

**ТОШКЕНТ ДАВЛАТ ЮРИДИК УНИВЕРСИТЕТИ ҲУЗУРИДАГИ
ИЛМий ДАРАЖАЛАР БЕРУВЧИ
DSc.07/30.12.2019.Yu.22.01 РАҚАМЛИ ИЛМий КЕНГАШ**

ТОШКЕНТ ДАВЛАТ ЮРИДИК УНИВЕРСИТЕТИ

НАРЗИЕВ ОТАБЕК САЪДИЕВИЧ

**ЎЗБЕКИСТОНДА КАПИТАЛ БОЗОРИНИНГ ҲУҚУҚИЙ ТИЗИМИНИ
ТАКОМИЛЛАШТИРИШ МАСАЛАЛАРИ**

12.00.03 – Фуқаролик ҳуқуқи. Тадбиркорлик ҳуқуқи.
Оила ҳуқуқи. Халқаро хусусий ҳуқуқ

**юридик фанлари доктори (DSc) диссертацияси
АВТОРЕФЕРАТИ**

Тошкент – 2022

Докторлик (DSc)диссертацияси автореферати мундарижаси

Оглавление автореферата докторской (DSc)диссертации

Content of the doctoral (DSc)dissertation abstract

Нарзиев Отабек Саъдиевич

Ўзбекистонда капитал бозорининг ҳуқуқий тизимини такомиллаштириш
масалалари3

Narziev Otabek Sa'dievich

Issues of improving the legal system of the capital market in Uzbekistan.....39

Нарзиев Отабек Саъдиевич

Вопросы совершенствования правовой системы рынка капитала в
Узбекистане.....67

Эълон қилинган илмий ишлар рўйхати

Список опубликованных научных работ
List of published scientific works.....72

**ТОШКЕНТ ДАВЛАТ ЮРИДИК УНИВЕРСИТЕТИ ҲУЗУРИДАГИ
ИЛМий ДАРАЖАЛАР БЕРУВЧИ
DSc.07/30.12.2019.Yu.22.01 РАҚАМЛИ ИЛМий КЕНГАШ**

ТОШКЕНТ ДАВЛАТ ЮРИДИК УНИВЕРСИТЕТИ

НАРЗИЕВ ОТАБЕК САЪДИЕВИЧ

**ЎЗБЕКИСТОНДА КАПИТАЛ БОЗОРИНИНГ ҲУҚУҚИЙ ТИЗИМИНИ
ТАКОМИЛЛАШТИРИШ МАСАЛАЛАРИ**

12.00.03 – Фуқаролик ҳуқуқи. Тадбиркорлик ҳуқуқи.
Оила ҳуқуқи. Халқаро хусусий ҳуқуқ

**юридик фанлари доктори (DSc) диссертацияси
АВТОРЕФЕРАТИ**

Тошкент – 2022

Фан доктори (DSc) диссертацияси мавзуси Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамаси ҳузуридаги Олий аттестация комиссиясида B2022.1.DSc/Yu190 рақам билан рўйхатга олинган.

Докторлик диссертацияси Тошкент давлат юридик университетида бажарилган.
Диссертация автореферати уч тилда (Ўзбек, рус, инглиз (резюме)) Илмий кенгашнинг веб-саҳифасида (www.tsul.uz) ва «ZiyoNeb» Ахборот-таълим порталида (www.ziyounet.uz) жойлаштирилган.

Илмий маслаҳатчи: Саид Саидахарович Гулямов,
юридик фанлар доктори, профессор

Расмий оппонентлар: Назаров Юсуф Бозорович,
юридик фанлар доктори, доцент
Ходжаев Бахшилло Камалович,
юридик фанлар доктори, доцент
Бекмуродов Адхам Шарипович,
иқтисод фанлари доктори, профессор

Етакчи ташкилот: Ўзбекистон Республикаси Адлия вазирлиги
қошидаги Юристлар малакасини ошириш
маркази

Диссертация химояси Тошкент давлат юридик университети ҳузуридаги DSc.07/30.12.2019.Yu.22.01 рақамли Илмий кенгашнинг 2022 йил 21 май соат 10:00 даги мажлисида бўлиб ўтади (Манзил: 100047, Тошкент шаҳар, Сайилгоҳ кўчаси, 35-уй. Тел.: (99871) 233-66-36 факс: (99871) 233-37-48, e-mail: info@tsul.uz).

Диссертация билан Тошкент давлат юридик университети Ахборот-ресурс марказида танишиш мумкин (1045-рақам билан рўйхатга олинган). (Манзил: 100047, Тошкент шаҳар Амир Темур кўчаси 13. Тел.: (99871) 233-66-36).

Диссертация автореферати 2022 йил 5 май куни тарқатилди.

(2022 йил 5 майдаги 10-рақамли реестр баённомаси).



И. Рустамбеков

И.Р. Рустамбеков
Илмий даражалар берувчи илмий кенгаш раиси, юридик фанлар доктори, профессор

Д.Ю. Хабибуллаев

Д.Ю. Хабибуллаев
Илмий даражалар берувчи илмий кенгаш котиби, юридик фанлар номзоди, профессор

Н. Ф. Имомов

Н.Ф. Имомов
Илмий даражалар берувчи илмий кенгаш қошидаги илмий семинар раиси ўринбосари, юридик фанлар доктори, профессор

КИРИШ (Фан доктори (DSc) диссертацияси аннотацияси)

Диссертация мавзусининг долзарблиги ва зарурати. Дунёда пандемия сабабли пасайган иқтисодий фаоллик 2021 йилда тикланиш босқичига ўтиб, иқтисодиётнинг бошқа тармоқлари сингари капитал бозорларида ҳам сезиларли ўсишни кўрсатди. Жумладан, дунё бўйича глобал қимматли қоғозлар бозори капиталлашуви 105,8 триллион долларни ташкил этиб, ўтган йилга нисбатан 18,2 фоизга ошган. Биргина АҚШда бу кўрсаткич 12,2 триллион долларни ташкил этиб, олдинги йилга нисбатан 48,1 фоиз ўсишни ташкил этган.¹ Гарчи ижобий ўсиш кузатилсада, айрим ривожланаётган давлатларда капитал бозори салоҳиятидан иқтисодиётни ривожлантиришда самарали фойдаланилмаётганлиги, фуқаролик муомаласида уларнинг роли сезилмаётганлиги, рақамли иқтисодиёт ва ахборот технологияларининг жадал ривожланиш даврида капитал бозорининг аҳамияти ортиб бораётганлиги ушбу мавзунинг долзарблигидан далолат беради.

Жаҳонда капитал бозорининг самарали ҳуқуқий тизимини таъминлаш, рақамли иқтисодиёт шароитида қимматли қоғозларнинг янги инновацион турларини тадқиқ этиш, давлат томонидан банк ва капитал бозорини тартибга солишда адолатлилик ва тенглик тамойилларига амал қилиш, аҳолини инвестициялаш жараёнларига кенгроқ жалб этиш ҳамда инвесторларнинг ҳуқуқ ва қонуний манфаатларини ишончли ҳимоя қилиш бўйича илмий таҳлиллар ўтказилишига алоҳида эътибор қаратилмоқда. Жумладан, капитал бозорининг молия тизимидаги аҳамиятини ошириш, ахборот технологияларининг ривожланиши сабабли пайдо бўлаётган янги молиявий воситаларнинг фуқаролик-ҳуқуқий мақомини белгилаш мақсадида норматив-ҳуқуқий базани тизимлаштириш ва такомиллаштириш, миллий қонунчиликни халқаро стандартларга мослаштириш, қонунчилик ҳужжатлари ва ҳуқуқни қўллаш амалиёти билан боғлиқ муаммоларнинг илмий ечимини топиш долзарблик касб этмоқда.

Республикамизда ишбилармонлик ва бизнес муҳитини янада яхшилаш, капитал бозорининг ҳуқуқий асосларини яратиш, бизнесни молиялаштиришда капитал бозорининг улушини ошириш, аҳолининг бўш маблағларини иқтисодиёт тармоқларига кенг жалб этиш, акциядорларнинг ҳуқуқ ва қонуний манфаатларини ишончли ҳимоя қилишга алоҳида аҳамият берилиб, қатор мақсадли чора-тадбирлар амалга оширилмоқда. Капитал бозорининг халқаро стандартлари бўйича қараганда Ўзбекистон бугунги кунда капитал бозорининг ривожланганлик даражасини белгиловчи халқаро рейтинглар (MSCI, FTSE Russell, Standard and Poor's) бўйича энг пастки поғонада² (pre-frontier market, frontier market, emerging market, developed market) турибди.³ Соҳа мутахассисларининг фикрича, изчил ва самарали

¹ The SIFMA Capital Markets Fact Book, 2021. <https://www.sifma.org/resources/research/fact-book/>

² Капитал бозорининг ривожланганлик даражалари бўйича батафсил маълумот учун қаранг: <https://www.nasdaq.com/articles/what-difference-between-developed-emerging-and-frontier-market-2012-05-11>

³ DCM Investor Report, 2022. <https://www.intralinks.com>

ислохотлар бўлганда дастлабки босқичдан ривожланган босқичгача ўртача 20-25 йил талаб этилади. Бугун Ўзбекистон дунёдаги 26 та энг тез ривожланаётган давлатлардан бири саналади.⁴ Бундай ривожланишда ҳозирча капитал бозорининг улуши унчалик сезилмаяпти. Бугунги кунда Ўзбекистонда капитал бозори капиталлашуви мамлакат ялпи ички маҳсулотининг 6 фоизи атрофида.⁵ Ривожланаётган давлатларда бу кўрсаткич 30-60 фоиз атрофида бўлиб, ривожланган давлатларда 100 фоиз ва ундан ҳам ортиқни ташкил этади. 2023 йил якунига қадар капитал бозорининг капиталлашувини 45 трлн сўмга етказиш⁶ ва 2025 йилга қадар эркин муомаладаги қимматли қоғозлар ҳажмини мамлакат ЯИМга нисбатан 10 фоизга етказиш кўзда тутилган.⁷ Республикаимизнинг келгуси беш йилдаги дастурий ҳужжати сифатида қабул қилинган **Янги Ўзбекистоннинг 2022–2026 йилларга мўлжалланган тараққиёт стратегияси**да иқтисодиётда молиявий ресурсларни кўпайтириш мақсадида, келгуси 5 йилда фонд бозори айланмасини 200 млн. АҚШ долларидан 7 миллиард АҚШ долларига етказиш мақсади кўйилган.⁸ Мазкур тадқиқот орқали биз мамлакатимизнинг ушбу кўзланган марраларга эришишида, бу борадаги ислохотларни ҳуқуқий жиҳатдан таъминлашда яқиндан кўмак беришни мақсад қилганмиз. Хусусан, капитал бозоридаги муносабатларни тартибга солишга қаратилган амалдаги ҳуқуқий тизим ўта тарқоқ бўлиб, айрим ҳолларда бир-бирига қарама-қарши бўлган юзга яқин меъёрий-ҳуқуқий ҳужжатлардан таркиб топганлиги, инвесторлар учун қулай бўлган ягона ҳуқуқий манбанинг мавжуд эмаслиги, мавжуд норматив-ҳуқуқий ҳужжатларни халқаро норма ва тамойилларга мослаштириш зарурати мазкур ишда кўриб чиқиладиган асосий масалалардан саналади. Соҳадаги ҳуқуқий жиҳатдан тиргакка муҳтож бўлган яна бир энг муҳим масала бу инвесторлар ҳуқуқларини ҳимоя қилиш механизмининг етарли даражада самарали эмаслиги. Инвесторларни ҳимоя қилиш индексининг кучи ўртача 3 та индексни ташкил этади — ошкор қилиш индекси, директорнинг жавобгарлиги индекси ва акциядорлар даъвосининг қулайлиги индекси.⁹ Расмий тан олинган манбалардан тузилган Жаҳон банкининг ривожланиш кўрсаткичлари ҳисоботида кўра, Ўзбекистонда инвесторларни ҳимоя қилиш индексининг мустаҳкамлиги 2016 йилда 5,7%

⁴ Karen Ward, “The World in 2050,” *Quantifying the shift in the global economy*. HSBC (2011): 2–3

⁵ 2021 йил 17 мартда Ўзбекистон Республикаси Олий Мажлисининг Сенати томонидан Капитал бозорини ривожлантириш агентлиги билан биргаликда “Барқарор иқтисодий ривожланишни таъминлашда молия бозорининг роли: ҳуқуқий ва институционал тўсиқлар” мавзусида халқаро конференцияда Сенат раиси Т.Норбоевнинг нутқидан. Манба: https://uza.uz/uz/posts/kapital-bozoridagi-vaziyat-mavzhud-muammolar-valarning-echimi_249659

⁶ Ўзбекистон Республикаси Президентининг «Капитал бозорини янада ривожлантириш чора тadbирлари тўғрисида»ги 2021 йил 13 апрелдаги ПФ-6207 сонли Фармони. <https://lex.uz/ru/docs/5371091>

⁷ Капитал бозорини ривожлантириш бўйича парламентда ташкил этилган семинар ахбороти. Батафсил қаранг: <https://kun.uz/news/2020/12/25/ozbekistonda-kapital-bozori-kapitallashuvi-yaimning-1-foiziga-teng>

⁸ Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2022 йил 28 январдаги «Янги Ўзбекистоннинг 2022–2026 йилларга мўлжалланган тараққиёт стратегияси тўғрисида»ги ПФ-60-сон Фармони // <https://lex.uz/pdfs/5841063>

⁹ Маълумотлар корпоратив адвокатларнинг сўровидан олинган бўлиб, қимматли қоғозлар тўғрисидаги қонунчилик ҳужжатлари, компания қонунлари ва суд далиллари қоидаларига асосланади. Манба: Жаҳон банки, Бизнес юритиш лойиҳаси <http://www.doingbusiness.org/ExploreTopics/ProtectingInvestors/>

ни ташкил қилди.¹⁰ Бугунги кунда инвесторларнинг, хусусан акциядорлик жамиятларидаги миноритар акциядорларнинг ҳуқуқлари қай даражада ҳимояланганлиги, жамият томонидан ахборотни ошкор этиш, дивидендларни ўз вақтида тўлаш каби фундаментал мажбуриятларнинг лозим даражада бажарилишини таъминлаш долзарб масалалардан бўлиб турибди. Масалан, биргина 2020 йилда аниқланган қонун бузилишлари бўйича ваколатли давлат органи томонидан инвесторлар ҳуқуқларини ҳимоя қилиш мақсадида акциядорлик жамиятларига 201 та кўрсатма берилган, судларга 144 та даъво аризаси киритилган ва ҳуқуқни муҳофаза қилувчи органларга 66 та ҳужжат юборилган. Инвесторлардан келиб тушган мурожаатларни ўрганиш натижаларига кўра, 20.3 млрд. сўм дивиденд кўринишидаги пул маблағлари ундириб берилиши таъминланган.¹¹ Бундан ташқари, ахборот технологиялари тобора ривожланиб бораётган бугунги кунда капитал бозорини ҳуқуқий тартибга солишнинг рақамлаштирилиши ва ушбу соҳадаги муносабатларнинг ижтимоий тармоқлар ҳамда онлайн платформага ўтаётган турларини¹² илмий-назарий таҳлил қилган ҳолда уларни ҳуқуқий таъминлаш бўйича хулоса тақдим этиш ҳам бугунги кундаги ушбу соҳадаги долзарб масалалардан саналади.

“Қимматли қоғозлар бозори тўғрисида”ги (2015), “Тадбиркорлик фаолияти эркинлигининг кафолатлари тўғрисида”ги (2012), “Акциядорлик жамиятлари ва акциядорларнинг ҳуқуқларини ҳимоя қилиш тўғрисида”ги (2014), “Масъулияти чекланган ҳамда қўшимча масъулиятли жамиятлар тўғрисида”ги (2001) қонунлар, Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2021 йил 13 апрелдаги “Капитал бозорини янада ривожлантириш чора-тадбирлари тўғрисида”ги ПФ-6207-сонли Фармони, 2022 йил 17 январдаги “Капитал бозорини қўллаб-қувватлашнинг самарали механизмларини жорий этишга доир қўшимча чора-тадбирлар тўғрисида”ги ПҚ-90-сон Қарори, 2022 йил 28 январдаги ПФ-60-сон «Янги Ўзбекистоннинг 2022–2026 йилларга мўлжалланган тараққиёт стратегияси тўғрисида»ги Фармони ва мавзуга оид бошқа қонунчилик ҳужжатларида белгиланган вазифаларнинг амалга оширилишида ушбу диссертация тадқиқоти муайян даражада хизмат қилади.

Тадқиқотнинг республика фан ва технологиялари ривожланишининг асосий устувор йўналишларига боғлиқлиги. Мазкур тадқиқот республика фан ва технологиялар ривожланишининг I. «Ахборотлашган жамият ва демократик давлатни ижтимоий, ҳуқуқий, иқтисодий, маданий, маънавий-маърифий ривожлантиришда инновацион ғоялар тизимини

¹⁰ Индекс 0 дан (инвесторларнинг ҳимояси йўқ) дан 10 гача (инвесторларнинг ҳимояси юқори). Ўзбекистон – Инвесторларни ҳимоя қилиш индексининг мустаҳкамлиги – ҳақиқий рақамлар, тарихий маълумотлар, прогнозлар ва прогнозлар Жаҳон банкдан 2022 йил февралда олинган. Батафсил маълумот учун қаранг: <https://tradingeconomics.com/uzbekistan/strength-of-investor-protection-index-0-to-10-wb-data.html>

¹¹ Олий Мажлис Қонунчилик палатасининг 2021 йил 3-февралдаги мажлиси маълумотларидан. Батафсил қаранг: <https://parliament.gov.uz/uz/events/chamber/33535/>

¹² Батафсил қаранг: Samir Das, Digital transformation in Securities and capital markets. <https://www.wipro.com/capital-markets/digital-transformation-in-securities-and-capital-markets/>

шакллантириш ва уларни амалга ошириш йўллари» устувор йўналиши доирасида амалга оширилган.

Диссертациянинг мавзуси бўйича хорижий илмий тадқиқотлар шарҳи. Капитал бозорининг назарий-ҳуқуқий таъминланиши муаммолари бўйича илмий тадқиқотлар дунёнинг етакчи илмий марказлари ва университетларида, жумладан, University of Chicago (АҚШ)¹³, Cambridge University (Буюк Британия),¹⁴ Harvard University (АҚШ)¹⁵, Pennsilvaniya University (АҚШ),¹⁶ Nagoya University (Япония), Kobe University (Япония) олиб борилмоқда.

Капитал бозорининг назарий-ҳуқуқий таъминланиши борасидаги хорижий илмий тадқиқотлар натижасида қатор илмий натижаларга эришилган, жумладан: Чикаго университети олимлари тадқиқоти ҳуқуқни иқтисодий таҳлил қилишнинг меъёрий ёндашуви бойликни максимал даражада оширишга асосланган ҳуқуқий тизимни шакллантиришнинг самарадорлик мезонини таклиф қилган; Кембридж университети олимлари эса давлатнинг капитал бозорини тартибга солишдаги асосий вазифаси ижтимоий манфаатни таъминлаш орқали молиявий инқирозларнинг олдини олишга қаратиш, тартибга солишнинг қолган масалаларини эса бозорнинг ўзига қўйиб бериш керак, деган хулосага келишган; мазкур университетнинг бошқа бир гуруҳ олимлари эса бозор иқтисодиётида ўз-ўзини тартибга солиш автоматик бўлади, деган тахминни шубҳа остига қўйган ва давлатнинг иқтисодий жараёнларга аралашуви зарурлигини асослаб берган; Гарвард университети олимлари эса давлат капитализмининг назарий асосларини тадқиқ қилиб, давлатнинг капитал бозорини тартибга солишдаги ҳал қилувчи аҳамиятга эга бўлишини қайд этганлар; Пенсилвания университети олимлари капитал бозорини тартибга солишга қаратилган энг машҳур микро ва макроиқтисодий назарияларнинг кўпчилиги тартибга солувчилар, инвесторлар, банкирлар ва сиёсатчиларга ёрдам бериш ва қўллаб-қувватлаш орқали молиявий инқироз вужудга келишига асос яратганликларини таъкидлаб, бу масалада давлатнинг капитал бозорини тартибга солиш сиёсати қатъий бўлишини асослаб беришган; Нагоя университетидида олиб борилган тадқиқотда асосан капитал бозори соҳасидаги ваколатли давлат органининг ҳуқуқий мақоми ва институционал тузилиши бўйича интеграциялашган моделнинг афзаллигини асослашга ҳаракат қилинган; Кобе университети тадқиқотчиси капитал бозорини тартибга солишда молия бозорининг бошқа институтлари билан таққослаган ҳолда таҳлил қилган.

Жаҳонда капитал бозорини ҳуқуқий тартибга солиш бўйича, хусусан қуйидаги устувор йўналишларида тадқиқотлар олиб борилмоқда: бозорни тартибга солишда давлатнинг роли ва ваколатли органининг ҳуқуқий мақоми;

¹³ Brine, Kevin R., and Mary Poovey. *Finance in America: An Unfinished Story*. University of Chicago Press, 2017; Posner R A, *Economic analysis of law*, Boston: Little, Brown, University of Chicago Law School, 1972.

¹⁴ Driesen, David M. *The Economic Dynamics of Law*. Cambridge University Press, 2012.

¹⁵ Aldo Musacchio and Sergio G. Lazzarini, "Reinventing State Capitalism: Leviathan in Business, Brazil and Beyond", Harvard University Press (2013)

¹⁶ Joseph E. Stiglitz, "The Anatomy of a Murder: Who Killed the American Economy?", in *What Caused the Financial Crisis*, ed. Jeffrey Friedman (Pennsylvania: University of Pennsylvania, 2011), 144.

капитал бозоридаги давлатнинг акциядор ва инвестор сифатидаги иштироки; банкларнинг капитал бозоридаги иштироки; капитал бозорида сунъий интеллектдан фойдаланишнинг ҳуқуқий масалалари; робот-маслаҳатчиларнинг ҳуқуқий мақоми; токен, дастлабки танга таклифларининг (ICO - Initial Coin Offering) молиявий воситалар сифатидаги ҳуқуқий табиати каби масалаларнинг илмий-назарий ва амалий ечимини топиш.

Муаммонинг ўрганилганлик даражаси. Ўзбекистонда капитал бозорининг ҳуқуқий тизимини такомиллаштириш масалалари таҳлили, рақамлаштириш шароитларида капитал бозорини ҳуқуқий тартибга солиш, шунингдек бу соҳадаги халқаро стандартлар ва хорижий давлатларнинг тажрибалари мамлакатимизда мустақил тадқиқот объекти сифатида ўрганилмаган.

Корпоратив бошқарув ва акциядорлик жамиятлари фаолиятини ҳуқуқий тартибга солиш С.Гулямов¹⁷ ва Ж.Юлдашев¹⁸, қимматли қоғозлар муомаласининг ҳуқуқий жиҳатлари Ю.Назаров¹⁹, инвестиция активларини ишончли бошқариш шартномаси Б.Топилдиев, инвестиция фондларининг фуқаролик-ҳуқуқий мақоми А.Жумагулов ва венчур молиялашнинг ҳуқуқий асослари А.Тожибоевлар томонидан махсус тадқиқ этилган. Капитал бозорига оид муносабатларнинг иқтисодий жиҳатлари Ш.Шоҳазамий, И.Бутиков²⁰, З.Ашуров, А.Вахобов,²¹ Р.Каюмов,²² А.Расулов²³ каби иқтисодчи олимлар томонидан ўрганилган.

¹⁷ Гулямов С.С. Правовые основы функционирования рынка ценных бумаг в Республики Узбекистан. Учебное пособие. – Т.: ТГЮИ, 2013. – 256 с.

¹⁸ Юлдашев Ж.И. Акциядорлик жамиятлари – фуқаролик ҳуқуқининг субъекти сифатида. Ю.ф.н. дисс...автореф. – Т.: ТДЮИ, 2008. – 27 с.

¹⁹ Назаров Ю.Б.Правовое регулирование ценных бумаг в Республики Узбекистан: Автореф. канд. юрид. наук. – Т.: ИФП. 1997. – 23 с.

