi uchun institutsional muhit va texnologik infratuzilma hali to'laqonli shakllanmagan.

O'zbekistonning davlat moliyaviy boshqaruvida qimmatli qog'ozlar potentsiali to'liq ochilmagan bo'lib, quyidagi yo'nalishlar bo'yicha islohotlar talab qilinadi:

1. Qimmatli qog'ozlarni fiskal va monetar siyosatga integratsiyalash.
2. Raqamli savdo va clearing tizimlarini joriy etish.
3. Ikkilamchi bozor infratuzilmasini mustahkamlash.
4. Investorlar bazasini kengaytirish, xususan, pensiya, sug'urta va xorijiy investorlarni jalb etish.
5. Riskni boshqarish uchun derivativ moliyaviy vositalarni tatbiq etish.

Takliflar:

Davlat obligatsiyalari emisiyasining maqsadli rejalashtirilishi va prognozlashtirilishini kuchaytirish;

Ikkilamchi bozordagi faollikni rag‘batlantiruvchi mexanizmlar yaratish (soliq imtiyozlari, likvidlik kafolatlari);

Jismoniy shaxslar va kichik investorlar uchun maxsus qimmatli qog‘ozlar emissiyasini yo‘lga qo‘yish;

Elektron savdo platformalarida ishtirokni ommalashtirish va moliyaviy savodxonlikni oshirish.

FOYDALANILGAN ADABIYOTLAR RO‘YXATI:

1. O‘zbekiston Respublikasi Moliya vazirligi va Markaziy bank statistik byulletenlari, 2020–2024.
2. IMF Fiscal Monitor Report, 2023.
3. Mishkin F. “The Economics of Money, Banking and Financial Markets”, 12th edition, Pearson, 2021.
4. UNCTAD. “Sovereign Bond Markets in Developing Countries”, 2022.
5. OECD Report on Public Debt Management, 2023.
6. Qodirov B. "Moliyaviy bozorlar nazariyasi", Toshkent: Iqtisod-Moliya, 2022.
7. World Bank. “Developing Government Securities Markets”, 2021.
8. Eurasian Economic Review: “Fiscal Instruments and Liquidity Control”, 2022.
9. Bundesbank. (2023, September 25). Too close for comfort? The relationship between monetary and fiscal policy. Retrieved from <https://www.bundesbank.de/en/press/speeches/too-close-for-comfort-the-relationship-between-monetary-and-fiscal-policy-850120>
10. Bank for International Settlements. (2024). Monetary and fiscal policy interactions in a post-pandemic world. BIS Papers No. 132. Retrieved from <https://www.bis.org/publ/bppdf/bispap132.pdf>
11. International Monetary Fund. (2025, May 21). Fostering core government bond market resilience. IMF Blog. Retrieved from <https://www.imf.org/en/Blogs/Articles/2025/05/21/fostering-core-government-bond-market-resilience>
12. IMF Staff. (2024). Developing government securities markets in emerging economies. IMF Working Paper No. WP/24/112. Retrieved from <https://elibrary.imf.org>
13. U.S. Department of the Treasury. (2023). The Role of Treasury Securities in Monetary Policy Operations. Retrieved from <https://home.treasury.gov>
14. World Bank Group. (2022). Developing Government Bond Markets: A Handbook. Retrieved from <https://documents.worldbank.org>