²⁰ Бутиков И.Л. Рынок ценных бумаг Узбекистана в условиях современного экономического кризиса. // Ўзбекистон молия бозорини ривожлантиришда инвестиция фондларининг жозибадорлигини ошириш. Республика илмий-амалий конференция илмий мақола ва тезислари тўплами (2020 йил 29 апрель). – Тошкент: ТДИУ, 2020. – С. 628-633; Бутиков И.Л. Проблемы продолжения политики институциональных и структурных реформ по сокращению присутствия государства в экономике: правовая теория и правоприменительная практика. // Правовая политика Республики Узбекистан в условиях демократического обновления страны (концептуальные основы правовой политики). Коллективная монография. / Под ред. д.ю.н., проф. М.Х.Рахманкулова. – Ташкент: Институт мониторинга действующего законодательства при Президенте Республики Узбекистан, 2017.

²¹ Ашуров З.А., Вахобов А. Капитал бозорида ахборотни ошкор қилишнинг аҳамияти. // “Biznes-Эксперт” журнали. – Тошкент, 2021. – №11-12.

²² Каюмов Р.И. О необходимости создания условий для эффективного функционирования фондового рынка Узбекистана. // Управление государственное, муниципальное и корпоративное: теория и лучшие практики. Материалы Шестой Международной научно-практической конференции (12-13 ноября 2021 года). – Ростов н/Д: ФГБОУ ВО РГУПС, 2021. – С. 181-186.

²³ Каюмов Р.И., Расулов А.А. Роль государственных ценных бумаг в экономике страны. // Modern Scientific Challenges and Trends: a collection of scientific works of the International scientific conference. Part 2 (7-9 April, 2021) - Warsaw: Sp. z.o.o. “iScience”, 2021. - С. 89-91.; Каюмов Р.И., Саидов Х.Б. Проблемы использования зарубежных методов определения рыночной стоимости акций в Узбекистане. // Modern Scientific Challenges and Trends: a collection of scientific works of the International scientific conference. Part 2 (7-9 April, 2021) - Warsaw: Sp. z.o.o. “iScience”, 2021. - С. 92-95; Каюмов Р.И., Саидов Х.Б. Информирование участников фондового рынка для определения рыночной стоимости акций. // Инвестиционная привлекательность в обеспечении экономической стабильности стран: глобальные проблемы и пути их решения. Материалы международной научно-практической онлайн конференции (14 мая 2021 года). – Ташкент: Министерство высшего и среднего специального образования Республики Узбекистан, ТГЭУ, 2021. – С. 317-320.

МДХ давлатларида М.Асеева, О.Глеба, В.Попов, Ю.Цепляева, Ю.Ельцов ва бошқа олимлар бу борада илмий тадқиқотлар олиб борган. Капитал бозорининг ҳуқуқий асосларини ҳам иқтисодий, ҳам ҳуқуқий жиҳатдан тадқиқ этган олимлар орасида капитал бозори ривожланган давлатларнинг муаллифлари етакчи ўрин эгаллайди. Хусусан, A. Douglas, Asli Demirguc-Kunt, Ha-Joon Chang, J. Coffee, S. Deakin, D. Driesen, Joseph E. Stiglitz, R. Pomfret, R. Posner, Muhammad Yunus каби олимларнинг ишлари мазкур тадқиқот иши доирасида ўрганиб чиқилган.²⁴

Диссертация мавзусининг диссертация бажарилган олий таълим муассасасининг илмий-тадқиқот ишлари режалари билан боғлиқлиги.

Тадқиқот иши Тошкент давлат юридик университети илмий-тадқиқот ишлари режасининг «Ривожланган давлатлар қонунчилик амалиёти ва халқаро савдо ҳуқуқи ютуқларини назарий тадқиқ этиш асосида олинган натижаларни миллий қонунчиликка имплементация қилиш масалалари» мавзусидаги фундаментал лойиҳаси (2017 – 2021 й.й.) доирасида бажарилган.

Тадқиқотнинг мақсади Ўзбекистонда капитал бозорининг ҳуқуқий тизимини такомиллаштириш ва уни қўллаш амалиёти самарадорлигини оширишга қаратилган таклиф ва тавсиялар ишлаб чиқишдан иборат.

Тадқиқотнинг вазифалари:

капитал бозорини ҳуқуқий тартибга солишнинг зарурати, умумий тавсифи, вазифалари ва тузилишини тадқиқ этиш;

Ўзбекистонда капитал бозори ҳуқуқий асосларининг эволюцияси ҳамда Ўзбекистон ва айрим МДХ мамлакатларида капитал бозорининг ривожланиш даражаси ва муаммоларини ўрганиш;

капитал бозорини ҳуқуқий тартибга солишда назариянинг аҳамиятини кўриб чиқиб, бу борадаги асосий ёндашувларни умумий тавсифлаш;

капитал бозорини тартибга солишнинг замонавий муаммоларини таҳлил қилиш ва давлатнинг иқтисодиётдаги иштирокига оид асосий назариялар ва амалиётларни ўрганиш;

капитал бозорини тартибга солиш бўйича ваколатли органнинг ҳуқуқий мақомини қиёсий-ҳуқуқий жиҳатдан таҳлил қилиш;

банк ва капитал бозорини тартибга солишда молиявий структуранинг аҳамияти, молия бозорида қарз ва капитал тушунчаларини таҳлил қилиш;

капитал бозорида сунъий интеллектдан фойдаланиш масалаларини, хусусан робот-маслаҳатчилардан фойдаланишнинг ҳуқуқий жиҳатлари ва рақамли мол-мулкдан фойдаланишнинг ҳуқуқий масалаларини таҳлил қилиш;

МДХ мамлакатларида капитал бозорининг ҳуқуқий тизимини такомиллаштириш муаммоларини ўрганиш ва Ўзбекистон мисолида капитал бозорининг ҳуқуқий тизимини такомиллаштириш, ҳуқуқни қўллаш амалиётини яхшилаш юзасидан тавсиялар беришдан иборат.

²⁴ Олимлар ишларининг тўлиқ рўйхати диссертациянинг фойдаланилган адабиётлар рўйхатида кўрсатилган.

Тадқиқотнинг объекти Ўзбекистонда капитал бозорининг ҳуқуқий тизимини такомиллаштириш билан боғлиқ ҳуқуқий муносабатлар тизими ҳисобланади.

Тадқиқотнинг предмети Ўзбекистонда капитал бозорининг ҳуқуқий тизимини такомиллаштиришга қаратилган норматив-ҳуқуқий ҳужжатлар, ҳуқуқни қўллаш амалиёти, юридик фанда мавжуд бўлган концептуал ёндашувлар, илмий, амалий ва назарий қарашлар ва ҳуқуқий категориялардан иборат.

Тадқиқот усуллари. Тадқиқотни амалга оширишда тарихий ва тизимли усул, анализ ва синтез усули, қиёсий-ҳуқуқий ва таҳлил қилиш усули, норматив-ҳуқуқий ва амалий таҳлил усули, умумлаштириш, мантиқийлик ҳамда маълумотларни тизимли таҳлил қилиш каби усуллар қўлланилган.

Тадқиқотнинг илмий янгилиги қуйидагилардан иборат:

капитал бозоридаги муносабатларда янги субъект ҳисобланган – чет эллик номинал сақловчи ҳамда биржа облигацияларининг эмиссияси, жойлаштирилиши ва муомаласига оид нормаларнинг киритилиши зарурлиги асослантилган;

давлат иштирокидаги корхоналарни трансформация қилиш ва давлат улушига эга бўлган корхоналарни маҳаллий фонд биржасида оммавий таклиф орқали хусусийлаштиришни рағбатлантириш лозимлиги асослаб берилган;

қимматли қоғозларнинг «сукук» облигациялари каби янги турларини жорий этиш орқали диверсификация қилиш, ислом молиялаштириш тамойиллари асосида қимматли қоғозлар ва капитал бозорига оид бошқа молия хизматларини татбиқ этиш зарурлиги асослаб берилган;

капитал бозорининг ҳуқуқий асосларини такомиллаштиришга қаратилган «Ахлоқий кадриятлар танқислиги синдроми» илмий назарияси ишлаб чиқилиб ва уни самарали жорий қилишнинг янги концепцияси асослантилган;

«Тошкент» Республика фонд биржасининг расмий веб-сайтида инвесторларга капитал бозоридаги мавжуд молиявий воситалар ва уларнинг ҳолати бўйича ягона очиқ манбани тақдим этадиган электрон маълумотлар платформасининг ҳуқуқий асосларини ишлаб чиқиш зарурлиги асослантилган;

капитал бозори профессионал иштирокчиларининг ўзини-ўзи бошқарувчи нодавлат бирлашмасини ташкил этиш ва капитал бозори соҳасидаги миллий рейтинг агентликларининг фаолиятини ташкил этишнинг ҳуқуқий асосларини яратиш лозимлиги асослаб берилган.

Тадқиқотнинг амалий натижаси қуйидагилардан иборат:

капитал бозорининг ҳуқуқий тизимини такомиллаштириш борасида бозорнинг субъектлари ва объектлари сонини кўпайтириш, шу орқали бозорга киритиладиган инвестицияларнинг ҳажмини орттириш гипотезаси илгари сурилиб, бунинг учун энг аввало бозорга муқобил субъектлар ва молиявий воситалар киритилишининг ҳуқуқий асосларини яратиш лозимлиги асослаб берилди.

қимматли қоғозларни чиқариш ва муомалада бўлишини, инвестицияларни кенг жалб этиш, корпоратив бошқарувни ривожлантириш ва аҳолининг молиявий саводхонлигини ошириш бўйича комплекс чоратadbирларни кўзда тутувчи Ўзбекистонда капитал бозорини ривожлантириш концепциясини ишлаб чиқиш асослаб берилди.

Ўзбекистонда капитал бозорини тартибга солишнинг ҳуқуқий тизими таҳлили доирасида бу борадаги ислохотларнинг дастлабки йўналиши сифатида бугунги кунда тарқоқ бўлган норматив ҳужжатларни халқаро стандартлардан келиб чиққан ҳолда консолидация қилиш орқали инвесторлар учун қулай бўлган ягона ҳуқуқий манбани яратиш лозимлиги асослаб берилди.

Ўзбекистонда капитал бозорини тартибга солишнинг ҳуқуқий тизимини ислох этишнинг иккинчи йўналиши сифатида регуляторнинг ҳуқуқий мақоми, ваколатлари, ҳуқуқ ва мажбуриятлари ҳамда жавобгарлиги белгиланган алоҳида қонун қабул қилиниши асослаб берилди.

капитал бозори иштирокчиларининг фаолиятини мониторинг қилиш самарадорлигини ошириш, инвестиция хизматлари кўрсатиш сифатини таҳлил қилиш, фойдаланувчиларни масофадан биометрик идентификациялаш (Face-ID) ва таваккалчиликларни баҳолаш (Risk management) учун сунъий интеллект технологияларини қўллашнинг ҳуқуқий асослари яратилиб, амалиёти жорий этилиши соҳанинг ривожига ижобий таъсир кўрсатиши асослаб берилди.

Тадқиқот натижаларининг ишончилиги. Тадқиқот натижаларининг ишончилиги ишда қўлланилган усуллар, унинг доирасида фойдаланилган назарий-илмий хулосалар халқаро илмий базалар ҳамда бошқа расмий манбалардан олинган ишончли маълумотлар асосида шакллантирилган. Тадқиқот олиб бориш жараёнида билдирилган айрим таклифлар амалиётга жорий этилган ва бу тегишли ваколатли органлар томонидан тасдиқланган. Тадқиқот натижалари етакчи миллий ва хорижий нашрларда эълон қилинган.

Тадқиқот натижаларининг илмий ва амалий аҳамияти. Тадқиқот натижаларининг илмий аҳамияти шундаки, унда акс этган илмий-назарий ғоялар ва қонунчиликка билдирилган таклифлардан капитал бозори фаолиятини ҳуқуқий тартибга солиш соҳасида илмий тадқиқотлар олиб бориш, қонун ҳужжатларининг тегишли нормаларини шарҳлаш, миллий қонунчиликни ва ҳуқуқни қўллаш амалиётини такомиллаштириш ҳамда «Қимматли қоғозлар бозори ҳуқуқи», «Инвестиция ҳуқуқи», «Бизнес ҳуқуқи», «Корпоратив ҳуқуқ» «Халқаро хусусий ҳуқуқ» каби фанларни ўқитишда ва методологик ёндашувларни такомиллаштиришда фойдаланилган.

Тадқиқот натижаларининг амалий аҳамияти қонун ижодкорлиги фаолиятида, хусусан норматив-ҳуқуқий ҳужжатларни тайёрлаш, уларга ўзгартириш ва қўшимчалар киритишда, ҳуқуқни қўллаш амалиётини такомиллаштиришда ҳамда юридик олий таълим муассасаларида хусусий ҳуқуқ соҳасидаги фанларни ўқитиш жараёнида фойдаланиши мумкинлиги билан белгиланади.

Тадқиқот натижаларининг жорий қилиниши. Капитал бозорининг ҳуқуқий тизимини такомиллаштириш масалалари бўйича олиб борилган тадқиқот натижаларидан қуйидагиларда фойдаланилган:

капитал бозоридаги муносабатларда янги субъект бўлган – чет эллик номинал сакловчи ҳамда биржа облигацияларининг эмиссияси, жойлаштирилиши ва муомаласига оид нормаларнинг киритилишига оид таклифдан Ўзбекистон Республикасининг «Қимматли қоғозлар бозори тўғрисида»ги Қонунининг (Ўзбекистон Республикасининг 2015 йил 3 июнда қабул қилинган ЎРҚ-387-сонли Қонуни таҳририда) 3-моддасига 2021 йил 27 августда киритилган ўзгартириш ва қўшимчаларда фойдаланилган. (Ўзбекистон Республикаси Олий Мажлиси Сенати Суд-ҳуқуқ масалалари ва коррупцияга қарши курашиш қўмитасининг 2022 йил 25 мартдаги 28-сонли далолатномаси). Мазкур таклиф капитал бозорининг ривожланиши учун қўшимча имкониятлар тақдим этади ва инвесторлар учун таклиф этилаётган молиявий воситаларнинг сонини оширишга хизмат қилган;

давлат иштирокидаги корхоналарни трансформация қилиш; давлат улушига эга бўлган корхоналарни маҳаллий фонд биржасида оммавий таклиф орқали хусусийлаштиришни рағбатлантириш таклифи Ўзбекистон Республикаси Президентининг “Капитал бозорини янада ривожлантириш чора-тадбирлари тўғрисида”ги 2021 йил 13 апрелдаги ПФ-6207-сон Фармонининг 1-илоvasи билан тасдиқланган “2021 — 2023 йилларда капитал бозорини ривожлантириш Дастури”ни ишлаб чиқишда кенг фойдаланилган. (Ўзбекистон Республикаси Молия вазирлигининг 2022 йил 24 мартдаги 06/04-02-01-32/747-сонли далолатномаси). Мазкур таклиф капитал бозорида рақобат муҳитини яхшилаш билан бир қаторда унинг ҳажмини орттириш ва Янги Ўзбекистоннинг 2022–2026 йилларга мўлжалланган тараққиёт стратегиясида белгиланган кўрсаткичларга етказишга хизмат қилган;

қимматли қоғозларнинг «сукук» облигациялари каби янги турларини жорий этиш орқали диверсификация қилиш; ислом молиялаштириш тамойиллари асосида қимматли қоғозлар ва капитал бозорига оид бошқа молия хизматларини татбиқ этишга оид таклифлари Ўзбекистон Республикаси Президентининг “Капитал бозорини янада ривожлантириш чора-тадбирлари тўғрисида”ги 2021 йил 13 апрелдаги ПФ-6207-сон Фармонининг 1-илоvasи билан тасдиқланган “2021 — 2023 йилларда капитал бозорини ривожлантириш Дастури”ни ишлаб чиқишда кенг фойдаланилган. (Ўзбекистон Республикаси Молия вазирлигининг 2022 йил 24 мартдаги 06/04-02-01-32/747-сонли далолатномаси). Мазкур таклиф капитал бозорида рақобат муҳитини яхшилаш билан бир қаторда унинг ҳажмини орттириш ва Янги Ўзбекистоннинг 2022–2026 йилларга мўлжалланган тараққиёт стратегиясида белгиланган кўрсаткичларга етказишга хизмат қилган;

капитал бозорининг назарий асосларини такомиллаштиришга қаратилган “Ахлоқий кадриятлар танқислиги синдроми” илмий назарияси ишлаб чиқилиб ва уни жорий қилишнинг илмий концепцияси Нидерландиянинг Wolters Kluwer нашриёти томонидан нашр этилган

“Comparative Law Yearbook of International Business” номли қўлланманинг 2021 йилги 43-сонида чоп этилди. Бундан ташқари ушбу илмий концепциядан Тошкент давлат юридик университетининг бакалаврият таълим йўналишида кадрлар тайёрлашда, хусусан «Қимматли қоғозлар бозори ҳуқуқи» модулини ўтишда фойдаланилмоқда. (Тошкент давлат юридик университетининг 2022 йил 10 мартдаги далолатномаси). Ушбу таклиф жаҳонда капитал бозорини ҳуқуқий тартибга солишда ҳозирги бирёқлама ёндашув ўрнига мувозанатлашган назарий асосни тақдим этган;

«Тошкент» Республика фонд биржасининг расмий веб-сайтида барча инвесторлар учун очиқ бўлган маълумотлар базасининг электрон платформаси ҳуқуқий асосларини яратишга оид таклифлари Ўзбекистон Республикаси Президентининг “Капитал бозорини янада ривожлантириш чора-тадбирлари тўғрисида”ги 2021 йил 13 апрелдаги ПФ-6207-сон Фармонининг 1-илоvasи билан тасдиқланган “2021 — 2023 йилларда капитал бозорини ривожлантириш Дастури”ни ишлаб чиқишда кенг фойдаланилган. (Ўзбекистон Республикаси Молия вазирлигининг 2022 йил 24 мартдаги 06/04-02-01-32/747-сон далолатномаси). Мазкур таклиф инвесторларга капитал бозоридаги мавжуд молиявий воситалар ва уларнинг ҳолати бўйича ягона манбани тақдим этади, соҳада ўзини-ўзи бошқариш тизимини такомиллаштиришни назарда тутди ва миллий баҳоловчи субъектлар фаолиятининг ҳуқуқий асосларини таъминлашга хизмат қилган;

капитал бозори профессионал иштирокчиларининг ўзини-ўзи бошқарувчи нодавлат бирлашмасини ташкил этиш ва капитал бозори соҳасидаги миллий рейтинг агентликларининг фаолиятини ташкил этиш учун ҳуқуқий асослар яратишга оид таклифлари Ўзбекистон Республикаси Президентининг “Капитал бозорини янада ривожлантириш чора-тадбирлари тўғрисида”ги 2021 йил 13 апрелдаги ПФ-6207-сон Фармонининг 1-илоvasи билан тасдиқланган “2021 — 2023 йилларда капитал бозорини ривожлантириш Дастури”ни ишлаб чиқишда кенг фойдаланилган. (Ўзбекистон Республикаси Молия вазирлигининг 2022 йил 24 мартдаги 06/04-02-01-32/747-сон далолатномаси). Мазкур таклиф инвесторларга капитал бозоридаги мавжуд молиявий воситалар ва уларнинг ҳолати бўйича ягона манбани тақдим этади, соҳада ўзини-ўзи бошқариш тизимини такомиллаштиришни назарда тутди ва миллий баҳоловчи субъектлар фаолиятининг ҳуқуқий асосларини таъминлашга хизмат қилган.

Тадқиқот натижаларининг апробацияси. Мазкур тадқиқот натижалари 6 та илмий анжуманда, жумладан, 4 та халқаро ва республика миқёсида ўтказилган илмий-амалий конференция, давра суҳбатлари ва семинарларда синовдан ўтган.

Тадқиқот натижаларининг эълон қилинганлиги. Мазкур тадқиқот натижалари бўйича жами 18 та илмий иш, жумладан, 2 та монография, илмий журналлар ва тўпламларда 16 та (шундан 10 таси хорижий нашрларда) илмий мақола ва тезислар чоп этилган.

Диссертациянинг тузилиши ва ҳажми. Диссертация таркиби кириш, олтита боб, хулоса, фойдаланилган адабиётлар рўйхати, иловалардан иборат. Диссертациянинг ҳажми 231 бетни ташкил этган.

ДИССЕРТАЦИЯНИНГ АСОСИЙ МАЗМУНИ

Диссертациянинг **кириш** қисмида тадқиқот мавзусининг долзарблиги ва зарурати асослантирилган, тадқиқотнинг мақсади ва вазифалари, объекти ва предмети ёритилган, шунингдек, диссертациянинг мавзуси бўйича хорижий илмий-тадқиқотлар шарҳи, республика фан ва технологиялари ривожлантиришнинг устувор йўналишларига мослиги асослантирилган, муаммонинг ўрганилганлик даражаси, мавзунинг диссертация бажарилаётган олий таълим муассасасининг илмий-тадқиқот ишлари режаси билан алоқадорлиги, усуллари, илмий янгилиги ва амалий натижалари, тадқиқот натижаларининг ишончлилиги, илмий ва амалий аҳамияти очиб берилган. Шунингдек, тадқиқот натижаларининг амалиётга жорий қилиниши, апробацияси, нашр этилган ишлар ва диссертациянинг тузилиши ҳамда ҳажми ҳақида маълумотлар келтирилган.

Диссертациянинг **“Капитал бозорини ҳуқуқий тартибга солишнинг асосий масалалари”** деб номланган биринчи бобида капитал бозорини ҳуқуқий тартибга солишнинг зарурати масаласи таҳлил этилиб, инвесторлар ҳимоясини кучайтириш, рақобатни таъминлаш ва бозор муносабатларида адолатни кафолатлаш учун капитал бозорини тегишли ҳуқуқий тартибга солиш тизими мавжуд бўлиши керак, деган хулосага келинди. Бу масалада олимлар ўртасидаги умумий консенсусга²⁵ кўра мустаҳкам қонунчилик базаси, мулкӣ ҳуқуқлар, акциядорларнинг ҳуқуқларини ҳимоя қилиш, шартномалар ижросини таъминлаш ва қонун устуворлиги нисбатан юқори даражадаги инвестицияларни жалб қилишга сабаб бўлади ва шунинг учун йирик молиявий бозорларга эга давлатлар бу омилларга алоҳида эътибор қаратишади. Бундан ташқари, капитал бозорини ҳуқуқий тартибга солиш компаниянинг шаффофлигини таъминлаш учун зарур бўлиб, бу ўз навбатида инвесторларни ҳимоя қилиш ва бозор иштирокчиларининг, айниқса инвесторларнинг менежерлар ва назорат қилувчи акциядорларнинг фаолияти ва хатти-ҳаракатларига ишонч уйғотади.

Тадқиқот ишида бир қатор хорижлик олимлар (Bernard S. Black, J. C. Coffee, J. Seligman, H. A. Sale, Ana Carvajal, Jennifer A. Elliott, Douglas W. Arner)нинг капитал бозорини ҳуқуқий тартибга солиш зарурати, вазифалари ва тузилишига оид фикрлари ўрганилиб, инвесторлар ҳимоясини кучайтириш, рақобатни таъминлаш ва бозор муносабатларида адолатни кафолатлаш учун капитал бозорини тегишли ҳуқуқий тартибга солиш тизими мавжуд бўлиши кераклиги асослантирилган.

²⁵ Douglas W. Arner, *Financial Stability, Economic Growth, and the Role of Law*. (Cambridge, UK: Cambridge University Press, 2007), 14.

Профессор Бернард Блекнинг фикрича, қонунлари бу масалада муваффақиятсизликка учраган мамлакат фаол капитал бозорини ривожлантира олмайди.²⁶ Капитал бозорини ҳуқуқий тартибга солишнинг яна бир зарурати молиявий соҳадаги номуносивлик ва инқирозлар ҳар қандай мамлакат иқтисодиётини беқарорлаштирувчи асосий омилга айланиши эҳтимоли юқорилиги бўлиб ҳисобланади. 2008 йилда рўй берган молиявий инқирознинг салбий оқибатлари нафақат миллий миқёсда, балки минтақавий ва глобал миқёсларда ҳам инвесторлар ҳимоясини кучайтириш, рақобатни таъминлаш ва бозор муносабатларида адолатни кафолатлаш учун капитал бозорини тегишли ҳуқуқий тартибга солиш зарурлигини яққол кўрсатди.²⁷ Бу айниқса Ўзбекистон сингари ўтиш даври иқтисодиётидаги давлатлар учун янада кўпроқ зарур. Бунга энг асосий сабаб инвесторларнинг ҳуқуқларини ҳимоя қилиш, уларни бозордаги ноинсоф иштирокчилар томонидан амалга ошириладиган турли молиявий фирибгарликлардан ҳимоя қилиш ва умумдавлат миқёсида иқтисодиётдаги таваккалчиликларни бошқариш бўлиб ҳисобланади. 2008 йилда рўй берган молиявий инқирознинг мисли кўрилмаган оқибатлари нафақат миллий миқёсда, балки минтақавий ва глобал миқёсларда ҳам буни яққол кўрсатди.

Бундан ташқари, диссертант томонидан Ўзбекистонда капитал бозори ҳуқуқий асосларининг эволюцияси ҳамда уларнинг ҳуқуқий таъминланиши борасида ҳуқуқшунос олимлардан С.Гулямов, Ю.Назаров, Ж.Юлдашев, А.Жумағулов, Б.Топилдиев, А.Тожибоевлар, шунингдек иқтисодчи олимлардан И.Бутиков, Ш.Шоҳазамий, И.Бутиков, Н.Жумаев, Х.Ҳасанов, Р.Ҳожиматов, А.Хужамуродов, А.Худойбердиев кабиларнинг илмий ишлари ўрганиб чиқилган.

Боб доирасида Ўзбекистонда капитал бозори ҳуқуқий асосларининг эволюцияси таҳлил қилиниб, унинг нисбатан интенсив бўлганлиги, бу бир тарафдан ушбу соҳадаги муносабатларнинг тез суръатлар билан ривожланаётганлигидан далолат берса, иккинчи томондан қонун чиқарувчида капитал бозорини ҳуқуқий тартибга солишга бағишланган узоқ муддатга мўлжалланган стратегиянинг мавжуд бўлмаганлигини билдиради, деган хулосага келинди. Ўзбекистонда капитал бозори ҳуқуқий асосларининг тарихий таҳлили натижасида истиқболда мазкур соҳани тартибга солишда эътибор берилиши керак бўлган асосий омиллар, яъни мустақкам қонунчилик базаси, мулкӣ ҳуқуқлар ва акциядорлар ҳуқуқларининг ҳимоя қилиниши, шартномалар ижросини таъминлаш ва қонун устуворлигининг таъминланиши белгилаб олинди. Ҳуқуқий тизимда мазкур омилларнинг таъминланиши

²⁶ Bernard S. Black, "The legal and institutional preconditions for strong securities markets", *UCLA L. Rev.* 48 (2000): 781.

²⁷ Қаранг: The Financial Crisis Inquiry Report, Final Report of the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States, Official Government Edition the Financial Crisis Inquiry Commission, submitted by Pursuant to Public Law 111-21, January 2011. <https://www.gpo.gov/fdsys/pkg/GPO-FCIC/pdf/GPO-FCIC.pdf>, 17.

капитал бозори орқали амалга ошириладиган инвестицияларнинг сифати ва кўлами ортишига сабаб бўлади, деган хулосага келинди.

Тадқиқотда шунингдек ҳозирги вақтда МДХга аъзо давлатларнинг капитал бозорлари, уларнинг янада ривожланиши ва минтақавий ҳамда жаҳон бозорлари билан интеграциялашувига тўсқинлик қилувчи қатор институционал ва ҳуқуқий муаммоларга дуч келаётганлиги аниқланди. МДХ давлатларида мазкур масалада тадқиқот олиб борган олимлардан М.Асеева, О.Глеба, В.Попов, Ю. Цепляева, Ю.Ельцовларнинг ишларининг таҳлил натижаларига кўра, МДХнинг барча мамлакатлари қимматли қоғозлар бозорлари учун бугунги куннинг умумий муаммоси миллий, минтақавий ва жаҳон иқтисодиёти даражасида капитал бозорлари имкониятларини тўлиқ рўёбга чиқаришни таъминлаш механизмининг мавжуд эмаслигини кўрсатди. Хусусан, ҳозирги вақтда МДХ давлатларининг капитал бозорлари бизнесни молиялаштиришнинг ҳақиқий рақобатбардош муқобил манбаси, жамғармалар ва ажратмаларни мобилизация қилишнинг муқобил тизими, корпоратив бошқарув ва компанияларнинг шаффофлигини таъминлашнинг самарали усули, шунингдек, хорижий инвесторларни жалб қилишнинг потенциал усулига айланмади. Биринчи бобнинг сўнгги параграфи таҳлиллари натижасида капитал бозорининг миллий, минтақавий ва глобал миқёсда ривожланишига бевосита ва билвосита таъсир қилувчи омиллар, уларни иқтисодий, сиёсий, ижтимоий, маданий, институционал ва ҳуқуқий омилларга таснифлаш орқали таҳлил қилиниб, Ўзбекистон ва тадқиқ этилган МДХ мамлакатларида самарали капитал бозорини яратиш учун институционал ва ҳуқуқий омилларга таянган ислохотлар муҳим аҳамиятга эга, деган хулосага келинди. Хусусан, бозорнинг олигополистик табиати, молиявий хизматлар соҳасида рақобатнинг йўқлиги, давлатнинг бозордаги ҳам регулятор, ҳам асосий иштирокчи сифатида муҳим рол эгаллаши асосий институционал муаммолар сифатида таҳлил қилинди.

Диссертациянинг **“Капитал бозорини ҳуқуқий тартибга солишнинг назарий асослари”** деб номланган иккинчи бобида дунё бўйича капитал бозорини ҳуқуқий тартибга солишнинг асосий назариялари ва улар ҳозирги шароитда дуч келаётган асосий муаммолар таҳлил қилинди. Мазкур боб доирасида ўрганилган олимлар, хусусан (Simeon Djankov, Caralee McLiesh, Rita Maria Ramalho, Joseph E. Stiglitz, Robert Cooter, Richard A. Posner, Andrew W. Lo, Donald C. Langevoort, Ha-Joon Chang, David M. Driesen, Muhammad Yunus, Ross Levine)ларнинг ишлари таҳлили натижалари шуни кўрсатдики, назариялар капитал бозорини ҳуқуқий тартибга солишга сезиларли таъсир кўрсатади ва ҳозирги назарий тушунчалар асосан шахсий манфаат, бойликни максималлаштириш ва микроиқтисодий масалаларга қаратилган бўлиб, ижтимоий муносабатларнинг асосий субъекти бўлган инсоний хусусиятларни етарли даражада акс эттирмайди. Бизнесни (жумладан, қимматли қоғозлар бизнесини) муқобил мақсадларни кўриб чиқишга, бозор иштирокчиларига муқобил қадриятларни қўллаб-қувватлашга ва капитал бозорини тартибга

солишни янада мувозанатли ёндашувга ўтишга рағбатлантириш бўйича жиддий тадқиқотлар ва мулоҳаза юритилиши керак.

Ушбу боб глобал миқёсда капитал бозорини тартибга солиш бўйича мавжуд назарияларни таҳлил қилиш ва замонавий капитал бозорининг ривожланишига тўсиқ бўлиб турган тизимли муаммоларни кўриб чиқиш орқали маҳаллий даражада қўллаш учун концептуал ва назарий хулосаларни тақдим этади. Бобда дастлаб ҳуқуқий тартибга солишнинг ҳақиқий эҳтиёжини аниқлаш мақсадида капитал бозорини тартибга солиш назариясининг зарурлиги ва аҳамияти ҳақида баҳс юритилган. Шунингдек, капитал бозорини тартибга солиш билан бевосита боғлиқ бўлган асосий назариялар таҳлил этилиб, капитал бозорининг ҳуқуқий тизимини замонавий шароитларга мослашда тўсқинлик қилиб турган асосий муаммолар ўрганилган ва уларни ҳал қилишга қаратилган таклифлар илгари сурилган. Жумладан, диссертант томонидан ушбу соҳадаги муносабатларни тартибга солишга қаратилган янги “Ахлоқий кадриятлар танқислиги синдроми” назарияси илгари сурилиб, мазкур назариянинг бугунги кунда жаҳон капитал бозорини тартибга солишдаги аҳамияти ёритилган. Ушбу назария бозор муносабатлари марказида инсон омилининг устунлиги ғоясига асосланади. Бунда инсон омили бир томонлама, яъни фақат моддий манфаат кўзловчи субъект эмас, балки ахлоқий кадриятларга эга шахс сифатида талқин этилади. Бошқача қилиб айтганда, ахлоқий кадриятлар инсоннинг ажралмас қисми бўлганлиги сабабли, улар ўз навбатида бозор муносабатларининг ҳам муҳим қисмига айланади. Ахлоқий кадриятлар инсон табиатини савдо автоматларидан ажратиб турадиган асосий хусусиятдир. Инсондаги табиий ажралмас "кўриқчи" ҳисобланган унинг ахлоқий кадриятларидан капитал бозорини тартибга солиш жараёнида фойдаланилса, бозор иштирокчилари орасидаги фирибгарлик, ишончни суиистеъмол қилиш, инсайдерлик битимларини тузиш, манипуляция ва бошқалар каби ноқонуний хатти-ҳаракатларнинг олди олинади. Бу эса пировард натижада капитал бозорининг ва мамлакат иқтисодиётининг ривожланиши ҳамда аҳоли фаровонлигининг ортишига хизмат қилади.

Ушбу бобда шунингдек МДХ мамлакатлари иқтисодиётида давлат корхоналарининг ролини таҳлил этиш, давлатнинг иқтисодиётда иштирок этишининг назарий асосларини кўрсатиш ва Ўзбекистонда давлат корхоналари фаолияти билан боғлиқ айрим долзарб масалаларни ҳал қилишга ҳаракат қилинди. 1990-йиллардан бошлаб хусусийлаштириш бўйича амалга оширилган кенг қўламли ислохотларга қарамай, Ўзбекистон ва ушбу диссертацияда кўриб чиқилган МДХнинг бошқа мамлакатлари иқтисодиётида давлат корхоналари ҳали ҳам муҳим рол ўйнамоқда. Аксарият ҳолларда давлат корхоналари ўзларининг самарали фаолиятига қараб эмас, балки давлат ёки мансабдор шахсларга тегишли бўлганлиги сабабли имтиёз ва иммунитетлардан фойдаланиб келади. Бундай эксклюзив имтиёзлар ва иммунитетлар пировард натижада рақобатни заифлаштириб, давлат корхоналарининг бозордаги ҳукмрон мавқеини суиистеъмол қилишига олиб

келиб, бозор конъюктурасини бузади. Тадқиқотнинг яна бир хулосаси шундан иборатки, давлат корхоналари самарасизлигининг асосий сабабларидан бири уларнинг икки томонлама (бизнес ва сиёсий) хусусияти бўлиб, бу омил мазкур соҳадаги ислохотларда эътиборга олиниши муҳим аҳамият касб этади.

Капитал бозорининг ривожланиши хусусий мулкдорларга кўпроқ давлат активларини IPO ва SPO йўли билан таклиф қилиш орқали хусусийлаштириш жараёнига ёрдам бериши мумкин, бу эса, масалан, мажбурий маълумотларни ошкор қилиш ва самарали корпоратив бошқарув тизимлари орқали давлат корхоналарининг шаффофлиги ва ҳисобдорлигини оширишга олиб келиши мумкин.

Юқорида шунингдек МДХ мамлакатлари иқтисодиётидаги давлат иштирокининг бозордаги рақобат муҳитини таъминлашдаги роли ва таъсири нуқтаи назаридан умумий кўриб чиқилди. Ушбу тадқиқотда кўриб чиқилган мамлакатларнинг ўзига хос хусусиятларини ҳисобга олган ҳолда, муаллиф МДХ давлатлари ўзларининг улкан давлат корхоналари арсеналини тўлик йўқота олмайди, деб ҳисоблайди. Қолаверса, назарий жиҳатдан, барча давлат активларини хусусийлаштириш зарурати ҳам йўқ. Агар хусусий корхоналарга давлат корхоналарига бўладиганидек тенг ва адолатли муносабат яратилса ҳамда давлат корхоналарининг фаолияти рақобатни чекламаслиги таъминланса, назарий жиҳатдан бозорда давлат корхоналари иштирок этишига эътироз қолмайди. Бунда давлат корхоналарининг шаффофлиги, рақобатбардошлиги ва самарадорлигини ошириш, шунингдек, бозорда соғлом рақобатни таъминлашнинг мақбул йўли давлат корхоналари фаолиятини комплекс стратегия асосида ислоҳ қилишдан иборат бўлади.

Рақобат муҳитини ривожлантиришнинг кўплаб механизмлари мавжуд, жумладан, хусусийлаштириш, давлат бошқарувини бекор қилиш, монополиядан чиқариш, кичик ва ўрта корхоналарни ривожлантириш ва бошқалар. МДХ мамлакатлари мисолида, бизнингча, фаол рақобат муҳитини яратиш бўйича чора-тадбирлар бир қатор тадбирларни ўз ичига олиши керак. Жумладан, иқтисодиётда давлат монополиясига барҳам бериш, бу тадбиркорликни ривожлантириш учун янада қулай шарт-шароитлар яратиш ва иқтисодиётни давлат томонидан бошқариш тизимини такомиллаштиришга қаратилган чуқур институционал ислохотларни талаб қилади. Давлат институтлари рақобатнинг ривожланишини таъминлаши керак, бусиз бутун иқтисодиётнинг рақобатбардошлигини ошириш мумкин эмас. Бундан ташқари, тадбиркорлик фаолиятини тартибга солишда бозор механизмларининг ролини кучайтириш, бозорга кириш йўлидаги маъмурий тўсиқларни бартараф этиш, барча хўжалик субъектлари учун рақобат шароитларини яратиш киради. Ва ниҳоят, ислохотлар истеъмолчиларга юқори сифатли давлат хизматларини иқтисодий жиҳатдан мақбул нархларда доимий равишда олиш имкониятини яратиши керак.

МДХ давлатлари, шунингдек, давлат мулки ҳуқуқларини амалга ошириш учун масъул бўлган ваколатли органни белгилашни, мулкчиликни тартибга

солиш функцияларини аниқлаштириш ва ажратишни талаб қиладиган сиёсий эмас, балки бозор нуқтаи назаридан фаолият юритишини таъминлаш чораларини кўришлари керак. Агар давлат активларини давлат бойлиги деб ҳисобласак, давлат активларини бошқариш жараёнинингхусусийлаштиришдан тортиб то дивидендларгача бўлган барча жабҳаларида максимал шаффофлик ва ҳисобдорликка эришишга қаратилган тегишли чора-тадбирлар кўрилиши керак. Бундай тизим аҳолининг юқорида қайд этилган зарур маълумотлардан интернет-портал, оммавий ахборот воситалари, даврий нашрлар орқали мунтазам фойдаланишини, парламент назорати нуқтаи назаридан ҳисобот беришни таъминлаши керак. Умид қиламизки, бундай чора-тадбирлар нафақат давлат активларини бошқариш бўйича тизимли тафсилотларни тақдим этади, балки аҳолига уларнинг бошқарувини, мансабдор шахслар ва давлат активларини бошқарувчи шахсларнинг масъулиятини оширишга, шунингдек, инвесторларнинг давлат активларига бўлган ишончини янада оширишга имкон беради.

Диссертациянинг **“Капитал бозорини тартибга солишда давлатнинг роли”** деб номланган учинчи бобда капитал бозорини тартибга солиш соҳасида ваколатли орган бўлган регуляторнинг мустақиллиги ва молиявий тартибга солиш тузилишининг асосий ёндашувлари таҳлил қилинди. Ушбу масалаларда махсус тадқиқотлар олиб борган олимлардан Richard H. Pildes, Peter L. Strauss, Mark J. Roe, Marc Quintyn, Martin Shapiro, Paul R. Verkuil, Eddy Wymeersch, Charles Goodhart, Eric J. Pan кабиларнинг ишлари ўрганилиб, капитал бозори соҳасидаги регуляторнинг мустақиллиги функционал, институционал ва молиявий мустақиллик каби зарурий қисмлардан иборат бўлиши, уни амалда таъминлаш учун энг камида бу борадаги халқаро стандартларни жорий этишдан иборат бўлиши асослаб берилди. Қимматли қоғозларни тартибга солишнинг IOSCO мақсадлари ва тамойиллари нормалари²⁸ ҳамда Қимматли қоғозларни тартибга солишнинг IOSCO мақсадлари ва тамойилларини амалга оширишни баҳолаш методологияси,²⁹ бу борада асосий халқаро стандарт бўлиб, ҳозирги вақтда ушбу икки ҳужжат дунёнинг аксарият мамлакатларида капитал бозорида тартибга солувчи органнинг мустақиллиги тамойилини баҳолашнинг асоси ҳисобланади.

Бобда регуляторнинг мустақиллиги ва тузилиши масаласи асосан Япония, Россия, Франция, Польша ва Ўзбекистон тажрибасини қиёсий-ҳуқуқий жиҳатдан таҳлил қилиш орқали ўрганилиб, тартибга солувчи тузилманинг тўрт асосий модели, яъни институционал, функционал, объектив ва интеграциялашган моделлар орқали таҳлил қилинган. Таҳлиллар бутун дунё бўйлаб бир нечта юрисдикцияларда молиявий тартибга солиш тизимини структуралашнинг умумий ҳолатини тушунишга ёрдам берди ва натижалар сўнгги йигирма йил ичида кўплаб мамлакатлар ўзларининг молиявий тартибга

²⁸ IOSCO, *Objectives and Principles of Securities Regulation*, 2010, <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD323.pdf>.

²⁹ IOSCO, *Methodology For Assessing Implementation of the IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation*, September 2011, <http://204.180.229.152/external/pubs/ft/spn/2010/spn1008.pdf>

солиш тузилмаларини интеграциялашган модель ёрдамида ўзгартирганликларини кўрсатди. Боб доирасида шунингдек Ўзбекистонда капитал бозорини давлат томонидан тартибга солувчи органни ташкил этишнинг ўттиз йиллик тажрибаси беш асосий босқичга бўлган ҳолда таҳлил этилиб, бугунги кунда регуляторнинг ҳуқуқий мақомини белгилашга оид хулосалар олинди. Хусусан, Ўзбекистонда капитал бозорини давлат томонидан тартибга солувчи органни ташкил этиш тажрибаси 1991 йилда бозор иқтисодиётини барпо этиш йўлида босқичма-босқич ислохотлар бошланганидан бери давом этаётган ислохотларнинг биринчи босқичида, асосан, қонунчилик ҳужжатларини қабул қилиш ва тегишли бозор институтларини ташкил этиш орқали капитал бозорини тартибга солишнинг ҳуқуқий ва институционал асосларини яратишга эътибор қаратилди. 1991 йилда биржа фаолиятининг ҳуқуқий асослари яратилди,³⁰ унга кўра биржа фаолиятини мувофиқлаштирувчи орган сифатида Ўзбекистонда фаолият юритувчи биржалар раисларидан иборат биржа кенгаши тузилди. Иккинчи босқичда босқичма-босқич ислохотлар асосан тартибга солувчи тузилманинг сифатини оширишга қаратилди. Айнан мана шу босқичда Ўзбекистонда илк марта алоҳида субъект сифатида капитал бозорини тартибга солиш бўйича ваколатли орган ташкил этилди. Учинчи босқичда капитал бозорини тартибга солиш тузилмаси такомиллаштирилди. Бу яхшиланишлар бозор иқтисодиётининг асоси сифатида давлат активларини янада хусусийлаштириш ва хусусий мулк доирасини кенгайтириш, монополияга қарши тартибга солишни такомиллаштириш ва реал рақобат муҳитини рағбатлантириш, корпоратив бошқарувни такомиллаштириш капитал бозорини, айниқса, иккиламчи бозорни жадал ривожлантиришни ўз ичига олди. Капитал бозорини давлат томонидан тартибга солишнинг тўртинчи босқичи олдинги даврларга нисбатан мустақил ва махсус ваколатларга эга бўлган алоҳида Агентликнинг ташкил этилиши билан тарихда қолди. Капитал бозорининг жадал ривожланишини таъминлаш, инвестицияларни жалб қилишнинг самарали тизимини жорий этиш ва капитал бозорини мамлакат иқтисодиётини молиялаштиришнинг асосий манбаларидан бири сифатида шакллантириш мақсадида мустақил давлат органи – Капитал бозорини ривожлантириш агентлиги тузилди. Ва ниҳоят Ўзбекистонда капитал бозорини давлат томонидан тартибга солишнинг бешинчи босқичи ушбу соҳада ваколатли бўлган органнинг тугатилиши ва Молия вазирлиги таркибидаги бошқармага айлантирилиши билан якунланди.³¹ Бугун дунё капитал бозори ҳам функционал, ҳам институционал, ҳам молиявий жиҳатдан мустақил бўлган кучли орган ташкил этиш йўналишидан кетаётган бир вақтда Ўзбекистонда Давлат ҳокимияти ва бошқаруви органларининг тузилмасини

³⁰ Қаранг: Ўзбекистонда биржа фаолиятини мувофиқлаштириш тўғрисида Фармон, Ўзбекистон Олий Кенгаши Ахборотномаси, 2 сон, 1992, 88 б.

³¹ Ўзбекистон Республикаси Президентининг “Капитал бозорини тартибга солиш тизимини янада такомиллаштириш чора-тадбирлари тўғрисида”ги 2021 йил 13-апрелдаги ПҚ-5073-сонли қарори. Батафсил қаранг: <http://old.lex.uz/docs/5370971>

мақбуллаштириш ва штатларни қисқартириш фонида капитал бозорининг асосий субъекти тугатилиши бизнингча бу бозорнинг ривожланишига хизмат қилмайди. Аксинча, регулятор ва бозор ўртасида манфаатлар тўқнашувининг вужудга келишига сабаб бўлади, деган хулосага келинди.

Диссертациянинг **“Капитал бозори ва банк фаолиятини ҳуқуқий тартибга солишнинг қиёсий-ҳуқуқий таҳлили”** деб номланган тўртинчи боби бозор иқтисодиётининг муҳим институтларидан бири бўлган капитал бозорининг молиявий хизматлар соҳасида рақобат шароитларини таъминлашдаги ўрнини ривожлантиришга қаратилган. Мазкур боб олдида қўйилган вазифаларни амалга ошириш мақсадида қатор олимлар, жумладан Michiel J. Bijlsma, Gijsbert T. J. Zwart, Ross Levine, Sara Zervos, Asli Demirgüç-Kunt, Marco Pagano, Patrick Bolton, Xavier Freixas, Meghana Ayyagari, Vojislav Maksimovic кабиларнинг илмий ишлари таҳлил этилиб, турли объектив ва субъектив омиллар туфайли банклар молиявий ресурсларни тўплаш ва қайта тақсимлашда энг устун мавқега эга бўлиб қолганлиги, бу ҳолат айрим мамлакатларда, хусусан ривожланаётган давлатларда молия соҳасида банклар билан рақобатлашишга қодир бўлган етакчи бозор институтларидан бири бўлган капитал бозорининг ривожланишига тўсиқ бўлиб турганлиги аниқланди.

Мамлакатимизда ўттиз йилдан ортиқ ўтиш даври ислохотларига қарамай, капитал бозори ҳалигача ривожланмаган. Натижада, компаниялар ва инвесторлар бизнесни молиялаштиришнинг муқобил ва рақобатбардош манбаларидан фойдаланиш имкониятига ва монополлаштирилган банк тизими билан ишлашдан бошқа имкониятга эга эмаслар. Самарали фаолият юритадиган капитал бозорлари, инновация ва ўсиш учун капиталга муҳтож бўлганлар билан инвестиция қилиш учун маблағга эга бўлганларни бирлаштириб, молиявий ресурсларни жалб қилишга имкон беради ва осонлаштиради. Энг муҳими, капитал бозорлари шаффофликни, ҳисобдорликни ва акциядорларнинг ҳуқуқларини ҳурмат қилишни рағбатлантириш орқали уларнинг рўйхатидаги эмитентлар ўртасида самарали корпоратив бошқарувни ривожлантиради. Биргина сўнгги қирқ йил ичида биржаларнинг 50 тадан 160 тагача кескин ўсиши ривожланаётган иқтисодиётларда капитал бозорларининг муҳим ўрин эгаллашини кўрсатади. МДХ аъзолари ҳақида гап кетганда, нафақат капитал бозорларининг ўрни ва функциялари тўғрисида тушунчаларни такомиллаштириш, балки биржаларнинг яхши ишлашини таъминлайдиган муҳитларни яратиш ҳам муҳимдир. Шунга кўра, меъёрий-ҳуқуқий базани мувозанатлаштириш орқали капитал бозорининг бизнесни молиялаштириш имкониятларини қайта кўриб чиқиш ва ошириш ушбу бобнинг асосий мақсади саналади.

Бизнесни молиялаштиришда банк ва капитал бозорининг аҳамиятлари ўртасида номуносивлик вужудга келишининг бир нечта сабаблари мавжуд. Молиявий тузилмалар, молиявий муносабатлар ва бошқа тартибга солувчи воситалар шулар жумласидандир. Умуман олганда, молиявий тизимларнинг иқтисодий сектордаги тутган ўрни, банк ёки капитал бозорида

йиғилган маблағларни иқтисодий секторга йўналтирилиши, молия-кредит сиёсатига давлатнинг аралашув даражасига қараб икки турга: банк ва бозор муносабатларига асосланган молиявий тизимларга бўлинади. Бозор муносабатларига асосланган молиявий тизимлар инвесторларнинг ҳуқуқларини ҳимоя қилувчи мукамал ҳуқуқий режимга, аниқ шаклланган стандартлар ва инвесторларнинг ишончи асосига қурилса, банк муносабатларига асосланган молиявий тизимлар эса асосан молиявий муносабатлар ва гаров эвазига бунёд этилади. Бозор муносабатларига асосланган молиявий тизимларга эга давлатлар одатда капитални молиялаштириш учун ривожланган капитал бозорларига эга³² бўлса, банк муносабатларига асосланган молиявий тизимларга эга давлатлар эса ўзларининг кучли ва юқори салоҳиятга эга банк тизими билан тавсифланади.³³

Таҳлиллар натижаси молиялаштириш тизими банк ёки капитал бозорига асосланиши эмас, балки, молиявий тизимнинг қанчалик ривожланган, мустаҳкамлиги ва компаниялар ўз бизнесларини молиялаштиришнинг муқобил манбаларига эга эканлигини кўрсатди. МДХ давлатлари орасида банклар тизимининг устунлиги сабабли келиб чиқаётган бизнесни молиялаштиришдаги номутаносиблик тор ва кенг маънодаги жиддий ташвишларни туғдирмоқда. Тор маънода, бизнесни молиялашда у ёки бу молиявий тизимнинг устунликка эга бўлиши, компанияларнинг ўз бизнесини бошқа муқобил манбалардан фойдаланиш имкониятини чекламоқда. Кенг маънодаги таҳлиллар шуни кўрсатадики, банк муносабатларига асосланган молиялаштириш иқтисодиётда тизимли хавф келтириб чиқаради. Бизнеснинг фикримизча, мамлакат иқтисодиётининг у ёки бу шаклдаги молиявий тузилмага боғлиқлиги, банк ва капитал бозорига асосланган молиялаш тизимлари ўртасидаги мувозанат таъминлашга тўсқинлик қилмайди.

Ушбу боб доирасида шунингдек қарз ва капитал ҳамда банк ва капитал бозори тушунчаларининг қиёсий-ҳуқуқий таҳлили ҳам амалга оширилиб, қарз ва капитал орқали молиялаштириш турли хил тамойилларга асосланган бизнесни молиялаштиришнинг икки хил тизими эканлиги, қарз эвазига молиялаштиришнинг асосий шarti кредитор томонидан аввалдан белгиланган фоизларда олиш ва аввалдан белгиланган муддатда қарзларни фоизи билан қайтариш мажбуриятини ўз зиммасига олиш эвазига маблағларни жалб этишдан иборатлиги, қарз эвазига молиялаштиришнинг асосий шакллари облигациялар чиқариш ва уларни сотишдан иборатлиги, бунда кредитор пулларни бериш ва шартномада кўрсатилган шартларда ва

Мисол учун, АКШнинг Хитойга ўз иқтисодиётига киришни де-факто чеклаш, АКШ-Хитой савдо урушини кўзгатиш ва глобалистик ёндашувдан кўра протекционистик ёндашувни афзал кўриш бўйича ташаббуслари ҳам давлатнинг иқтисодиётдаги иштирокига оид назарияларнинг ўзгаришига олиб келиши мумкин.

³² Қаранг: Michiel J. Bijlsma and Gijsbert T. J. Zwart, *The Changing Landscape of Financial Markets in Europe, the United States and Japan*. No. 2013/02. Bruegel Working Paper, 2013.

³³ Michiel J. Bijlsma and Gijsbert T. J. Zwart, *The Changing Landscape of Financial Markets in Europe, the United States and Japan*. No. 2013/02. Bruegel Working Paper, 2013.

муддатларда пулларни талаб қилиб олиш ҳуқуқини ўзида сақлаб қолиши аниқланди. Таҳлиллар натижасида қарз ва капитал эвазига молиялаштириш ўртасидаги асосий фарқ институционал омилларга боғлиқ эмас, балки аксинча маблағни жалб этиш шартлари ва муддатларига боғлиқ, деган хулосага келинди.

Тўртинчи боб доирасида банк ва капитал бозорини ҳуқуқий тартибга солиш нуқтаи назаридан мувозанатлаштириш масаласи ҳам кўриб чиқилди. Таҳлиллар натижаси бизнесни банк ва капитал бозори орқали молиялаштиришда ҳуқуқий тартибга солишнинг ўрнини давлат томонидан банк секторини кенг кўламли қўллаб-қувватланишини, бу айниқса субсидиявий молиялаштириш дастурлари ва солиқ имтиёзлари орқали тўғридан-тўғри аралашув, банк секторининг давлат томонидан режали молиялаштирилиши ва фуқароларнинг банкдаги омонатлари қайтарилиши давлат томонидан кафолатланиши кабиларда яққол намоён бўлишини кўрсатди. Биз бозор муносабатларида давлатнинг керагидан ортиқ маъмурий тартиб тамойиллар билан аралашувини ёқламаймиз. Аксинча банк ва капитал бозорини молиялаштиришда давлат томонидан кўрсатиладиган эътибор тенг бўлиши мақсадга мувофиқ. Бу банк секторига давлат томонидан берилган имтиёзларни бекор қилиш керак дегани эмас, балки энг камида капитал бозорига ҳам шундай қўллаб-қувватлаш амалга оширилиши лозимлигини англатади. Банкларнинг капитал бозоридаги эмитент, акциядор ёки воситачи сифатидаги иштироки 70 фоиздан кўп бўлганлиги сабабли, юқорида таъкидланган ўзгаришлардан банк сектори нисбатан кам зарар кўради. Банклар ушбу ўзгартиришлар ўрнига тўғридан-тўғри капитал бозорига берилган имтиёзлардан фойдаланиши мумкин. Бизнингча давлат қарз ва капитал эвазига молиялаштириш тизимлари ўртасида қасддан ажратиш тарафдори эмас. Чунки банк ва капитал бозори ўртасида рақобатнинг мавжудлиги давлат ва компаниялар учун ҳам манфаатлидир. Капитал бозорини ривожлантириш бўйича банклар даражасидагидек бўлмаса-да, давлатнинг бир нечта ташаббуслари мавжудлиги буни тасдиқлайди. Давлат томонидан қўллаб-қувватлаш даражасининг турли хил эканлигига асосий сабаб мамлакатда банкнинг тутган ўрни ва мулкчилик шакллари билан боғлиқ, назаримизда.

Тадқиқот натижалари шунингдек давлат мулки даражасининг юқорилиги банк ва капитал бозорини молиялаштиришда ўртадаги тафовутни вужудга келтирувчи асосий омиллардан бири ҳисобланагини кўрсатди. Бу шуни англатадики, давлат банк ва банк фаолияти орқали молиялаштиришни қўллаб-қувватлайди, чунки банк секторидаги асосий активлар давлатга тегишлидир. Назарий жиҳатдан, давлат мулкчилиги банк ва капитал бозорини ҳуқуқий тартибга солишда турлича ёндошувнинг асосий сабаби дея олмаймиз. Чунки ўрганилган давлатларнинг барчасида давлат шерикчилик асосидаги юридик шахсларнинг активларида давлатнинг акциялари деярли бир хил, аммо банклар бошқа давлат улуши бор юридик шахсларга нисбатан субсидия, кафилик каби имтиёзлар билан сезиларли даражада қўллаб-

қувватланади. Лекин бу давлат айнан мулкчилик шаклидан келиб чиққан ҳолда банкларни қўллаб-қувватлайди деган хулосага олиб келмайди. Айни пайтда муаллиф айни шу масалада давлат мулкчилигининг салбий таъсирлар мавжудлигини инкор ҳам этмайди. Ушбу масала кейинги изланишларда давлат мулкчилигининг ўзига хос хусусиятларини тадқиқ этиш жараёнида янада чуқурроқ таҳлил этишни талаб этади.

Диссертациянинг бешинчи боби **“Капитал бозорида рақамли технологиялардан фойдаланишнинг ҳуқуқий масалалари”**га бағишланган. Бугунги кунда капитал бозоридаги кўплаб компаниялар ахборот технологияларининг афзалликларини тобора кўпроқ тан олишмоқда ва замонавий технология провайдерлари билан ҳамкорлик қилиш бу имтиёзларни амалга оширишнинг калитидир.

Ушбу бобда Richie Santodiaz, Maume, K. Christidis, M. Devetsikiotis, Nakamoto, S., Rosa M. Garcia-Teruel, Héctor Simón-Moreno каби олимларнинг фикрлари ва амалиёт материаллари ўрганилиб, капитал бозорларида маълумотларни таҳлил қилиш имкониятлари, сунъий интеллект ва машинавий ўрганиш (machine learning) билан биргаликда ушбу соҳаларда янги имкониятлар очишилиши тадқиқ этилган. Кўпгина ташкилотлар ҳанузгача ўтмишдаги маълумотлар стратегияларидан фойдаланмоқда, бу эса уларнинг маълумотлар тўлиқ салоҳиятидан фойдаланиш ва тўғри бизнес қарорларини қабул қилиш қобилиятини чеклайди. Бизнес натижаларини аниқ башорат қилиш имкони бўлмаса-да, маркетинглар номаълум нарсаларни башорат қилиш, тахминларга асосланишдан кўра сунъий интеллект ёрдамида билимли қарорлар қабул қилишга таянади. Таҳлиллар натижасида сунъий интеллект капитал бозорларида молиявий ресурсларга эришишни янада эркинлаштириши, бунинг натижасида юқори самарадорлик, хавфсизлик ва капитал бозори айланмасининг ортишига ижобий таъсир кўрсатиши мумкинлиги, маъмурий вазифаларни одамларга қараганда тезроқ ва яхшироқ бажариши мумкинлиги, бу эса одамларга юқори қийматли фаолиятга эътибор қаратиш имконини бериши, шунингдек анъанавий тадқиқот усуллари орқали аниқлаб бўлмайдиган ҳолатларни кузатиш орқали истиқболли инвестиция имкониятларини топишга ёрдам бериши мумкинлиги аниқланди.

Бешинчи боб доирасида жаҳон молиявий тизимида автоматлаштирилган маслаҳатчилар “робот-маслаҳатчилар” – инвестициялар, банк иши хизматлари ва суғуртага оид кўрсатмалар бўйича истеъмолчиларга ёрдамлашувчи молиявий хизматлар саноати пайдо бўлаётганлиги, робот-маслаҳатчилар истеъмолчилар учун тўлов қийматини пасайтириш ва молиявий маслаҳат сифати ҳамда шаффофлигини оширишда потенциал имкониятга эгаллиги ҳам аниқланиб, капитал бозорида уларнинг хизматларидан фойдаланишда ҳуқуқ фани олдида турган энг муҳим масалалардан бири бу робот-маслаҳатчиларнинг ҳуқуқий мақоми, жавобгарлиги ва субъектлиги каби долзарб вазифаларни ҳал қилиш замонавий капитал бозорининг ҳуқуқий тизимини ишлаб чиқишда инobatга олиниши лозимлиги асосланган. Ушбу боб доирасида шунингдек бугунги

кунда жаҳон капитал бозорида тобора фаол қўлланилиб келинаётган рақамли активлар, уларнинг ҳуқуқий мақоми, ушбу воситаларга эгалик қилиш, улардан фойдаланиш ва тасарруф этиш жараёнида иштирок этадиган субъектларнинг ҳуқуқлари, мажбуриятлари ва жавобгарлик доираси каби масалаларни ҳар томонлама, инвесторларнинг ҳуқуқларини ҳимоя қилиш ва уларнинг шахсий маълумотларидан фойдаланиш қоидаларини белгилаш ҳамда иқтисодий тизимнинг хавфсизлигини таъминлаш нуқтаи назаридан илмий назарий тадқиқ этиш ва ушбу масалаларнинг тегишли ҳуқуқий асосларини яратишнинг зарурлиги кўриб чиқилди. Бобда асосан капитал бозорида сунъий интеллектдан ва робот-маслаҳатчилар фаолиятдан, шунингдек рақамли мол-мулкдан фойдаланишнинг ҳуқуқий масалалари атрофлича ёритилди. Тадқиқот предмети ва ҳажмига қўйилган талаблардан келиб чиққан ҳолда ушбу масалаларни батафсил таҳлил этиш имкони бўлмади. Капитал бозорларида рақамли активларнинг ҳуқуқий асосларини ишлаб чиқиш ва уларнинг ҳуқуқий мақомини белгилаш масалалари шу соҳада амалга ошириладиган келгусидаги тадқиқотларнинг предмети бўлиши мумкин.

Диссертациянинг **“Капитал бозорининг ҳуқуқий асосларини ривожлантириш истиқболлари”** деб номланган олтинчи бобида МДХ мамлакатларида ва хусусан Ўзбекистонда капитал бозорининг ҳуқуқий тизимини такомиллаштириш бўйича мавжуд асосий муаммолар ҳамда уларнинг ечимлари ҳақида сўз юритилган. Жумладан МДХ мамлакатларидаги асосий муаммолар сифатида бозорнинг юқори даражада концентрациялашганлиги, капитал бозорининг капиталлашуви мамлакат ялпи ички маҳсулотининг атиги 1 фоизини ташкил этиши, капитал бозорининг ликвидлиги пастлиги, бунинг асосий сабабларидан бири эса юқори сифатли молиявий воситаларнинг йўқлиги ва шунга мос равишда инвесторларнинг капитал бозори орқали инвестицияларни жалб қилишдан манфаатдор эмаслиги, шунингдек бугунги кунда МДХ давлатларининг капитал бозори адолатли нархларни белгилаш, инвесторларнинг бозорга эркин киришини ва уларнинг манфаатларини ҳимоя қилишни таъминлай олмаслиги сабабли унчалик самарали эмаслиги каби ҳолатлар кўриб чиқилди.

Бундан ташқари МДХ давлатлари капитал бозорининг ҳуқуқий тизимини такомиллаштиришдаги яна бир муҳим масала бу бизнесни молиялаштиришда капитал бозоридан жалб этиладиган молиявий воситалар эмас, балки давлат томонидан субсидияланган ставкаларда бериладиган банк кредитлари ҳисобланиши алоҳида таъкидланди. Ушбу муаммоларнинг ечимини топиш мақсадида айрим МДХ мамлакатларининг капитал бозорини тартибга солишга қаратилган қонунчилиги қиёсий-ҳуқуқий нуқтаи назардан ўрганилди ва тегишли тавсиялар ишлаб чиқилди.

Шу билан бирга мазкур бобда Ўзбекистонда капитал бозорини тартибга солишнинг ҳуқуқий тизими таҳлил қилиниб, ушбу соҳадаги қонунчиликни такомиллаштириш асосан иккита йўналишда олиб борилиши илгари

сурилди. Бунда дастлабки йўналиш бугунги кунда тарқоқ бўлган норматив ҳужжатларни халқаро стандартлардан келиб чиққан ҳолда консолидация қилиш орқали инвесторлар учун қулай бўлган ягона ҳуқуқий манбани яратиш бўлиб, бу асосан капитал бозори тўғрисидаги янги қонун қабул қилиш орқали амалга оширилиши ва мазкур қонунда нималар аск этирилиши лозимлиги асослаб берилди. Ўзбекистонда капитал бозори соҳасидаги қонунчиликни такомиллаштиришнинг иккинчи йўналиши бу регуляторнинг ҳуқуқий мақоми, ваколатлари, ҳуқуқ ва мажбуриятлар ҳамда жавобгарлиги белгиланган алоҳида қонун қабул қилиниши таклифи бўлиб ҳисобланади. Ушбу тадқиқотда мазкур қонунни қабул қилишнинг зарурати, концепцияси ва унда қандай масалалар ёритилиши лозимлиги асослаб берилди.

Капитал бозорини тартибга солишнинг ҳуқуқий тизимини такомиллаштиришнинг назарий асоси сифатида Ўзбекистонда капитал бозорини ривожлантириш концепциясини ишлаб чиқиш зарурати ва аҳамияти асослаб берилди. Хусусан тадқиқотчига кўра, мазкур концепция уч асосий босқичдан иборат тарзда тузиб чиқилиши ҳамда ҳар бир босқичнинг алоҳида мақсади ва унда амалга ошириладиган асосий чоралар кўрсатиб ўтилди.

Ўзбекистон Республикасининг капитал бозори тўғрисидаги қонунчилик ҳужжатларини инвентаризация қилиш, шунингдек, амалдаги нормалар таҳлили шуни кўрсатадики, Ўзбекистоннинг қимматли қоғозлар бозорига доир қонунчилик базаси қуйидаги сабабларга кўра кенг қамровли ислоҳотга муҳтож:

1. Қимматли қоғозлар бозорини қўллаб-қувватловчи амалдаги меъёрий-ҳуқуқий база жуда тарқоқ ва кўплаб қарама-қарши қонунлар ва қоидаларни ўз ичига олади. Бу бозорга кириш ва самарали фаолиятни ташкил этишга тўсқинлик қилади ҳамда қатор ноаниқликларни келтириб чиқаради. Бунда қонунчилик базасини халқаро стандартларни инобатга олган ҳолда бирлаштириш ва соддалаштириш самарали ечимлардан бўлиши мумкин;

2. Бундан ташқари, амалдаги қонунчиликда капитал бозорини тартибга солиш ваколатига эга бўлган давлат органининг роли ва масъулияти аниқ ва холисона белгиланмаган. Регуляторнинг ҳуқуқий мақоми, хусусан, назорат ва ижро ваколатлари етарли даражада эмас. Ушбу номувофиқликни тузатиш учун қуйидагиларни амалга ошириш керак бўлади: мавжуд ҳуқуқий базани тўлиқ баҳолаш ва Қимматли қоғозлар бўйича халқаро ташкилот - IOSCO тамойиллари билан таққослаш ва шунга мос равишда қайта кўриб чиқиш.³⁴ Шунингдек регуляторга тегишли тартибга солиш муҳитини ҳам халқаро стандартларга мослаштириш мақсадга мувофиқ саналади,³⁵ 3. Шу билан бирга, қимматли қоғозлар бозорини қўллаб-қувватловчи меъёрий-ҳуқуқий базада бўшлиқлар мавжуд бўлиб, улар бозорда шартномалар бажарилишида

³⁴ IOSCO, Objectives and Principles of Securities Regulation, June 2010. <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD562.pdf>

³⁵ IOSCO, Methodology For Assessing Implementation of the IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation, May 2017. <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD562.pdf>

ноаниқликни келтириб чиқаради. Қимматли қоғозлар бозорини тартибга солувчи қонунларнинг аксарияти эскирган ва технологик тараққиётдан, хусусан, бозорнинг шаффофлиги, қимматли қоғозларга эгалик қилиш, ўтказиш ва гаровга қўйиш қоидаларига нисбатан ортда қолмоқда ва модернизация қилишни талаб қилади.

Бизнинг фикримизча, меъёрий-ҳуқуқий ҳужжатлар ва қонуности ҳужжатлари жуда кўп ва улар кўпинча ноаниқдир. Аксинча, таклиф этилаётган «Капитал бозори тўғрисида»ги ягона қонун зарур нормалар ва қонуности ҳужжатларини ўз ичига олади ва мустаҳкамлайди. Бу маҳаллий ва хорижий инвесторларнинг Ўзбекистон фонд бозорининг ҳуқуқий асосларини тушунишини осонлаштиради.

Фикримизча, Ўзбекистон капитал бозори кенг қамровли ҳуқуқий ва тартибга солувчи ислохотга муҳтож бўлиб, у қуйидагиларни ўз ичига олиши керак:

1. Ушбу тадқиқотда кўриб чиқилган ва унинг иловасида келтирилган меъёрий-ҳуқуқий ҳужжатлар базасини халқаро стандартлар ва ягона ҳуқуқий манба яратиш нуқтаи назаридан тубдан қайта кўриб чиқиш лозим. Бунда асосий эътиборни қимматли қоғозларга бўлган мулк ҳуқуқининг таъминланиши, инвесторларнинг ҳуқуқлари ҳимоя қилиниши ва ҳамда бозордаги таваккалчиликнинг бошқарилиши масалаларига қаратиш мақсадга мувофиқ саналади. Норматив-ҳуқуқий базани модернизация қилиш ва мустаҳкамлаш жараёнида нафақат қимматли қоғозлар бозори тўғрисидаги қонун, балки ушбу соҳага тааллуқли нормалар акс эттирилган бошқа қонунчилик ҳужжатлари, жумладан, фуқаролик кодекси, банк ва банк фаолияти тўғрисидаги қонун, электрон тўлов тизимлари ва электрон тижоратга оид қонунчилик ҳамда гаров ва банкротлик тўғрисидаги қонунчилик ҳужжатларини халқаро стандартлар ва инвесторларнинг ҳуқуқларини ҳимоя қилиш нуқтаи назаридан қайта кўриб чиқиш лозим. Шунингдек электрон қимматли қоғозлар тўғрисидаги қонун қабул қилиниши бугунги кунда кўлами тобора ортиб бораётган рақамли активларнинг капитал бозоридаги муомаласининг ҳуқуқий асосларини таъминлайди.

Бозорни ривожлантириш ва бозорни тартибга солишнинг ушбу босқичида биз янги қонунчиликка устувор ёндашув сифатида қоидаларга асосланган ёндашувни (rule based regulation) таклиф қиламиз. Умумий ёндашув сифатида принципларга асосланган тартибга солиш (principle based regulation) одатда ривожланган бозорни, хусусан, "ривожланган регулятор" ва бозор иштирокчилари ўртасида юқори даражадаги ишончни талаб қилади. Бир томондан, принципаал ёндашув кўпроқ мослашувчанликни таъминлайди, аммо мослашувчанликни самарали қўллаш учун регулятордан кўпроқ маҳорат ва тажриба талаб этилади. Шунингдек, у турли ҳолатларда тамойиллар ва мақсадларнинг бир-бирига зид равишда қўлланилиши ва эришилиши билан боғлиқ тартибга солиш хавфини келтириб чиқариши мумкин.

Амалдаги барча қонуности ҳужжатлари уларнинг тегишлилиги, янги қонунларга мувофиқлиги ва тўлиқлигини аниқлаш учун қайта кўриб чиқилиши керак. Қолаверса, «Қимматли қоғозлар бозори тўғрисида»ги Қонуннинг янги таҳририда «қулай» шарт-шароитлар яратилиши кутилаётганлиги сабабли, салмоқли миқдорда янги меъёрий-ҳуқуқий ҳужжатлар яратилиши ҳамда айрим қонун ва қарорларнинг мазмуни ўз кучини йўқотиши мумкин.

«Қимматли қоғозлар бозори тўғрисида»ги янги қонун доирасидаги қоидаларни амалга ошириш қийин бўлади, чунки уларнинг бажарилишини ва ҳуқуқий ишончнинг юқори даражасини таъминлаш учун улар мамлакатнинг умумий ҳуқуқий тизимига яхши интеграциялашуви зарур. Танқидий баҳолашнинг мақсади, шунингдек, тартибга солувчининг қоидаларини аниқ тушуниш ва уларни процессуал/институционал масалаларга (лицензиялаш тартиб-қоидалари, оммавий оферта, оммавий сотиб олиш таклифи, эмиссия проспектини тасдиқлаш) ажратишдир.

2. Капитал бозорини тартибга солиш бўйича ваколатли органнинг салоҳиятини ошириш. Деярли барча ривожланган ва муваффақиятли ривожланаётган мамлакатларда молия бозорларининг яхлит ва мустақил регуляторлари мавжуд. Шунинг учун молия секторини ривожлантириш ва назорат қилиш сиёсатида консолидациянинг йўқлиги бугунги кунда миллий бозорни шакллантиришга тўсқинлик қилаётган асосий муаммолардан бири ҳисобланади. Регулятор фаолиятини ислоҳ қилиш унинг ҳуқуқий мақоми, институционал, функционал ва иқтисодий мустақиллиги, мақсадлари ва ижро этиш ваколатлари, шу жумладан назоратга оид қоидаларни ўз ичига олиши керак. Регуляторнинг салоҳиятини, асосан, назорат ва ижро ҳокимияти ва имкониятларини кучайтириш нуқтаи назаридан яхшилаш керак. Бугунги кунда пул ўтказишларда, чет элга пул юборишда, уни қабул қилишда, конвертацияда бир нечта органларнинг ваколатларида ноаниқликлар бор. Капитал бозорига оид масалаларда регуляторга ҳамма ҳуқуқни бериш керак, яъни умумий биржаларга – валюта конвертациясига ҳам, товар-хомашё биржасига ҳам битта катта регулятор бўлса, тартибни ўша вазирлик ёки идора амалга оширса мақсадга мувофиқ бўлади.

Таклиф этилаётган чора-тадбирлар капитал бозорига сармоя киритиш ва ундан маблағ олиш ҳуқуқига эга бўлган компанияларнинг фаолиятини кенгайтириш, қимматли қоғозлар турларини диверсификация қилиш, аҳолининг капитал бозори ва ундаги молиявий воситалар ҳақидаги билими ва ишончини ошириш борасидаги ислохотларни ўз ичига олади. Ушбу тадқиқотда Ўзбекистон мисолида капитал бозорини такомиллаштиришга оид билдирилган таклифлар мазкур илмий ишда қиёсий ўрганилган бошқа МДХ мамлакатлари учун ҳам намуна сифатида татбиқ этилиши мумкин.

ХУЛОСА

Ушбу тадқиқотда Ўзбекистонда капитал бозорининг ҳуқуқий тизимини такомиллаштириш масалалари ривожланган хорижий мамлакатлар ҳамда айрим МДХ мамлакатлари тажрибасини қиёсий-ҳуқуқий таҳлил қилиш ва молия бозорида рақобат муҳитини ҳамда молиялаштиришнинг муқобил вариантларини таъминлаш нуқтаи назаридан ўрганишга ҳаракат қилинди. Ушбу муқобил вариантлар капитал бозорининг назарий ва амалий муаммоларини қамраб олади. “Ўзбекистонда капитал бозорининг ҳуқуқий тизимини такомиллаштириш масалалари” мавзусидаги диссертация тадқиқоти натижаси бўйича қуйидаги илмий-назарий ва амалий аҳамиятга эга бўлган хулосаларга келинди:

I. Илмий назарий хулосалар:

1. Тадқиқот натижалари шуни кўрсатдики, мустақкам қонунчилик базаси, мулкӣ ҳуқуқлар ва акциядорлар ҳуқуқларининг ҳимоя қилиниши, шартномалар ижросини таъминлаш ва қонун устуворлигининг таъминланиши капитал бозорининг ҳуқуқий таъминланишидаги энг муҳим омиллардан саналади. Ҳуқуқий тизимда мазкур омилларнинг таъминланиши капитал бозори орқали амалга ошириладиган инвестицияларнинг сифати ва кўлами ортишига сабаб бўлади.

2. Тадқиқот жараёнида капитал бозорини ҳуқуқий тартибга солишнинг зарурати масаласи таҳлил этилиб, инвесторлар ҳимоясини кучайтириш, рақобатни таъминлаш ва бозор муносабатларида адолатни кафолатлаш учун капитал бозорини тегишли ҳуқуқий тартибга тизими мавжуд бўлиши керак, деган хулосага келинди. Бу айниқса Ўзбекистон сингари ўтиш даври иқтисодиёти давлатлар учун янада кўпроқ зарур. Бунга сабаб инвесторларнинг ҳуқуқларини ҳимоя қилиш, уларни бозордаги ноинсоф иштирокчилар томонидан амалга ошириладиган турли молиявий фирибгарликлардан ҳимоя қилиш ва умумдавлат миқёсида иқтисодиётдаги таваккалчиликларни бошқариш бўлиб ҳисобланади. 2008 йилда рўй берган молиявий инқирознинг мисли кўрилмаган оқибатлари нафақат миллий миқёсда, балки минтақавий ва глобал миқёсларда ҳам бунини яққол кўрсатди.

3. Тадқиқотда шунингдек капитал бозорининг миллий, минтақавий ва глобал миқёсда ривожланишига бевосита ва билвосита таъсир қилувчи омиллар, уларни иқтисодий, сиёсий, ижтимоий, маданий, институционал ва ҳуқуқий омилларга таснифлаш орқали таҳлил қилиниб, Ўзбекистон ва тадқиқ этилган МДХ мамлакатларида самарали капитал бозорини яратиш учун институционал ва ҳуқуқий омилларга таянган ислохотлар муҳим аҳамиятга эга, деган хулосага келинди. Хусусан, ушбу тадқиқотда бозорнинг олигополистик табиати, молиявий хизматлар соҳасида рақобатнинг йўқлиги, давлатнинг бозордаги ҳам регулятор, ҳам асосий иштирокчи сифатида муҳим рол эгаллаши асосий институционал муаммолар сифатида таҳлил қилинди.

4. Капитал бозорини ривожлантиришнинг яна бир йўли сифатида бугунги кунда амалда кенг тарқалган бизнесни молиялаштиришнинг яширин механизмларини қонунийлаштириш ва бу орқали тадбиркорлик субъектларига ҳуқуқий кафолатлар, нисбатан арзон маблағлар ва инвесторларга эса қонуний муқобил йўл ташкил этилиши асослаб берилди. Давлат бундай ислоҳотдан ҳеч бўлмаганда инвесторларнинг молия тизимига ишончини ошириш, инвестициялар оқими ва қўшимча солиқлар ҳисобига фойда кўради.

5. Тадқиқот натижалари шуни кўрсатадики, назария капитал бозорини тартибга солишга сезиларли таъсир кўрсатади, тартибга солишнинг ҳозирги назарий асослари бир томонлама ривожланган бўлиб, асосан шахсий манфаатларга, бойликни максимал даражада оширишга ва микроиқтисодий ҳисобга олишга қаратилган, бозор ва инсон хусусиятларини етарли даражада акс эттирмаслиги асослаб берилди. Замонавий капитал бозори муносабатлари бозор иштирокчиларининг маънавий қадриятларини фаоллаштириш ва ривожлантиришга қодир бўлган, ҳеч бўлмаганда, уларнинг илғор моддий манфаатларига нисбатан қандайдир қарама-қарши мувозанатни таъминлайдиган даражада фаоллаштиришга қодир бўлган принципаал назарий асос зарурлиги исботлаб берилди. Бунда диссертант томонидан фанга “Ахлоқий қадриятлар танқислиги синдроми” номли янги назария тақдим этилиб, унинг зарурати, аҳамияти ва мазмуни ёритиб берилди.

6. Тадқиқот натижасида капитал бозори мулкчилик таркибидаги номуносивлик аниқланди ва бунда давлатнинг мулки сезиларли ҳажм ва таъсирга эгаллиги исботлаб берилди. Капитал бозори ривожланган мамлакатлар тажрибасидан келиб чиққан ҳолда давлатнинг капитал бозоридаги улушини камайтириш, кенг қамровли хусусийлаштириш дастурларини (IPO ва SPO лар) амалга ошириш орқали бозорда рақобат шароитларини қўллаб-қувватлаш ҳамда капитал бозорида хусусий сектор ривожини рағбатлантириш таклиф этилмоқда. Бунинг учун “давлат асосий регулятор ва асосий иштирокчи” ҳолатидан “давлат регулятор” ҳолатига ўтиш лозимлиги назарий жиҳатдан асослаб берилди.

7. Тадқиқот доирасида давлат корхоналарининг капитал бозоридаги иштироки масаласи таҳлил қилиниб, унда Ўзбекистон ва тадқиқотда ўрганилган МДҲ мамлакатларида давлатнинг капитал бозоридаги иштирокчилик ролини инкор этиб бўлмаслиги, бу борада асосий эътиборни давлат корхоналари ва хусусий корхоналар фаолиятини тартибга солишда адолатлилик ва тенглик тамойилига риоя этилиши лозимлиги асослаб берилди. Бунда давлат корхоналаридаги корпоратив бошқарувнинг шаффофлиги ва рақобатдаги бетарафлик (Competitive neutrality) ни таъминлаш муҳим ўрин эгаллаши асослаб берилди.

8. Капитал бозорида давлатнинг роли масаласида ушбу соҳани тартибга солиш бўйича ваколатли органнинг ҳуқуқий мақоми масаласи кўриб чиқилиб, самарали ва барқарор капитал бозорини барпо этиш учун кучли ва

мустақил регулятор кераклиги исботлаб берилди. Бунда асосий эътибор регуляторнинг институционал, функционал ва иқтисодий мустақиллигига қаратилиши ҳамда ушбу масаладаги асосий халқаро стандарт ҳисобланган IOSCO тамойилларини жорий этиш лозимлиги асослаб берилди.

9. Ўзбекистондаги бизнесни молиялаштиришда банк ва капитал бозори ўртасидаги юқори тафовут борлиги аниқланди ва унинг ҳуқуқий сабаблари таҳлил қилинди ва бизнесни молиялаштириш манбаларини мувозанатлаш бўйича ечимлар таклиф этилди. Хусусан, тадқиқот натижаларига кўра, ҳар қайси молиялаштириш шакли (банк ва капитал бозори) пайдо бўлиши ва ривожланишида молиявий тузилмалар муҳим аҳамиятга эга, лекин бир иқтисодий структура бошқасининг ривожланишини чекламаслиги лозим, деган хулосага келинди. Шунингдек, қайси турдаги молиялаштириш тизими мамлакат молиявий тизимида юқори устунликка эга бўлмасин, соҳани тартибга солувчи норматив-ҳуқуқий ҳужжатлар базаси банк ва капитал бозори ўртасида ҳаққоний ва ҳалол рақобат учун адолатли ва тенг шароит яратиши лозимлиги исботлаб берилди.

10. Тадқиқот доирасида Ўзбекистонда банк ва капитал бозори орқали молиялашнинг ҳуқуқий тартибга солиниши масаласи таҳлил этилиб, бозор муносабатларида давлатнинг керагидан ортиқ маъмурий тартиб тамойиллар билан аралашуви мақсадга мувофиқ эмаслиги, банк ва капитал бозорини молиялаштиришда давлат томонидан кўрсатиладиган эътибор тенг бўлиши лозимлиги асослаб берилди. Бунда банк секторига давлат томонидан берилган имтиёзлар бекор қилиниши керак дегани эмас, балки энг камида капитал бозорига ҳам шундай қўллаб-қувватлаш амалга оширилиши лозим, деган позиция илгари сурилди. Бунда банклар ва бошқа давлат улуши бор юридик шахсларга нисбатан бериладиган субсидия, кафилик каби имтиёзларни капитал бозорининг бошқа иштирокчиларига нисбатан ҳам татбиқ этишнинг ҳуқуқий тизимини яратиш муҳимлиги асослаб берилди.

11. Капитал бозорини ҳуқуқий тартибга солишдаги номуносивликнинг яна бир жиҳати молиявий хизматлар истеъмолчилари ва инвесторларнинг ҳуқуқларини ҳимоя қилишда кўринишлиги аниқланди. Банк ва капитал бозорининг ҳуқуқий тизими қиёсий таҳлили натижаларидан ҳамда Россия ва Қозоғистон тажрибасидан келиб чиққан ҳолда Ўзбекистонда капитал бозори иштирокчиларининг ҳуқуқларини ҳимоя қилиш тизимини такомиллаштириш мақсадида молия омбудсмани институти жорий этиш зарурати асослаб берилди.

12. Бутун дунёда ахборот технологиялари ривожланаётган ва тўртинчи sanoat инқилоби борасидаги масалалар кун тартибидан тушмаётган бугунги кунда рақамли технологиялар ва хусусан сунъий интеллектнинг молия институтларининг анъанавий иш моделларига таъсирини ўрганиш ва бу борада минимал бўлса-да, муайян ҳуқуқий майдонни таъминлаш бугунги куннинг долзарб эканлиги асослаб берилди. Капитал бозорларида маълумотларни таҳлил қилиш, онлайн инвестиция хизматларини кўрсатиш, иштирокчиларни масофадан биометрик идентификациялаш каби

масалаларда сунъий интеллект ва машинавий ўрганишлардан (Machine learning) фойдаланиш бозор ривожланиши учун янги имкониятлар очиши асослаб берилди. Бу масалаларнинг ҳуқуқий асосларини таъминлашда капитал бозорида сунъий интеллектдан фойдаланишда инвесторлар маълумотларининг дахслизлиги, шаффофлик ва хавфсизлик каби масалаларга алоҳида эътибор қаратилиши лозимлиги исботлаб берилди.

13. Капитал бозорида рақамли инвестицияларни бошқариш ва автоматлаштирилган инвестициялар бўйича маслаҳатчи дастурлар – робот-маслаҳатчилар бир вақтнинг ўзида молиявий маслаҳатчилар, брокерлар, фонд бошқарувчилари сингари учта профессионал иштирокчи томонидан кўрсатиладиган хизматни амалга ошириши мумкинлиги назарий жиҳатдан асослаб берилди ва капитал бозорининг ҳуқуқий тизимида бу турдаги иштирокчиларнинг фаолиятини тартибга солиш турлича этиб белгиланганлиги нуқтаи назаридан робот-маслаҳатчиларнинг ҳуқуқий мақомини белгилаш бўйича алоҳида тадқиқотлар зарурати кўрсатилди.

14. Бугунги кунда жаҳон капитал бозорида тобора фаол қўлланилиб келинаётган токен, криптоактивлар каби рақамли активлар, уларнинг ҳуқуқий мақоми, ушбу воситаларга эгалик қилиш, улардан фойдаланиш ва тасарруф этиш жараёнида иштирок этадиган субъектларнинг ҳуқуқлари, мажбуриятлари ва жавобгарлик доираси каби масалаларни ҳар томонлама, инвесторларнинг ҳуқуқларини ҳимоя қилиш ва уларнинг шахсий маълумотларидан фойдаланиш қоидаларини белгилаш ҳамда иқтисодий тизимнинг хавфсизлигини таъминлаш нуқтаи назаридан илмий назарий тадқиқ этиш ва ушбу масалаларнинг тегишли ҳуқуқий асосларини яратишнинг зарурлиги асослаб берилди.

15. Тадқиқотда ўрганилган МДҲ мамлакатлари капитал бозоридаги асосий муаммолар сифатида бозорнинг юқори даражада концентрациялашганлиги, капитал бозорининг капиталлашуви ва ликвидлиги пастлиги, бунинг асосий сабабларидан бири эса бозорда юқори сифатли молиявий воситаларнинг йўқлиги ва шунга мос равишда инвесторларнинг капитал бозори орқали инвестицияларни жалб қилишдан манфаатдор эмаслиги, шунингдек бугунги кунда бу бозорларда адолатли нархларни белгилаш, инвесторларнинг бозорга эркин киришини ва уларнинг манфаатларини ҳимоя қилишни таъминлай оладиган ҳуқуқий тизим мавжуд эмаслиги асослаб берилди.

II. Норматив-ҳуқуқий ҳужжатларни янада такомиллаштиришга қаратилган таклиф ва тавсиялар:

16. Тадқиқот доирасида капитал бозорининг ҳуқуқий тизимини такомиллаштириш масаласидаги яна бир муҳим муаммо - инвесторларнинг бозорга кириши ва ундаги ҳуқуқий чекловлар бўлиб, бу ҳол бозорни ривожланишига тўсқинлик қилаётган омиллардан эканлиги аниқланди ва бу муаммонинг ечими сифатида қонунчиликка миллий ва хорижий

субъектларнинг капитал бозорига киришини соддалаштириш ва уларнинг ҳалол ва фаол иштирокини қўллаб-қувватлашга оид нормалар киритилиши лозимлиги асослаб берилди.

17. Тадқиқотда шунингдек, бозорда муомаладаги қимматли қоғозлар турларини диверсификация қилишнинг ҳуқуқий асосларини такомиллаштириш капитал бозорининг тадбиркорлик фаолиятини молиялаштириш салоҳиятини оширишга оид асосий масала сифатида ўрганилди ва ечим сифатида ислом молиявий воситалари, хусусан сукукни кенг жорий этиш, бунинг учун эса энг аввало муқобил моливий воситалар муомаласининг ҳуқуқий тизими яратиш лозимлиги асослаб берилди. Бундан ташқари кичик ва ўрта корхоналарга ҳам капитал бозори орқали маблағ жалб этиш, муайян молиявий воситаларни муомалага чиқариш ва ҳисобот беришнинг соддалаштирилган тартиб-қоидаларини тақдим этишга оид ҳуқуқий асосларни янада такомиллаштириш яхши самара бериши исботлаб берилди.

18. Қимматли қоғозларни чиқариш ва муомалада бўлишини, инвестицияларни кенг жалб этиш, корпоратив бошқарувни ривожлантириш ва аҳолининг молиявий саводхонлигини ошириш бўйича комплекс чора-тадбирларни кўзда тутувчи Ўзбекистонда капитал бозорини ривожлантириш Концепциясини ишлаб чиқиш зарурати асослаб берилди. Инвесторлар базасини кенгайтириш ва диверсификация қилиш, молиявий саводхонликни яхшилаш орқали қимматли қоғозларга бўлган талабни ошириш, эмитентлар сонини кўпайтириш ва янги молиявий инструментлар орқали қимматли қоғозлар таклифини кенгайтириш, қонунчилик ва назорат тизимини такомиллаштириш, капитал бозори инфратузилмасини яхшилаш ва капитал бозорини мувофиқлаштирувчи органнинг институционал салоҳиятини мустаҳкамлаш Концепциянинг асосий йўналишлари этиб белгилаб берилди.

19. Ўзбекистонда капитал бозорини тартибга солишнинг ҳуқуқий тизими таҳлили доирасида бу борадаги ислохотларнинг дастлабки йўналиши сифатида бугунги кунда тарқоқ бўлган норматив ҳужжатларни халқаро стандартлардан келиб чиққан ҳолда консолидация қилиш орқали инвесторлар учун қулай бўлган ягона ҳуқуқий манбани яратиш лозимлиги асослаб берилди. Бунда асосан капитал бозори тўғрисидаги янги қонун қабул қилиш зарурати ва мазкур қонунда акс эттирилиши лозим бўлган асосий қоидалар белгилаб берилди.

20. Ўзбекистонда капитал бозорини тартибга солишнинг ҳуқуқий тизими таҳлили доирасида бу борадаги ислохотларнинг иккинчи йўналиши сифатида регуляторнинг ҳуқуқий мақоми, ваколатлари, ҳуқуқ ав мажбуриятлари ва жавобгарлиги белгиланган алоҳида қонун қабул қилиниши асослаб берилди ва мазкур қонунда ёритилиши лозим бўлган асосий қоидалар белгилаб берилди.

21. Ўзбекистонда банк орқали молиялаштириш тизими нисбатан ривожланган бўлиб, бу ерда турли хил молиявий институтлар ўртасида ҳалол рақобатни таъминловчи норматив-ҳуқуқий ҳужжатлар базасини яратиш

лозим. Молиявий воситаларга келадиган бўлсак, қарз ва капитал эвазига молиялаштириш тизимлари ўртасида сезиларли фарқлар мавжудлигини кўришимиз мумкин ва буни банк ҳамда капитал бозоридаги молиялаштиришни мувофиқлаштиришда инобатга олиш лозим.

22. Тадқиқотда ўрганилган мамлакатлар қонунчилигида инвестиция ва кредит ҳамда инвестор ва кредитор тушунчаларининг ҳуқуқий талқини ва мақоми ўртасида катта фарқ мавжудлиги аниқланди. Қонунчилик акция ва акциядорларнинг ҳуқуқларига нисбатан банк кредитлари ва кредиторларнинг ҳуқуқларини яхшироқ ҳимоя қилмоқда. Буни бартараф этиш мақсадида қонунчиликда банк ва капитал бозори орқали молиялаштиришда адолатлилиқ ва тенгликни таъминлашга қаратилган ўзгартиш ва қўшимчалар киритиш лозимлиги асослаб берилди.

23. Таклиф этилаётган Капитал бозори тўғрисидаги янги қонунда капитал бозорида сунъий интеллектни қўллаш бўйича алоҳида банд киритиб, унда капитал бозори иштирокчиларининг фаолиятини мониторинг қилиш самарадорлигини ошириш, инвестиция хизматлари кўрсатиш сифатини таҳлил қилиш, фойдаланувчиларни масофадан биометрик идентификациялаш (Face-ID) ва таваккалчиликларни баҳолаш (Risk management) учун сунъий интеллект технологияларини қўллашнинг ҳуқуқий асослари яратилиб, амалиёти жорий этилиши соҳанинг ривожига ижобий таъсир кўрсатиши асослаб берилди.

24. Капитал бозорида рақамли инвестицияларни бошқариш ва автоматлаштирилган инвестициялар бўйича маслаҳатчи дастурлар - робот-маслаҳатчилардан фойдаланишнинг ҳуқуқий асосларини яратиш энг аввало бундай хизматларни кўрсатувчи компаниялар томонидан маълумотни ошкор қилиш талабларини такомиллаштириш, робот-маслаҳатчиларнинг ишончли мажбуриятларини такомиллаштириш ва робот-маслаҳатчиларнинг алгоритмларини тартибга солиш каби қоидаларни ўрнатиш ҳамда робот-маслаҳатчининг фидуциар мажбурияти ҳамда жавобгарлигига оид нормаларни қабул қилиш мақсадга мувофиқлиги асослаб берилди.

25. Ўзбекистон Республикаси Фуқаролик кодексини қуйидаги мазмундаги янги модда билан тўлдириш таклиф этилди:

“96-1-модда. Қимматли қозғоз бўйича ҳуқуқларни ўтказиш

Қимматли қозғозни тақдим этувчига бўлган ҳуқуқларни бошқа шахсга ўтказиш учун қимматли қозғозни ушбу шахсга топшириш кифоя.

Ҳужжатли шаклда чиқарилган рўйхатдан ўтган қимматли қозғоз билан тасдиқланган ҳуқуқлар даъво учун белгиланган тартибда ўтказилади.

Эмиссиявий қимматли қозғозлар бўйича ҳуқуқларни ўтказиш ва улар бўйича ҳуқуқларни тасдиқлаш хусусиятлари Ўзбекистон Республикасининг қонунчилик ҳужжатлари билан белгиланади.

Буюртма қозғози бўйича ҳуқуқлар ушбу қозғозга индоссамент ёзиш орқали ўтказилади. Ордер қимматли қозғози (индоссант) бўйича ҳуқуқларни бошқа шахсга ўтказувчи шахс нафақат ҳуқуқнинг мавжудлиги, балки унинг амалга оширилиши учун ҳам жавобгар бўлади, Ўзбекистон Республикасининг

кўчмас мулк гарови тўғрисидаги қонунчилик ҳужжатларида белгиланган ҳоллар бундан мустасно.

Қимматли қозғоз бўйича тузилган индоссамент қимматли қозғоз билан тасдиқланган барча ҳуқуқларни қимматли қозғоз бўйича ҳуқуқлар унинг бўйруғига ўтган шахсга (индоссатга) ўтади.

Индоссамент фақат қимматли қозғоз билан тасдиқланган ҳуқуқларни амалга ошириш тўғрисидаги кўрсатма билан, бу ҳуқуқларни индоссатга ўтказмасдан чекланиши мумкин. Бундай ҳолда, индоссант вакил сифатида ишлайди.”

26. Ўзбекистон Республикаси Фуқаролик кодексини қуйидаги мазмундаги янги модда билан тўлдириш таклиф этилди:

“96-2-модда. Қимматли қозғоз бўйича ижро этиши

Қимматли қозғозни берган шахс ва уни индоссация қилган барча шахслар унинг қонуний эгаси олдида биргаликда жавобгар бўладилар, Ўзбекистон Республикасининг кўчмас мулк гарови тўғрисидаги қонунчилик ҳужжатларида белгиланган ҳоллар бундан мустасно. Агар қимматли қозғознинг қонуний эгасининг у томонидан тасдиқланган мажбуриятни бажариш тўғрисидаги талаби қимматли қозғоз бўйича мажбурият бўлган шахслардан бир ёки бир нечта шахс томонидан қаноатлантирилса, улар илгари ўз зиммасига олган бошқа шахсларга регресс ҳуқуқига эга бўладилар.

Қимматли қозғоз билан тасдиқланган мажбуриятни, уни бажариш учун асос йўқлиги ёки унинг ҳақиқий эмаслиги билан боғлиқ ҳолда бажаришни рад этишига йўл қўйилмайди.

Қимматли қозғознинг сохталигини ёки қалбакилигини аниқлаган қимматли қозғоз эгаси қозғозни ўзига топширган шахсга қимматли қозғоз билан тасдиқланган мажбуриятни лозим даражада бажариш ва етказилган зарарни қоплаш тўғрисида талаб қўйишига ҳақли.

Ноқонуний эгасига тегишли қимматли қозғоз бўйича ҳуқуқлар амалга оширилмайди.”

**SCIENTIFIC COUNCIL No DSc.07/30.12. 2019.Yu.22.01
FOR AWARDING SCIENTIFIC DEGREES
AT TASHKENT STATE UNIVERSITY OF LAW**

TASHKENT STATE UNIVERSITY OF LAW

NARZIEV OTABEK SA'DIEVICH

**ISSUES OF IMPROVING THE LEGAL SYSTEM OF THE CAPITAL
MARKET IN UZBEKISTAN**

12.00.03 – Civil law. Business law.
Family law. Private international law

**Doctoral (DSc) dissertation abstract
on legal sciences**

Tashkent 2022

The theme of the doctoral dissertation (DSc) was registered at the Supreme Attestation Commission under the Cabinet of Ministers of the Republic of Uzbekistan under number B2022.1.DSc/Yu190.

The dissertation is prepared at Tashkent state university of law.
The abstract of the dissertation is posted in three languages (Uzbek, Russian, English (summary)) on the website of the Scientific Council (www.tsul.uz) and Information educational portal «ZiyoNET» (www.ziynet.uz).

Scientific supervisor:

Said Saidakhrarovich Gulyamov
Doctor of Science in Law, Professor

Official opponents:

Nazarov Yusuf Bozorovich,
Doctor of Science in Law, Associate Professor

Xodjayev Baxshillo Kamalovich,
Doctor of Science in Law, Associate Professor

Bekmurodov Adxam Sharipovich,
Doctor of Science in Economics, Professor

Leading organization:

**Lawyer Training Center under the Ministry of Justice
of the Republic of Uzbekistan**

The defense of the dissertation will be held on May 21, 2022 at 10.00 at the Session of the Scientific Council DSc.07/30.12/2019.Yu.22.01 at the Tashkent State University of Law (Address: 100047, Sayilgokh street, 35. Tashkent city. Phone: (99871) 233-66-36; Fax: (99871) 233-37-48; e-mail: info@tsul.uz).

The doctoral dissertation is available at the Information Resource Center of Tashkent State University of Law (registered under No.1045), (Address 100047, Amir Temur street, 35. Tashkent city. Phone: (99871) 233-66-36).

The abstract of the dissertation distributed on May 5, 2022.

(Registry protocol No10 on May 5, 2022).



I.R. Rustambekov
Chairman of the Scientific Council for
awarding scientific degrees, Doctor of
Science in Law, Professor

D.Yu. Khabibullaev
Secretary of the Scientific Council for
awarding scientific degrees, Candidate
of Science in Law, Professor

N.F. Imomov
Deputy Chairman of the Scientific
Seminar under the Scientific Council for
awarding scientific degrees, Doctor of
Science in Law, Professor

INTRODUCTION (abstract of the doctoral dissertation)

The importance of the dissertation topic and demand for it. Global economic activity, which has declined due to the pandemic, has entered a phase of recovery in 2021, and other sectors of the economy have shown significant growth in the capital markets as well. In particular, the global stock market capitalization amounted to 105.8 trillion dollars, an increase of 18.2% over the previous year.¹ In the United States alone, the figure was \$ 12.2 trillion, up 48.1 percent from a year earlier. Despite the positive growth, in some developing countries, the potential of the capital market is not used effectively in the development of the economy, their role in civil relations is not felt, the rapid development of the digital economy and information technology.

Particular attention is paid to scientific analysis to ensure an effective legal system of the capital market in the world, to study new innovative types of securities in the digital economy, to follow the principles of fairness and equality in the regulation of banking and capital markets, to involve the population in investment processes and to protect the rights and legitimate interests of investors. In particular, it is important to find scientific solutions to the problems to increase the role of the capital market in the financial system, to systematize and improve the regulatory framework to determine the civil status of new financial instruments emerging due to the development of information technology, to harmonize national legislation with international standards, to find scientific solutions to legislation and law enforcement.

A number of targeted measures are being taken in the country to further improve the business and business environment, create a legal framework for the capital market, increase the share of the capital market in business financing, attract free funds to the economy, reliably protect the rights and legitimate interests of shareholders. For more than thirty years, Uzbekistan has been in the process of a gradual transition from a planned economy to a market economy. The capital market, one of the most important institutions of a market economy, is still in its infancy. According to the international standards of the capital market, Uzbekistan today is at the bottom of the international rankings (MSCI, FTSE Russell, Standard and Poor's), which determine the level of development of the capital market.² (pre-frontier market, frontier market, emerging market, developed market).³ According to experts, it takes an average of 20-25 years from the initial stage to the advanced stage when there are consistent and effective reforms.

Today, Uzbekistan is one of the 26 fastest-growing economies in the world.⁴ The share of the capital market in such an economy is still insignificant. The capital market capitalization in Uzbekistan is around 6 % of the country's GDP.⁵ In

¹ The SIFMA Capital Markets Fact Book, 2021. <https://www.sifma.org/resources/research/fact-book/>

² For more information on the level of development of the capital market, see: <https://www.nasdaq.com/articles/what-difference-between-developed-emerging-and-frontier-market-2012-05-11>

³ DCM Investor Report, 2022. <https://www.intralinks.com>

⁴ Karen Ward, "The World in 2050," *Quantifying the shift in the global economy*. HSBC (2011): 2–3

⁵ From the speech of the Chairman of the Senate of the Oliy Majlis of the Republic of Uzbekistan T.Norboeva at the international conference "The role of the financial market in ensuring sustainable economic development: legal and

developing countries, the figure is around 30-60 percent, while in developed countries it is 100 percent or more. To increase the capitalization of the capital market to 45 trillion soums by the end of 2023⁶ and by 2025, the volume of free-floating securities is aimed to reach 10 percent of the country's GDP.⁷ The New Uzbekistan Development Strategy for 2022-2026, adopted as a policy document of the Republic for the next five years, aims to increase the stock market turnover from 200 million to the US \$ 7 billion over the next 5 years.⁸ In this study, we aim to assist our country in achieving these goals, mainly in the legal support of capital market reforms.

Despite the reforms implemented over more than thirty years, there are several reasons and factors for the lack of development of the capital market in Uzbekistan, and this study mainly considers their relationship with the legal system and legal support. Two key issues addressed in this dissertation: are the need for consolidation of legislation and implementation of international principles. In particular, the current legal system aimed at the capital market is very fragmented, which consists of about a hundred regulations, that in some cases contradictory, and do not provide a single legal source for the convenience of investors. There is also the need to adopt international principles of securities market regulation into the local legal acts.

Another important issue that needs legal support in the industry is the ineffectiveness of the investor protection mechanism. The strength of the Investor Protection Index averages 3 indices - the Disclosure Index, the Director Liability Index, and the Shareholder Claim Convenience Index.⁹ According to the World Bank's Development Indicators Report, the strength of the Investor Protection Index in Uzbekistan in 2016 was 5.7%.¹⁰ Today, it is important to ensure the rights of investors, especially minority shareholders in joint-stock companies, to ensure the proper fulfillment of fundamental obligations, such as disclosure of information by the company, timely payment of dividends. For example, to protect the rights of investors, 201 instructions were issued to joint-stock companies by the authorized state body on violations detected in 2020 alone, 144 lawsuits were filed in court and 66 documents were sent to law enforcement agencies. 20.3 bln. UZS of dividends were charged based on the investors' claims.¹¹

institutional barriers" on March 17, 2021 by the Senate of the Oliy Majlis of the Republic of Uzbekistan. Source: https://uza.uz/uz/posts/kapital-bozoridagi-vaziyat-mavzhd-muammolar-va-ularning-echimi_249659

⁶ Decree of the President of the Republic of Uzbekistan PF-6207 dated April 13, 2021 "On measures to further develop the capital market." <https://lex.uz/ru/docs/5371091>

⁷ Information on a seminar on capital market development organized by the parliament. See more: <https://kun.uz/news/2020/12/25/uzpistonada-kapital-bozori-kapitallashuvi-yaimning-1-foiziga-teng>

⁸ Decree of the President of the Republic of Uzbekistan No. PF-60 of January 28, 2022 "On the Development Strategy of the New Uzbekistan for 2022-2026" // <https://lex.uz/pdfs/5841063>

⁹ The information is taken from a request from corporate attorneys and is based on the rules of securities law, company law, and court evidence. Source: World Bank, Doing Business Project <http://www.doingbusiness.org/ExploreTopics/ProtectingInvestors/>

¹⁰ Index from 0 (no investor protection) to 10 (high investor protection). Uzbekistan - Strength of the Investor Protection Index - real numbers, historical data, forecasts, and forecasts received from the World Bank in February 2022. For more information, see: <https://tradingeconomics.com/uzbekistan/strength-of-investor-protection-index-0-to-10-wb-data.html>

¹¹ From the data of the session of the Legislative Chamber of the Oliy Majlis on February 3, 2021. See more: <https://parliament.gov.uz/en/events/chamber/33535/>

The sharp increase in the number of stock exchanges in the world from fifty to one hundred and sixty in the last forty years shows that the capital market plays an important role in economic development. In Uzbekistan, banks are still the main institution for the collection and redistribution of financial resources. As a result, companies and investors are deprived of access to alternative and competitive sources of business financing and have no choice but to turn to a monopolized banking system, the majority of which is owned by the state. Bank loans have become the main source of business financing, and bank deposits have become the main way to attract funds.

The information technology development, the digitalization of capital market regulation, and the transition of relations in this area to online platforms require comprehensive analysis, including issues of legal support of mentioned relations.¹²

This dissertation will to some extent serve in the implementation of the tasks set out in the following legislative acts: Law “On Securities Market” (2015), Law “On Guarantees of Freedom of Entrepreneurship” (2012), Law “On Joint Stock Companies and Protection of Shareholders' Rights” (2014), Law “On Limited Liability and Additional Liability Companies” (2001), Decree of the President of the Republic of Uzbekistan dated April 13, 2021 "On measures to further develop the capital market" PF-6207, January 17, 2022 "On additional measures to introduce effective mechanisms to support the capital market" No. PQ-90, Decree No. PF-60 of January 28, 2022 "On the Development Strategy of New Uzbekistan for 2022-2026" and other relevant legislation.

The compliance of the research with the priority directions of scientific and technological development of the republic. This research corresponds to the priority direction of the development of science and technology of republic I. "The ways to form and implement a system of innovative ideas in the social, legal, economic, cultural, spiritual and moral development of an informed society and a democratic state".

Review of foreign research on the topic of the dissertation. Research on the legal security of the capital market is carried out in the world's leading research centers and universities, including the University of Chicago (USA).¹³, Cambridge University (UK),¹⁴ Harvard University (USA),¹⁵ University of Pennsylvania (USA),¹⁶ Nagoya University (Japan),¹⁷ Kobe University (Japan).

The literature review on the theoretical and legal support of the capital market revealed several scientific approaches to the studied issues. For instance, we found

¹²See more: <https://www.wipro.com/capital-markets/digital-transformation-in-securities-and-capital-markets/>

¹³Brine, Kevin R., and Mary Poovey. *Finance in America: An Unfinished Story*. University of Chicago Press, 2017; Posner RA, *Economic analysis of law*, Boston: Little, Brown, University of Chicago Law School, 1972.

¹⁴Douglas W. Arner, *Financial Stability, Economic Growth, and the Role of Law*. (Cambridge, UK: Cambridge University Press, 2007), 14; Eilis Ferran, “Institutional Design for Financial Market Supervision: The Choice for National Systems,” *University of Cambridge Faculty of Law Research Paper No. 28/2014* (2014), 10; Driesen, David M. *The Economic Dynamics of Law*. Cambridge University Press, 2012.

¹⁵ Aldo Musacchio and Sergio G. Lazzarini, “Reinventing State Capitalism: Leviathan in Business, Brazil and Beyond”, Harvard University Press (2013)

¹⁶Joseph E. Stiglitz, “The Anatomy of a Murder: Who Killed the American Economy?”, In *What Caused the Financial Crisis*, ed. Jeffrey Friedman (Pennsylvania: University of Pennsylvania, 2011), 144.

¹⁷Otabek Sadievich Narziev, “Independence and Structure of State Securities Market Regulator in Uzbekistan”, *Annual Report on Research and Education 2014*, Nagoya University, March 2015

a normative approach to economic analysis of law in the study of Chicago University scholars; Cambridge university researchers concluded that the main task of the state in regulating the capital market should be to prevent financial crises by ensuring the public interest, while the rest of the regulatory issues should be left to the market itself; another group of scholars at the university questioned the assumption that self-regulation would be automatic in a market economy and argued that the state should intervene in economic processes; Harvard university scholars, on the other hand, have studied the theoretical foundations of state capitalism and noted that the state plays a crucial role in regulating the capital market; University of Pennsylvania scholars have argued that many of the most popular micro and macroeconomic theories on capital market regulation have led to a financial crisis by helping and supporting regulators, investors, bankers and politicians; the study, conducted at Nagoya University considered the legal status and institutional structure of the state regulator of capital market, and justified the advantage of an integrated model. A Kobe University researcher analyzed the regulation of the capital market in comparison with other financial market institutions.

Currently, several pieces of research are being conducted on the legal regulation of capital markets in the world, particularly in the following issues: the role of the state in market regulation and the legal status of the state regulator; state participation in the capital market as a shareholder and investor; participation of banks in the capital market; the legal issues of using artificial intelligence in the capital market; legal status of Robo-advisors; the legal nature of token, initial coin offering (ICO - Initial Coin Offering) and other forms of digital assets as financial instruments.

The extent of the analysis of the problem. The analysis of the improving the capital market legal system in Uzbekistan, the legal regulation of the capital market in the context of digitalization, as well as international standards in this area and have not been studied in Uzbekistan from the perspectives of comparative analysis.

The legal regulation of corporate governance and joint-stock companies researched by S.Gulyamov¹⁸ and J.Yuldashev¹⁹; legal aspects of securities circulation researched by Y.Nazarov²⁰; agreement on trust management of investment assets researched by B.Topildiev, the civil-legal status of investment funds researched by A.Jumagulov and legal bases of venture financing researched by A.Tadjibayev. Economic aspects of capital market regulation have been studied

¹⁸ Гулямов С.С. Правовые основы функционирования рынка ценных бумаг в Республики Узбекистан. Учебное пособие. – Т.: ТГЮИ, 2013. –256 с.

¹⁹ Юлдашев Ж.И. Акциядорлик жамиятлари – фуқаролик ҳуқуқининг субъекти сифатида. Ю.ф.н. дисс...автореф. – Т.: ТДЮИ, 2008. – 27 с.

²⁰ Назаров Ю.Б.Правовое регулирование ценных бумаг а Республики Узбекистан: Автореф. канд. юрид. наук. – Т.: ИФП. 1997. -23 с.

by economist scholars such as Z.Ashurov,²¹ A.Vaxobov,²² R.Kayumov,²³ A.Rasulov.²⁴

In the CIS countries, the capital market regulation issues were researched by M. Aseeva, O. Gleba, V. Popov, Yu. Tseplyaeva, Yu. Eltsov and other scholars. Among the scholars who have studied the legal basis of the capital market, both from an economic and legal perspective, the authors from the countries with developed capital markets prevail. In particular, the work of the following scholars has been reviewed in the scope of current research: A. Douglas, Asli Demirguc-Kunt, Ha-Joon Chang, J. Coffee, S. Deakin, D. Driesen, Joseph E. Stiglitz, R. Pomfret, R. Posner, Muhammad Yunus, and others.²⁵

The relation of the dissertation topic to the scientific research plans of the higher educational institution where the dissertation was prepared. The research was carried out within the framework of the fundamental research project of Tashkent State University of Law (2017-2021) on «Issues of the implementation of the results of the study of the achievements of developed state legislation and international labor law in national legislation».

The aim of the research is a system of legal relations related to the improvement of the legal system of the capital market in Uzbekistan.

The purpose of the study is the legal system of the capital market to improve the effectiveness of the practice and its application development of proposals and recommendations for improvement.

The objectives of the research are as follows:

Study of the need, general description, functions, and structure of the legal regulation of the capital market;

²¹ Ashurov Z.A., Vaxobov A. Kapital bozorida axborotni oshkor qilishning ahamiyati. // “Biznes-Ekspert” jurnali. – Toshkent, 2021. – №11-12.

²² Kayumov R.I. O neobxodimosti sozdaniya usloviy dlya effektivnogo funkcionirovaniya fondovogo rynka Uzbekistana. // Upravleniye gosudarstvennoye, munitsipalnoye i korporativnoye: teoriya i luchshiy praktiki. Materialy Shestoy Mejdunarodnoy nauchno-prakticheskoy konferensii (12-13-noyabrya 2021 goda). – Rostov n/D: FGBOU VO RGUPS, 2021. – S. 181-186.

²³ Kayumov R.I., Rasulov A.A. Rol gosudarstvennykh sennykh bumag v ekonomike strany. // Modern Scientific Challenges and Trends: a collection of scientific works of the International scientific conference. Part 2 (7-9 April, 2021) - Warsaw: Sp. z.o.o. “iScience”, 2021. - С. 89-91.; Kayumov R.I., Saidov X.B. Problemy ispolzovaniya zarubejnykh metodov opredeleniya rynochnoy stoimosti aksiy v Uzbekistane. // Modern Scientific Challenges and Trends: a collection of scientific works of the International scientific conference. Part 2 (7-9 April, 2021) - Warsaw: Sp. z.o.o. “iscience”, 2021. - С. 92-95; Kayumov R.I., Saidov X.B. Informirovaniye uchastnikov fondovogo rynka dlya opredeleniya rynochnoy stoimosti aksiy. // Investitsionnaya privlekatelnost v obespechenii ekonomicheskoy stabilnosti stran: globalnye problemy i puti ix resheniya. Materialy mejdunarodnoy nauchno-prakticheskoy onlayn konferensii (14-maya 2021 goda). – Tashkent: Ministerstvo vysshego i srednego spetsialnogo obrazovaniya Respubliki Uzbekistan, TGEU, 2021. – S. 317-320.

²⁴ Бутиков И.Л. Рынок ценных бумаг Узбекистана в условиях современного экономического кризиса. // Узбекистон молия бозорини ривожлантиришда инвестиция фондларининг жозибадорлигини ошириш. Республика илмий-амалий конференция илмий мақола ва тезислари тўплами (2020 йил 29 апрель). – Тошкент: ТДИУ, 2020. – С. 628-633; Бутиков И.Л. Проблемы продолжения политики институциональных и структурных реформ по сокращению присутствия государства в экономике: правовая теория и правоприменительная практика. // Правовая политика Республики Узбекистан в условиях демократического обновления страны (концептуальные основы правовой политики). Коллективная монография. / Под ред. д.ю.н., проф. М.Х.Рахманкулова. – Ташкент: Институт мониторинга действующего законодательства при Президенте Республики Узбекистан, 2017.

²⁵A complete list of scholarly works is provided in the list of references used in the dissertation.

Study of the evolution of the legal framework of the capital market in Uzbekistan and the level of development and problems of the capital market in Uzbekistan and some CIS countries;

Considering the importance of theory in the legal regulation of the capital market, a general description of the main approaches in this area;

Analysis of modern problems of capital market regulation and study of basic theories and practices of state economic participation;

Comparative and legal analysis of the legal status of the authorized body for regulation of the capital market;

The role of the financial structure in the regulation of the banking and capital markets, the analysis of the concepts of debt and capital in the financial market;

Analysis of the use of artificial intelligence in the capital market, in particular, the legal aspects of the use of robotic consultants and the legal issues of the use of digital property;

It is necessary to study the problems of improving the legal system of the capital market in the CIS countries and make recommendations on improving the legal system of the capital market in the example of Uzbekistan, improving law enforcement practices.

The object of research. It is a system of legal relations related to the improvement of the legal system of the capital market in Uzbekistan.

The subject of research. It consists of normative and legal acts aimed at improving the legal system of the capital market in Uzbekistan, law enforcement practice, conceptual approaches existing in legal science, scientific, practical, and theoretical views, and legal categories.

Research methods. During the research were used methods such as historical and systematic method, analysis and synthesis method, comparative-legal and analytical method, normative-legal and practical analysis method, generalization, logic, and systematic analysis of data.

The scientific novelty of the research is the following:

proposed the necessity of introducing a new subject in the capital market (foreign nominee holder of securities) and a new financial instrument (exchange bonds).

proposed the need to transform state-owned enterprises and encourage the privatization of state-owned enterprises through a public offering on the local stock exchange;

proposed the need to diversify existing types of securities through the introduction of new types, such as Sukuk bonds, the introduction of securities and other financial services related to the capital market on the basis of Islamic financing principles;

developed a scientific theory of "Moral Value Deficit Syndrome" aimed at improving the legal framework of the capital market and substantiated a new concept of its effective implementation;

proposed the need to develop a legal framework for an electronic information platform in the basis of the official website of the Republican Stock Exchange

"Tashkent" justifies that will provide investors with a single open source on the financial instruments available in the capital market and their status;

proposed the need to create a self-governing non-governmental association of professional participants in the capital market and to create a legal framework for the organization of the activities of national rating agencies in the field of capital markets.

The practical results of the research are as follows:

put forward the hypothesis of necessity to create a legal framework for the introduction of alternative entities and financial instruments to improve the legal system of the capital market to increase the market volume.

proven the necessity of Concept of capital market development in Uzbekistan, which provides legal priorities for the issuance and circulation of securities, a wide range of measures to attract investment, measures for the development of corporate governance, and increase the financial literacy of the population.

justified the thesis of consolidation of fragmented legal acts under international standards and the need to create a single legal source that is convenient for investors as a priority direction of reforms in this area.

suggested as the second direction of reforming the legal system of capital market regulation in Uzbekistan the adoption of a separate law defining the legal status, powers, rights and obligations, and responsibilities of the state regulator in capital market regulation.

proposed creation of a legal framework for the use of artificial intelligence technologies in remote biometric user identification (Face-ID), risk assessment (Risk management), and analyzing the quality of investment services for the improvement of the effectiveness and monitoring of the capital market participants' activities.

Reliability of research results. The reliability of the research results is based on the methods, the theoretical and scientific conclusions, and reliable data from international scientific databases and other official sources used during the research. Some of the recommendations proposed are based on the study implemented into the practice and approved by the relevant authorities. The results of the study have been published in the leading national and foreign publications.

The scientific and practical significance of the research results. The scientific significance of the research results is that the scientific ideas and proposals contained in it are used to conduct research in the field of legal regulation of capital market regulation, to clarify the relevant provisions of the legislation, and to improve law enforcement practices. The research results also can be used in the teaching process and the preparation of methodological recommendations on modules such as "Securities Market Law", "Investment Law", "Business Law", "Corporate Law", "International Private Law".

The practical significance of the research results is determined by their usage in the lawmaking process, in particular in the preparation, amendment, and

supplementation of the legislative acts, improving law enforcement practices, and teaching private law in higher education institutions.

The implementation of research results. The research results on improving the legal system of the capital market were used:

Introduction of a new type of security called an exchange bond into the Law of Uzbekistan "On Securities Market" (as amended by the Law of the Republic of Uzbekistan No. ZRU-387 of June 3, 2015) (Used in amendments and additions to Article 3 made on August 27, 2021), a new entity in capital market relations - a foreign nominal custodian (Article 3), as well as the introduction of rules for the issuance, placement and circulation of exchange bonds (Article 61). (Act of the Senate of the Oliy Majlis of the Republic of Uzbekistan No.28 from March 25, 2022). This proposal will provide additional opportunities for the development of the capital market and increase the number of financial instruments offered to investors.

The research results have been widely used in the development of the Capital Market Development Program for 2021-2023. Particularly proposals on the transformation of state-owned enterprises is approved by Annex 1 to the Resolution of the President of the Republic of Uzbekistan dated April 13, 2021 PF-6207 "On measures to further develop the capital market". (Act of the Ministry of Finance of Uzbekistan No. 06/04-02-01-32/747 from March 24, 2022). This proposal, along with improving the competitive environment in the capital market, will serve to increase its volume and achieve the targets set in the Development Strategy of New Uzbekistan for 2022-2026.

Proposal on encouragement of the privatization of state-owned enterprises through a public offering on the local stock exchange; diversification of existing types of bonds through the introduction of new types, such as Sukuk bonds approved by Annex 1 to the Resolution of the President of the Republic of Uzbekistan dated April 13, 2021 PF-6207 "On measures to further develop the capital market". (Act of the Ministry of Finance of Uzbekistan No. 06/04-02-01-32/747 from March 24, 2022). This proposal, along with improving the competitive environment in the capital market, will serve to increase its volume and achieve the targets set in the Development Strategy of New Uzbekistan for 2022-2026.

A proposed new theory named "Moral Value Deficiency Syndrome" aimed at improving the theoretical foundations of the capital market has been included in the 2021 edition of the Comparative Law Yearbook of International Business, published by Wolters Kluwer. In addition, this result is used in the education process at the Tashkent State University of Law, in particular, in the module "Securities Market Law". (Act of Tashkent State Law University from March 10, 2022). This proposal provides a balanced theoretical basis for the current one-sided approach of capital market regulation in the world.

The proposal on the creation of an electronic information platform database open to all investors on the official website of the Republican Stock Exchange "Tashkent" is approved by Annex 1 to the Resolution of the President of the

Republic of Uzbekistan dated April 13, 2021 PF-6207 "On measures to further develop the capital market". (Act of the Ministry of Finance of Uzbekistan No. 06/04-02-01-32/747 from March 24, 2022). The proposal provides investors with a united source on the available financial instruments in the capital market and their condition, provides for the improvement of the self-government system in the field, and serves to provide a legal framework for the activities of national rating agencies.

The proposal on the establishment of a self-governing non-governmental association of professional participants of the capital market representing the interests of its members; and proposals to create a legal framework for the organization of the activities of national rating agencies in the field of capital markets were approved by Annex 1 to the Resolution of the President of the Republic of Uzbekistan dated April 13, 2021 PF-6207 "On measures to further develop the capital market". (Act of the Ministry of Finance of Uzbekistan No. 06/04-02-01-32/747 from March 24, 2022). The proposal provides investors with a united source on the available financial instruments in the capital market and their condition, provides for the improvement of the self-government system in the field, and serves to provide a legal framework for the activities of national rating agencies.

The approbation of the research results. The research results have been approbated in 6 scientific conferences, including in 4 international and national scientific conferences, roundtables, and seminars.

The publication of the research results. 18 scientific papers, including 2 monographs, 16 scientific articles in scientific journals (10 of which are in foreign publications) were published on the theme of the dissertation.

The structure and size of the dissertation. The dissertation is made up of the introduction, six chapters, the bibliography, and appendices. The dissertation consists of 231 pages.

MAIN CONTENT OF THE DISSERTATION

The introductory part of the dissertation substantiates the relevance and necessity of the research topic, describes the goals and objectives, object and subject of the research, as well as foreign language on the topic of the dissertation, research review, substantiation of compliance with the priorities of the development of science and technology of the republic, the degree of study of the problem, the relevance of the topic to the research plan of the higher education institution, methods, scientific novelty and practical results, reliability, the scientific and practical significance given. There is also information about the implementation of research results in practice, approbation, structure, and scope of published works and dissertations.

The first chapter of the dissertation entitled "**The main issues of legal regulation of the capital market**" provides analyzes the need for the legal regulation of the capital market and strengthens the protection of investors. The results of the analysis showed that an appropriate legal regulatory system for the

capital market should be in place to ensure competition and fairness in market relations. According to the consensus between scholars, a strong legal framework, property rights, protection of shareholders' rights, enforcement of contracts and the rule of law lead to a relatively high level of investment, and therefore countries with large financial markets pay special attention to these factors.²⁶ In addition, legal regulation of the capital market is necessary to ensure the transparency of the company, which in turn protects investors and builds confidence in the activities and behavior of market participants, especially investors, managers, and controlling shareholders.

The study examines the views of some foreign scholars (Bernard S. Black, J. Coffee, J. Seligman, H. Sale, Ana Carvajal, Jennifer A. Elliott, Douglas W. Arner) on the need, functions, and structure of the capital market regulation. Based on the results of the literature review it is justified that there should be an appropriate legal regulatory system in the capital market to strengthen investor protection, ensure competition and fairness in the market.

According to Professor Bernard Black, a country whose laws have failed in this regard cannot develop an active capital market.²⁷ Another need for the legal regulation of the capital market is the high probability that financial imbalances and crises will become a major factor destabilizing the economy of any country. The devastating consequences of the financial crisis of 2008 highlighted the need for the appropriate legal regulation of the capital market to strengthen investor protection, ensure competition and ensure fairness in market relations, not only at the national but also at the regional and global levels.²⁸ This is especially important for transition economies such as Uzbekistan. The main reason for this is to protect the rights of investors, protect them from various financial frauds committed by unscrupulous market participants, and the management of risks in the economy at the national level. The unprecedented consequences of the financial crisis of 2008 have made this clear not only at the national level but also at the regional and global levels.

In the scope of the research on the evolution of the legal framework of the capital market in Uzbekistan conducted a literature review of national scholars such as S. Gulyamov, Yu. Nazarov, J. Yuldashev, A. Jumagulov, B. Topildiev, A. Tadjibayev, as well as economists I. Butikov, Sh. The scientific works of Shokhazami, I. Butikov, N. Jumaev, H. Hasanov, R. Khojimatov, A. Khujamurodov, A. Khudoiberdiev.

The chapter analyzes the evolution of the legal framework of the capital market in Uzbekistan and concludes that its relative intensity, on the one hand, indicates the

²⁶Douglas W. Arner, *Financial Stability, Economic Growth, and the Role of Law*. (Cambridge, UK: Cambridge University Press, 2007), 14.

²⁷Bernard S. Black, "The legal and institutional preconditions for strong securities markets," *UCLA L. Rev.* 48 (2000): 781.

²⁸See The Financial Crisis Inquiry Report, Final Report of the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States, Official Government Edition the Financial Crisis Inquiry Commission, submitted by according to Public Law 111-21, January 2011. <https://www.gpo.gov/fdsys/pkg/GPO-FCIC/pdf/GPO-FCIC.pdf>, 17.

rapid development of relations in this area, on the other hand, indicates that the legislature does not have a long-term strategy. As a result of the historical analysis of the legal framework of the capital market in Uzbekistan, the main factors that need to be considered in the future regulation of this area are a strong legal framework, protection of property rights, and shareholders, enforcement of contracts and the rule of law.

This chapter provides conceptual and theoretical conclusions for local application through an analysis of existing theories of capital market regulation on a global scale and a review of chronic problems that hinder the development of the modern capital market. The chapter first discusses the necessity and importance of capital market regulation theory in order to determine the real need for legal regulation. It also analyzes the main theories directly related to the regulation of the capital market, examines the main problems that hinder the adaptation of the legal system of the capital market to modern conditions, and puts forward proposals to address them. In particular, the dissertation put forward a new theory "Syndrome of Deficiency of Moral Values" aimed at regulating relations in this area, highlighting the importance of this theory in the regulation of global capital markets today. This theory is based on the idea that the human factor is at the center of market relations. In this case, the human factor is interpreted as one-sided, that is, not only as a subject pursuing material interests, but also as a person with moral values. In other words, because moral values are an integral part of man, they in turn become an important part of market relations as well. Moral values are a key feature that distinguishes human nature from vending machines. When human moral values, which are considered to be the natural integral "guardian" of man, are used in the process of regulating the capital market, illegal actions such as fraud, abuse of trust, insider deals, manipulation, etc. among market participants are prevented. This, in turn, will contribute to the development of the capital market and the country's economy, as well as increase the welfare of the population.

The study also found that the capital markets of the CIS member states currently face some institutional and legal challenges that hinder their further development and integration with regional and global markets. Among the scientists who have conducted research on this issue in the CIS countries are M. Aseeva, O. Gleba, V. Popov, Yu. Tseplyaeva, Yu. According to the analysis of Yeltsov's work, the common problem for the stock markets of all CIS countries today is the lack of a mechanism to ensure the full realization of the potential of capital markets at the national, regional, and global levels. In particular, currently, the capital markets of the CIS countries are a truly competitive alternative source of business financing, an alternative system of mobilization of funds and allocations, an effective way to ensure corporate governance and transparency of companies, as well as has not become a potential way to attract foreign investors. As a result of the analysis of the last paragraph of the first chapter factors, directly and indirectly, affecting the development of the capital market at the national, regional, and global levels, are analyzed by classifying them into economic, political, social, cultural, institutional

and legal factors, based on institutional and legal factors to create an effective capital market in Uzbekistan and CIS countries it was concluded that reforms were important. In particular, the oligopolistic nature of the market, the lack of competition in financial services, and the important role of the state as both a regulator and a key player in the market were analyzed as key institutional issues.

The second chapter of the dissertation, entitled “Theoretical Basis of Capital Market Legal Regulation”, analyzes the main theories of capital market legal regulation around the world and some of the challenges in the current context. The scholars, whose research was studied in this chapter include Simeon Djankov, Caralee McLiesh, Rita Maria Ramalho, Joseph E. Stiglitz, Robert Cooter, Richard A. Posner, Andrew W. Lo, Donald C. Langevoort, Ha-Joon Chang, David M. Driesen, Muhammad Yunus, Ross Levine). The results of the analysis of their works show that theories have a significant impact on the legal regulation of capital markets, and current theoretical concepts are mainly focused on personal interests, wealth maximization, and microeconomic issues, do not adequately reflect human characteristics. Serious research and reflection need to be done to encourage businesses (including the securities business) to consider alternative goals, encourage market participants to support alternative values, and move to a more balanced approach to capital market regulation.

This chapter provides conceptual and theoretical conclusions for implementation through an analysis of existing theories of capital market regulation on a global scale and a review of chronic problems that hinder the development of the modern capital market. The chapter mainly discusses the necessity and importance of the theory of capital market regulation to determine the real need for legal regulation. It also analyzes the main theories directly related to the regulation of the capital market, analyzes their shortcomings in them, considers the main problems of modern stock markets, and puts forward proposals to address these problems.

This chapter also attempts to analyze the role of state-owned enterprises in the economies of the CIS countries, show the theoretical foundations of state participation in the economy, and address some pressing issues related to the activities of state-owned enterprises in Uzbekistan. Despite large-scale privatization reforms since the 1990s, state-owned enterprises still play an important role in the economies of Uzbekistan and other CIS countries discussed in this dissertation. In most cases, state-owned enterprises enjoy privileges and immunities not because of their efficiency, but because they belong to the state or state-owned officials. Such exclusive privileges and immunities ultimately weaken competition, disrupt market conditions by leading state enterprises to abuse their dominant position in the market. Another conclusion of the study is that one of the main reasons for the inefficiency of state-owned enterprises is their dual nature (business and political), a factor that is important to take into account in reforms in this area.

The development of the capital market can help the privatization process by offering more state assets to private owners through IPOs and SPOs, which can lead to increased transparency and accountability of state-owned enterprises, for example, through mandatory disclosure and effective corporate governance systems.

The above also provided an overview of the role and impact of state participation in the economies of the CIS countries in ensuring a competitive market environment. Given the specifics of the countries considered in this thesis, the author believes that the CIS countries cannot completely lose their huge state-owned enterprise arsenal. Furthermore, in theory, there is no need to privatize all state assets. If private enterprises are treated as equally and fairly as state-owned enterprises, and if the activities of state-owned enterprises do not restrict competition, theoretically there will be no objection to the activities of state-owned enterprises. In such a scenario, increasing the transparency, competitiveness, and efficiency of state-owned enterprises, as well as

There are many mechanisms for the development of a competitive environment, including privatization, decentralization, de-monopolization, development of small and medium enterprises, and others. In the example of the CIS countries, in our opinion, measures to create an active competitive environment should include some measures. In particular, the abolition of the state monopoly in the economy requires deep institutional reforms aimed at creating more favorable conditions for the development of entrepreneurship and improving the system of state management of the economy. It is also important to prevent monopolies from abusing their dominant position in the market. Public institutions must ensure the development of competition, without which it is impossible to increase the competitiveness of the entire economy. In addition, strengthening the role of market mechanisms in the regulation of entrepreneurial activity, eliminating administrative barriers to market entry, creating a competitive environment for all economic entities. Finally, reforms should enable consumers to consistently receive high-quality public services at economically reasonable prices.

CIS countries should also take measures to ensure that they operate from a market rather than a political point of view, which requires the establishment of an authorized body responsible for the exercise of state property rights, the definition, and separation of property from regulatory functions. If we consider state assets as state property, appropriate measures should be taken to achieve maximum transparency and accountability in all aspects of the state asset management process, from privatization to dividends. Such a system should ensure that the population has regular access to the above-mentioned necessary information through the Internet portal, the media, periodicals, and is accountable for parliamentary oversight. We hope that

The third chapter of the dissertation, entitled "The role of the state in the capital market regulation" analyzes the independence of the regulator, which is the competent authority in the field of capital market regulation, and the main

approaches to the structure of financial regulation. The works of Richard H. Pildes, Peter L. Strauss, Mark J. Roe, Marc Quintyn, Martin Shapiro, Paul R. Verquil, Eddy Wymeersch, Charles Goodhart, Eric J. Pan, among others who have done special research on these issues, have been studied. Scholars argued that the independence of the regulator should consist of the necessary components, such as functional, institutional, and financial independence, with at least the introduction of international standards in this area to ensure it in practice. Norms of IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation and Methodology For Assessing Implementation of the IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation are the main international standards in this regard, and these two documents are currently the basis for assessing the principle of independence in regulating capital markets in most countries.

The chapter examines the issue of the independence and structure of the regulator mainly through a comparative analysis of the experience of Japan, Russia, France, Poland, and Uzbekistan, analyzing four main models of regulatory structure: institutional, functional, objective, and integrated models. The analysis helped to understand the general state of structuring the financial regulatory system in several jurisdictions around the world, and the results showed that over the past two decades, many countries have changed their financial regulatory structures using an integrated model.

The chapter also analyzes the thirty-year experience of establishing a state regulator of the capital market in foreign Uzbekistan in five main stages, and today concludes the legal status of the regulator. In particular, the experience of establishing a state market regulator in Uzbekistan In the first phase of the ongoing reforms since the beginning of the gradual reforms to build a market economy in 1991, the regulation of the capital market through the adoption of legislation and the establishment of relevant market institutions emphasis was placed on creating a legal and institutional framework. In 1991, the legal framework for the exchange was established,²⁹ According to it, the Exchange Council, consisting of chairmen of stock exchanges operating in Uzbekistan, was established as a coordinating body of the exchange. In the second phase, gradual reforms were mainly aimed at improving the quality of the regulatory structure. It was at this stage that for the first time in Uzbekistan, a body authorized to regulate the capital market was established as a separate entity. In the third stage, the regulatory structure of the capital market was improved. These improvements included further privatization of state assets and expansion of private property as the basis of a market economy, improvement of antitrust regulation and promotion of a real competitive environment, improvement of corporate governance, accelerated development of the capital market, especially the secondary market. The fourth stage of state regulation of the capital market has gone down in history with the establishment of a separate Agency with independent and special powers over previous periods. To

²⁹See Decree on coordination of exchange activities in Uzbekistan, Bulletin of the Supreme Council of Uzbekistan, No. 2, 1992, 88 p.

ensure the rapid development of the capital market, the introduction of an effective system of attracting investment, and the formation of the capital market as one of the main sources of funding for economic development, an independent state body - the Capital Market Development Agency was established. Finally, the fifth stage of state regulation of the capital market in Uzbekistan ended with the abolition of the competent authority in this area and its transformation into a department within the Ministry of Finance.³⁰

At a time when the world capital market is moving towards the creation of a strong body that is both functionally, institutionally, and financially independent, the abolition of the main capital market in Uzbekistan against the background of optimizing the structure of public administration and staff reduction does not serve the development of this market. On the contrary, it was concluded that it would lead to a conflict of interest between the regulator and the market.

The fourth chapter of the dissertation, entitled "Comparative analysis of the capital market and banking regulation" is aimed at developing the role of one of the most important institutions of a market economy - capital market in ensuring competitive conditions in the field of financial services. To carry out the tasks of this chapter, reviewed research results of some scholars, including Michiel J. Bijlsma, Gijsbert TJ Zwart, Ross Levine, Sarah Zervos, Asli Demirguch-Kunt, Marco Pagano, Patrick Bolton, Xavier Freixas, Meghana Ayyagari, Vojislav Maksimovic Due. Analyses showed that to various objective and subjective factors, banks have become the dominant position in the accumulation and redistribution of financial resources, which hinders the development of the capital market, one of the leading market institutions in some countries, especially in developing countries.

Despite more than thirty years of transitional reforms in Uzbekistan, the capital market is still underdeveloped. As a result, companies and investors have no choice but to use alternative and competitive sources of business financing and work with a monopolized banking system. Effective capital markets allow and facilitate the mobilization of financial resources by combining those who need capital to invest with those who need capital to innovate and grow. Most importantly, capital markets promote effective corporate governance among their listed issuers by encouraging transparency, accountability, and respect for shareholders' rights. The sharp rise of stock exchanges from 50 to 160 in the last forty years alone shows that capital markets have played an important role in emerging economies. When it comes to CIS members, it is important not only to improve the understanding of the role and functions of capital markets but also to create environments that ensure the proper functioning of exchanges. Accordingly, the main purpose of this section is to review and increase the business financing opportunities of the capital market by balancing the regulatory framework.

³⁰Resolution of the President of the Republic of Uzbekistan No. PP-5073 dated April 13, 2021 "On measures to further improve the system of regulation of the capital market." See more: <http://old.lex.uz/docs/5370971>

There are several reasons for the imbalance between the importance of the bank and the capital market in business financing. These include financial structures, financial relationships, and other regulatory instruments. In general, the role of financial systems in the economic sector, the direction of funds accumulated in the banking or capital market to the economic sector, depending on the level of government intervention in fiscal policy are divided into two types: financial systems based on banking and market relations. While market-based financial systems are built on a sound legal regime that protects investors' rights, well-established standards, and investor confidence, banking-based financial systems are largely financial relationships and pledges. Countries with market-based financial systems typically have developed markets for capital financing³¹ while countries with financial systems based on banking relations are characterized by their own strong and high-potential banking system.³²

The results of the analysis showed that the financing system is not based on the banking or capital market, but on how developed the financial system is, how robust it is, and whether companies have alternative sources of financing for their businesses. The disparities in business financing caused by the dominance of the banking system among the CIS countries are a serious concern, both narrow and wide. From a narrow point of view, the dominance of one or another financial system in business financing limits the ability of companies to use their business from other alternative sources. Extensive analysis shows that banking-based financing poses a systemic risk to the economy. In our opinion, the dependence of the country's economy on one or another form of financial structure,

This chapter also provides a comparative analysis of the concepts of debt and capital, as well as banking and capital markets. It was found that the main forms of debt financing are the issuance and sale of bonds, while the creditor retains the right to issue money and demand money on the terms and conditions specified in the contract. The analysis concluded that the main difference between debt and equity financing does not depend on institutional factors, but rather on the terms and conditions of borrowing.

The fourth chapter also considered the issue of balancing the banking and capital markets in terms of legal regulation. Results of analysis instead of legal regulation in the financing of business through the banking and capital markets, the state should provide extensive support to the banking sector, especially through direct intervention through subsidized financing programs and tax incentives, planned state funding of the banking sector, and state guarantees for citizens'

For example, U.S. initiatives to de facto restrict access to China's economy, provoke a U.S.-China trade war, and favor a protectionist approach over a globalist approach could also lead to a change in theories about state participation in the economy.

³¹See: Michiel J. Bijlsma and Gijsbert TJ Zwart, *The Changing Landscape of Financial Markets in Europe, the United States and Japan*. No. 2013/02. Bruegel Working Paper, 2013.

³² Michiel J. Bijlsma and Gijsbert TJ Zwart, *The Changing Landscape of Financial Markets in Europe, the United States and Japan*. No. 2013/02. Bruegel Working Paper, 2013.

<https://www.cpb.nl/sites/default/files/publicaties/download/dp238-changing-landscape-financial-markets-europe-us-and-japan.pdf>

deposits. showed that it would be visible. We do not support the intervention of the state in market relations with the principles of excessive administrative order. On the contrary, the state should pay equal attention to the financing of the banking and capital markets. This does not mean that the benefits provided by the state to the banking sector should be abolished. Since the participation of banks in the capital market as issuers, shareholders or intermediaries is more than 70%, the banking sector suffers relatively little from the above-mentioned changes. Banks can take advantage of the benefits provided directly to the capital market instead of these changes. In our view, the state is not in favor of a deliberate separation between debt and equity financing systems. Because the existence of competition between the bank and the capital market is beneficial for both the state and companies. As proof of this, we can say that there are several initiatives of the state to develop the capital market, although not at the level of banks. In our opinion, the main reason for the different levels of support from the state is related to the role of the bank in the country and the forms of ownership.

The results of the study as well as the high level of state ownership are some of the main factors that create a gap in the financing of the banking and capital markets. This shows that the state supports financing through banking and banking activities, as the main assets in the banking sector belong to the state. Theoretically, state ownership is not a constant reason for the different approaches to the legal regulation of the banking and capital markets. Because in all the countries studied, the state's shares in the assets of state-owned partnerships are almost the same, but banks are significantly supported by benefits such as subsidies, guarantees, compared to other state-owned legal entities. But this does not lead to the conclusion that the state supports banks precisely because of the form of ownership. At the same time, the author does not deny that there are negative effects of state ownership on this very issue. This issue requires a more in-depth analysis in the process of studying the specifics of state ownership in subsequent studies.

The fifth chapter of the dissertation is devoted to "Legal issues of the use of digital technologies in the capital market." Today, many companies in the capital market are increasingly recognizing the benefits of information technology, and partnering with modern technology providers is the key to realizing these benefits.

In this chapter, the opinions and practical materials of scholars such as Richie Santosdiaz, Maume, K. Christidis, M. Devetsikiotis, Nakamoto, S., Rosa M. Garcia-Teruel, Héctor Simón-Moreno are studied and the possibilities of data analysis in capital markets, artificial intelligence, and machine new opportunities in these areas have been analyzed in conjunction with machine learning. Data analysis capabilities in capital markets, along with artificial intelligence and machine learning, can open up new opportunities in these areas. But many organizations are still using data strategies from the past, which limits their ability to use their full potential of data and make the right business decisions. While it is not possible to accurately predict business results, market makers can predict the

unknown, relies on making informed decisions using artificial intelligence rather than based on assumptions. The analysis shows that artificial intelligence can further liberalize access to financial resources in capital markets, which can have a positive impact on high efficiency, security and increase capital market turnover, perform administrative tasks faster and better than people, which allows people to focus on high-value activities. It has been found that it can help to find promising investment opportunities by observing situations that cannot be identified through traditional research methods.

The fifth chapter identifies the emergence of automated advisors in the global financial system "robot advisers" - the industry of financial services that assist consumers in investment, banking, and insurance guidance, and the potential to reduce the cost of payment for consumers and increase the quality and transparency of financial advice. , one of the most important issues facing the science of law in the use of their services in the capital market is based on the fact that the solution of topical tasks such as the legal status, responsibility, and subjectivity of robot consultants should be taken into account in developing a legal capital market system. This chapter also covers digital assets, which are increasingly used today in the global capital market. scientific and theoretical research in terms of their legal status, rights, obligations, and scope of responsibility of the entities involved in the process of ownership, use, and disposal of these instruments; and the need to create an appropriate legal framework for these issues. The chapter covers in detail the legal issues of the use of artificial intelligence and robot consultants in the capital market, as well as digital assets. Due to the requirements for the subject and scope of the study, it was not possible to analyze these issues in detail.

The sixth chapter of the dissertation, entitled "Prospects for the development of the legal framework of the capital market" discusses the main problems of improving the legal system of the capital market in the CIS countries, and in Uzbekistan in particular, and their solutions. In particular, the main problems in the CIS countries are high market concentration, capital market capitalization of only 1% of GDP, low capital market liquidity, one of the main reasons for which is the lack of high-quality financial instruments and, accordingly, attracting investors through the capital market. is not interested, as well as the fact that today the capital markets of the CIS countries set fair prices,

In addition, it was noted that another important issue in improving the legal system of the capital market of the CIS countries is the bank loans provided by the state at subsidized rates, rather than financial instruments attracted from the capital market to finance business. To find a solution to these problems, the legislation of some CIS countries aimed at regulating the capital market has been studied from a comparative legal point of view and relevant recommendations have been developed.

At the same time, this chapter analyzes the legal system of regulation of the capital market in Uzbekistan and argues that the improvement of legislation in this area is carried out mainly in two directions. The first direction is to create a single

legal source that is convenient for investors by consolidating the normative documents that are currently scattered by international standards, mainly through the adoption of a new law on capital markets and what should be included in this law. The second direction of improving the legislation in the field of capital markets in Uzbekistan is the proposal to adopt a separate law defining the legal status, powers, rights and obligations, and responsibilities of this regulator.

The need and importance of developing a concept for the development of the capital market in Uzbekistan as a theoretical basis for improving the legal system of regulation of the capital market were substantiated. In particular, according to the researcher, the concept should be developed in three main stages, the specific purpose of each stage and the main measures to be implemented in it.

The inventory of the legislation of the Republic of Uzbekistan on the capital market, as well as the analysis of existing norms, show that the legal framework of the securities market of Uzbekistan needs a comprehensive reform for the following reasons:

1. The current regulatory framework that supports the stock market is very fragmented and includes many conflicting laws and regulations. This impedes market entry and the organization of effective operations and creates several uncertainties. One of the effective solutions is to consolidate and simplify the legal framework, taking into account international standards.

2. In addition, the current legislation does not clearly and impartially define the role and responsibilities of the state body authorized to regulate the capital market. The legal status of the regulator, in particular its oversight and enforcement powers, is insufficient. To correct this discrepancy, you need to do the following:

- a full assessment of the existing legal framework and comparison and revision accordingly with the principles of the International Organization for Securities - IOSCO.³³ It is also important to bring the regulatory environment in line with international standards. In this case, following the Methodology for assessing the implementation of two important documents adopted by the International Organization for Securities - the goals and principles of securities regulation and the goals and principles of securities regulation,³⁴

- a comprehensive assessment of the structure and operation of the general regime of capital markets regulation to promote economical and balanced regulation while maintaining or strengthening investor protection.

At the same time, there are gaps in the regulatory framework that support the stock market, leading to uncertainty in the performance of contracts in the market. Most of the laws regulating the securities market are outdated and lag behind technological advances, in particular market transparency, the rules of ownership, transfer, and pledge of securities, and require modernization.

³³IOSCO, Objectives, and Principles of Securities Regulation, June 2010, <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD562.pdf>

³⁴IOSCO, Methodology For Assessing Implementation of the IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation, May 2017, <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD562.pdf>

In our opinion, there are a lot of normative and legal documents and they are often vague. On the contrary, the proposed single law on the capital market contains and strengthens the necessary norms and legal documents. This will make it easier for local and foreign investors to understand the Uzbek stock market.

In our opinion, the Uzbek capital market needs a comprehensive legal and regulatory reform, which should include:

1. A radical revision of the regulatory framework reviewed in this study and its annexes in terms of international standards and the creation of a single legal source. At the same time, it is advisable to focus on ensuring the ownership of securities, protection of investors' rights, as well as the management of market risk. In the process of modernization and strengthening of the regulatory framework, not only the law on the securities market but also other legislation reflecting the norms in this area, including the Civil Code, the Law on Banking and Banking, legislation on electronic payment systems, and e-commerce. bankruptcy legislation needs to be revised.

At this stage of market development and market regulation, we propose a rule-based regulation as a priority approach to the new legislation. As a general approach, principle-based regulation typically requires a high level of trust in a developed market, particularly between an "advanced regulator" and market participants. On the one hand, the principled approach provides more flexibility, but more skill and experience are required from the regulator to effectively apply flexibility. It may also pose a regulatory risk associated with the conflicting application and achievement of principles and goals in different situations.

All existing legal documents should be reviewed to determine their relevance, compliance with the new laws, and completeness. In addition, since the new law "On Securities Market" is expected to create "favorable" conditions, a significant number of new regulations may be created, and the content of some laws and decisions may become invalid.

It will be difficult to implement the provisions of the new law on the securities market, as they need to be well integrated into the overall legal system of the country to ensure their implementation and a high level of legal confidence. The purpose of critical evaluation is also to clearly understand the regulator's rules and to separate them into procedural/institutional issues (licensing procedures, public offer, approval of the public procurement proposal prospectus).

2. Capacity building of the capital market regulatory body. Almost all developed and successful developing countries have integrated and independent regulators of financial markets. Therefore, the lack of consolidation in the policy of development and supervision of the financial sector is one of the main problems hindering the formation of the national market today. Reform of the regulator should include provisions on its legal status, institutional, functional, and economic independence, goals, and executive powers, including oversight. The capacity of the regulator needs to be improved, mainly in terms of strengthening control and executive power and capacity. Today, there are uncertainties in the powers of

several bodies in the transfer of money, sending money abroad, receiving it, conversion. In matters of the capital market, the regulator should be given all the rights, that is, if there is one major regulator for both the common exchanges - the currency exchange and the commodity exchange, it would be expedient if the procedure is carried out by the same ministry or agency.

The proposed measures include reforms to expand the activities of companies that have the right to invest in and receive capital, diversify the types of securities, increase public awareness and confidence in the capital market and its financial instruments. In this study, the proposals for improving the capital market in the example of Uzbekistan can be used as a model for other CIS countries, which are compared in this study.

CONCLUSION

This study seeks to study the experience of developed foreign countries and some CIS countries in improving the legal system of the capital market in Uzbekistan in terms of comparative and legal analysis and ensuring a competitive environment in the financial market and alternative financing options. These alternatives cover the theoretical and practical problems of the capital market. According to the results of the dissertation research on "Issues of improving the legal system of the capital market in Uzbekistan", the following scientific, theoretical, and practical conclusions were made:

I. Scientific and theoretical conclusions:

1. The results of the study showed that a strong legal framework, protection of property rights and shareholders' rights, enforcement of contracts, and the rule of law are among the most important factors in the legal security of the capital market. The provision of these factors in the legal system will increase the quality and scale of investments made through the capital market.

2. The study analyzed the need for the legal regulation of the capital market and concluded that there should be an appropriate system of legal regulation of the capital market to strengthen investor protection, ensure competition and ensure fairness in market relations. This is especially important for transition economies such as Uzbekistan. The main reason for this is to protect the rights of investors, protect them from various financial frauds committed by unscrupulous market participants, and the management of risks in the economy at the national level. The unprecedented consequences of the financial crisis of 2008 have made this clear not only at the national level but also at the regional and global levels.

3. The study also analyzes the factors that directly and indirectly affect the development of the capital market at the national, regional, and global levels by classifying them into economic, political, social, cultural, institutional, and legal factors. factor-based reforms were concluded to be important. In particular, this study analyzed the oligopolistic nature of the market, the lack of competition in

financial services, and the important role of the state as both a regulator and a key player in the market as key institutional issues.

4. Another way to develop the capital market is to legalize the hidden mechanisms of business financing, which are widespread in practice today, thereby providing legal guarantees to businesses, relatively cheap funds, and a legal alternative to investors. The state will benefit from such a reform, at least at the expense of increasing investor confidence in the financial system, investment flows, and additional taxes.

5. The results of the study show that the theory has a significant impact on the regulation of the capital market, the current theoretical framework of regulation is one-sided, mainly focused on personal interests, maximizing wealth, and microeconomic accounting, not adequately reflecting market and human characteristics. It was proved that modern capital market relations are capable of activating and developing the moral values of market participants, at least to the extent that they provide some kind of counterbalance to their progressive material interests. At the same time, the dissertation introduced a new theory to the science called "syndrome of lack of moral values", the need for which,

6. the study revealed a disproportion in the ownership structure of the capital market, which proved that state property has a significant volume and influence. Based on the experience of developed countries, it is proposed to reduce the share of the state in the capital market, support market competition through the implementation of comprehensive privatization programs (IPOs and SPOs) and stimulate private sector development in the capital market. It is theoretically justified to move from the position of "state main regulator and main participant" to "state regulator".

7. The study analyzes the participation of state-owned enterprises in the capital market, arguing that the role of state participation in the capital market in Uzbekistan and the CIS countries studied in the study can not be denied. It is argued that the transparency of corporate governance in state-owned enterprises and ensuring competitive neutrality play an important role.

8. The issue of the role of the state in the capital market, the legal status of the competent authority for the regulation of this sector was considered, and it was proved that a strong and independent regulator is needed to build an effective and stable capital market. The main focus should be on the institutional, functional, and economic independence of the regulator, as well as the introduction of IOSCO principles, which are the main international standard in this regard.

9. There is a high gap between the banking and capital markets in financing business in Uzbekistan, and the legal reasons for this are analyzed and solutions to balance the sources of business financing are proposed. In particular, the study concluded that financial structures play an important role in the emergence and development of any form of financing (banking and capital markets), but that one economic structure should not limit the development of another. It was also proved that the regulatory framework governing the sector, regardless of the type of

financing system, should create a fair and equal environment for fair and equitable competition between the bank and the capital market.

10. The study analyzes the legal regulation of banking and capital market financing in Uzbekistan, arguing that it is inappropriate for the state to interfere in market relations with excessive administrative procedures and that the state should pay equal attention to financing the banking and capital markets. At the same time, it was argued that the benefits provided by the state to the banking sector should not be abolished, but at least such support should be provided to the capital market. At the same time, the importance of creating a legal system to apply benefits such as subsidies and guarantees to banks and other state-owned legal entities to other participants in the capital market was justified.

11. Another aspect of the disparity in the legal regulation of the capital market has been identified in the protection of the rights of consumers and investors of financial services. To improve the system of protection of the rights of capital market participants in Uzbekistan, based on the results of a comparative analysis of the legal system of banking and capital markets and the experience of Russia and Kazakhstan the need to introduce the institution of financial ombudsman.

12. With the development of information technology around the world and the issues of the fourth industrial revolution on the agenda, it is important to study the impact of digital technologies, especially artificial intelligence, on traditional business models of financial institutions and to provide at least some legal space in this regard. The use of artificial intelligence and machine learning in issues such as data analysis in capital markets, online investment services, remote biometric identification of participants opened up new opportunities for market development. The inviolability of investor data in the use of artificial intelligence in the capital market to provide a legal framework for these issues,

13. It has been theoretically substantiated that digital investment management and automated investment advisory software in the capital market can be provided by three professional participants simultaneously: financial advisors, brokers, fund managers, and the legal system of the capital market regulates the activities of such participants. the need for separate research to determine the legal status of robot consultants in terms of their identification.

14. Digital assets such as tokens and cryptocurrencies, which are increasingly used in the global capital market today, their legal status, ownership, use, and disposal of these instruments, the rights, obligations, and responsibilities of the parties involved in the protection of investors' rights and the need for scientific and theoretical research and the creation of an appropriate legal framework for these issues in terms of establishing rules for the use of their personal data and ensuring the security of the economic system.

15. The main problems in the capital markets of the CIS countries studied are high market concentration, low capitalization, and liquidity of the capital market, one of the main reasons for which is the lack of high-quality financial instruments in the market and, accordingly, investors are not interested in attracting investment.

the establishment of fair prices in the markets, the lack of a legal system that would allow investors to enter the market freely and protect their interests.

II. Suggestions and recommendations aimed at further improving the normative legal acts:

16. Another important issue in improving the legal system of the capital market is the entry of investors into the market and its legal restrictions, which are obstacles to the development of the market. It was argued that norms should be introduced to support participation.

17. The study also examined the improvement of the legal framework for the diversification of securities in the market as a key issue to increase the financing capacity of the capital market, and the solution is the widespread introduction of Islamic financial instruments, especially Sukuk, and the creation of a legal system of alternative financial instruments. This was justified. In addition, further improvement of the legal framework for raising funds through the capital market, the issuance of certain financial instruments, and the provision of simplified reporting procedures for small and medium enterprises have proven to be effective.

18. The need to develop a Concept for the development of the capital market in Uzbekistan, which provides for the issuance and circulation of securities, a wide range of investments, the development of corporate governance, and financial literacy of the population. Expanding and diversifying the investor base, increasing the demand for securities by improving financial literacy, increasing the number of issuers and expanding the supply of securities through new financial instruments, improving the legal and regulatory system, improving capital market infrastructure, and strengthening the institutional capacity of the capital market regulator directions was determined.

19. As part of the analysis of the legal system of capital market regulation in Uzbekistan, the first direction of reforms in this area was the need to create a single legal source that is accessible to investors by consolidating the normative documents that are currently scattered under international standards. In particular, the need to adopt a new law on capital markets and the basic rules that should be enshrined in this law were identified.

20. As part of the analysis of the legal system of capital market regulation in Uzbekistan, the second direction of reforms in this area is the adoption of a separate law defining the legal status, powers, legal obligations, and responsibilities of the regulator.

21. The system of bank financing in Uzbekistan is relatively developed, where it is necessary to create a regulatory framework that provides fair competition between different financial institutions. When it comes to financial instruments, we can see that there are significant differences between debt and equity financing systems, and this should be taken into account in the coordination of financing in the banking and capital markets.

22. The study found significant differences in the legislation of the countries studied in the legal interpretation and status of the concepts of investment and credit, as well as the concepts of investor and creditor. The legislation better protects the rights of bank loans and creditors than the rights of shares and shareholders. To eliminate this, it is necessary to make changes and additions to the legislation aimed at ensuring fairness and equity in financing through banking and capital markets.

23. The proposed new law on capital markets includes a special clause on the use of artificial intelligence in the capital market, which will increase the effectiveness of monitoring the activities of capital market participants, analyzing the quality of investment services, remote biometric user identification (Face-ID) and risk assessment. The legal framework for the use of artificial intelligence technologies has been created, and the introduction of the practice will have a positive impact on the development of the industry.

24. Digital investment management and automated investment advisory software in the capital market - creating a legal framework for the use of robot advisers, first of all, improving the disclosure requirements of companies providing such services, improving the credibility of robot advisers, and regulating robot advisers' algorithms; - the expediency of adopting norms on the fiduciary obligation and responsibility of the consultant.

25. It is proposed to supplement the Civil Code of the Republic of Uzbekistan with a new article with the following content:

“Article 96-1. Transfer of rights on the security

It is sufficient to transfer the security to another person to transfer the rights of the bearer to another person.

Rights confirmed by registered security issued in the documentary form are transferred in the prescribed manner for the claim (session).

Features of the transfer of rights to equity securities and the confirmation of rights on them are determined by the legislation of the Republic of Uzbekistan.

Rights on the order paper are transferred by writing an endorsement on this paper. A person who transfers rights under order security (the endorser) to another person shall be responsible not only for the existence of the right but also for its implementation, except as provided by the legislation of the Republic of Uzbekistan on a pledge of real property.

An endorsement concluded on security transfers all the rights confirmed by the security to whom or on whose order the rights on the security are transferred to the person (the endorser). The endorsement may be blank (the person to be executed is not specified).

An endorsement may be limited only by an instruction to exercise the rights confirmed by the security, without transferring these rights to the endorsement (transfer endorsement). In this case, the endorser acts as a representative. ”

1. It is proposed to supplement the Civil Code of the Republic of Uzbekistan with a new article with the following content:

“Article 96-2. Execution on securities

The person who issued the security and all persons who endorsed it shall be jointly and severally liable to its legal owner, except for the cases established by the legislation of the Republic of Uzbekistan on a pledge of immovable property. If the claim of the legal owner of the security to perform the obligation approved by him is satisfied by one or more of the persons who have an obligation on the security, they shall have the right of regress (regress) to other persons who have previously undertaken it. they are under security.

It is not allowed to refuse to perform an obligation confirmed by the security in connection with the absence of grounds for the obligation or its invalidity.

The owner of the security, who has identified the forgery or forgery of the security, has the right to demand from the person who transferred the security to properly perform the obligation confirmed by the security and to compensate for the damage caused.

The rights on the securities belonging to the illegal owner are not exercised.”

**НАУЧНЫЙ СОВЕТ DSc.07/30.12.2019.Yu.22.01 ПО ПРИСУЖДЕНИЮ
УЧЕНЫХ СТЕПЕНЕЙ ПРИ ТАШКЕНСТКОМ ГОСУДАРСТВЕННОМ
ЮРИДИЧЕСКОМ УНИВЕРСИТЕТЕ**

**ТАШКЕНТСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ ЮРИДИЧЕСКИЙ
УНИВЕРСИТЕТ**

НАРЗИЕВ ОТАБЕК САЪДИЕВИЧ

**ВОПРОСЫ СОВЕРШЕНСТВОВАНИЯ ПРАВОВОЙ СИСТЕМЫ
РЫНКА КАПИТАЛА В УЗБЕКИСТАНЕ**

12.00.03 – Гражданское право. Предпринимательское право.
Семейное право. Международное частное право

АВТОРЕФЕРАТ

докторской (DSc) диссертации по юридическим наукам

Ташкент – 2022

Тема диссертации доктора наук (Doctor of Science) зарегистрирована Высшей аттестационной комиссией при Кабинете Министров Республики Узбекистан за № В2022.1.DSc/Yu190

Докторская диссертация выполнена в Ташкентском государственном юридическом университете.

Автореферат диссертации размещен на трех языках (узбекском, русском, английском (резюме)) на веб-сайте Научного совета (www.tsul.uz) и Информационно-образовательном портале «Ziyounet» (www.ziyounet.uz).

Научный консультант:

Савд Саидахарович Гулямов
доктор юридических наук, профессор

Официальные оппоненты:

Назаров Юсуф Бозорович,
доктор юридических наук, доцент

Ходжаев Бахшилло Камалович,
доктор юридических наук, доцент

Бекмуродов Адхам Шарипович,
доктор экономических наук, профессор

Ведущая организация:

Центр подготовки юристов при Министерстве юстиции Республики Узбекистан

Защита диссертации состоится 21 мая 2022 года в 10.00 на заседании Научного совета DSc.07/30.12.2019.Yu.22.01 при Ташкентском государственном юридическом университете (Адрес: 100047, г. Ташкент, улица Сайилгох, 35. Тел.: (99871) 233-66-36; факс: (99871) 233-37-48; e-mail: info@tsul.uz).

С диссертацией можно ознакомиться в Информационно-ресурсном центре Ташкентского государственного юридического университета (зарегистрировано за № 1045). (Адрес: 100047, г. Ташкент, ул. Амира Темура, 13. Тел.: (99871) 233-66-36).

Автореферат диссертации разослан «5» мая 2022 года.

(протокол реестра № 10 от «5» мая 2022 года).



И.Р. Рустамбеков
Председатель Научного совета по присуждению ученых степеней, доктор юридических наук, профессор

Д.Ю. Хабибуллаев
Научный секретарь Научного совета по присуждению ученых степеней, кандидат юридических наук, профессор

Н.Ф. Имомов
Заместитель председателя Научного семинара при Научном совете по присуждению ученых степеней, доктор юридических наук, профессор

ВВЕДЕНИЕ (Аннотация докторской диссертации)

Целью исследования является разработка предложений и рекомендаций по совершенствованию правовой системы рынка капитала в Узбекистане и повышению эффективности ее применения.

Объектом исследования является система правоотношений, связанных с совершенствованием правовой системы рынка капитала в Узбекистане.

Научная новизна исследования заключается в следующем:

обосновано внедрение новых видов субъектов как иностранные номинальные держатели, а также введение правил выпуска, размещения биржевых облигаций как альтернативный финансовый инструмент.

обоснована необходимость преобразования государственных предприятий и поощрения приватизации государственных предприятий путем размещения акций на местной фондовой бирже;

обоснована необходимость диверсификации существующих видов облигаций за счет введения новых видов таких как облигации сукук, введения ценных бумаг и других финансовых услуг, связанных с рынком капитала на основе исламских принципов финансирования;

разработана и обоснована новая теория “Синдром дефицита нравственных ценностей”, направленная на совершенствование теоретических основ рынка капитала;

обосновано создание электронной платформы на базе сайта Республиканской фондовой биржи «Ташкент», которая обеспечивает инвесторов необходимой доступной информацией.

обоснованы предложения по совершенствованию законодательство для создания самоуправляемого негосударственного объединения профессиональных участников рынка капитала и организации деятельности национальных рейтинговых агентств в сфере рынков капитала.

Внедрение результатов исследования. Научные результаты, полученные в ходе исследования, были использованы в следующем:

предложение о введение нового вида ценной бумаги как биржевая облигация, а также нового субъекта как иностранный номинальный держатель были использованы при разработке изменений и дополнений к Закону Республики Узбекистан «О рынке ценных бумаг» (в редакции от 3 июня 2015 года № ЗРУ-387, изменения и дополнения от 27 августа 2021 года в статью 3) (справка Сената Олий Мажлиса Республики Узбекистан № 28 от 25-марта 2022 года). Реализация данного предложения предоставляет дополнительные возможности для развития рынка капитала, увеличивает количество инструментов и предлагаемых финансовых услуг для инвесторов.

результаты исследования широко использовались при разработке Программы развития рынка капитала на 2021-2023 годы. В частности предложения по преобразованию государственных предприятий включено в Приложении 1 к Указу Президента Республики Узбекистан от 13 апреля 2021 года УП-6207 «О мерах по дальнейшему развитию рынок капитала» (справка

Министерства финансов Республики Узбекистан № 06/04-02-01-32/747 от 24-марта 2022 года). Это предложение, наряду с улучшением конкурентной среды на рынке капитала, послужит увеличению его объема и достижению целей, поставленных в Стратегии развития нового Узбекистана на 2022-2026 годы.

предложение о необходимости поощрения приватизации государственных предприятий посредством публичного размещения акций на местной фондовой бирже; диверсификация существующих видов облигаций за счет введения новых видов, таких как облигации сукук, включено в Приложении 1 к Указу Президента Республики Узбекистан от 13 апреля 2021 года УП-6207 «О мерах по дальнейшему развитию рынка капитала». (справка Министерства финансов Республики Узбекистан № 06/04-02-01-32/747 от 24-марта 2022 года). Это предложение, наряду с улучшением конкурентной среды на рынке капитала, послужит увеличению его объема и достижению целей, поставленных в Стратегии развития нового Узбекистана на 2022-2026 годы.

предложенная новая теория под названием «Синдром дефицита моральных ценностей», направленная на совершенствование теоретических основ рынка капитала, включена в пособие «Сравнительно-правовой ежегодник международного бизнеса» за 2021 год, изданный Wolters Kluwer. Кроме того, данное новшество используется при подготовке кадров бакалавриата Ташкентского государственного юридического университета, в частности, по модулю «Право рынка ценных бумаг» (справка Ташкентский государственный юридический университет от 10-марта 2022 года). Это предложение обеспечивает сбалансированную теоретическую базу для современного одностороннего подхода к правовому регулированию рынков капитала в мире.

предложение о создании электронной базы данных, открытой для всех инвесторов, на официальном сайте Республиканской фондовой биржи «Ташкент»; создание самоуправляемого общественного объединения профессиональных участников рынка капитала, представляющего интересы своих членов включено в Приложении 1 к Постановлению Президента Республики Узбекистан от 13 апреля 2021 года УП-6207 «О мерах для дальнейшего развития рынка капитала». (справка Министерства финансов Республики Узбекистан № 06/04-02-01-32/747 от 24-марта 2022 года). Предложение предоставляет инвесторам единый источник информации об имеющихся финансовых инструментах на рынке капитала и их состоянии, предусматривает совершенствование системы самоуправления на местах и служит для правового обеспечения деятельности национальных рейтинговых агентств.

предложения по созданию нормативно-правовой базы организации деятельности национальных рейтинговых агентств в сфере рынков капитала включено в Приложении 1 к Постановлению Президента Республики Узбекистан от 13 апреля 2021 года УП-6207 «О мерах для дальнейшего развития рынка капитала». (справка Министерства финансов Республики

Узбекистан № 06/04-02-01-32/747 от 24-марта 2022 года). Предложение предоставляет инвесторам единый источник информации об имеющихся финансовых инструментах на рынке капитала и их состоянии, предусматривает совершенствование системы самоуправления на местах и служит для правового обеспечения деятельности национальных рейтинговых агентств.

Структура и объем рассечения. Диссертация состоит из введения, шести глав, заключения, списка использованной литературы и приложений. Объем диссертации составляет 231 страниц.

ЭЪЛОН ҚИЛИНГАН ИШЛАР РЎЙХАТИ
СПИСОК ОПУБЛИКОВАННЫХ РАБОТ
LIST OF PUBLISHED WORKS

I бўлим (I часть; I part)

1. Narziev O.S. Securities Market Development in CIS Countries: Legislative and Regulatory Lessons from Kazakhstan, Russia, and Uzbekistan. Monograph. – Tashkent.: TSUL. 2021. – 155 p.

2. Narziev O. Securities Market Regulation Theories and Perspectives of their Improvement // Comparative Law Yearbook of International Business, Kluwer Law International BV, The Netherlands, Monograph. – 2022, January, – P. 197-218.

3. Narziev O. Comparative analysis of the securities market regulator's independence and organizational structure.// Journal of Marketing and emerging economies, 2022, v.2. – p. 1-8 (SJIF: 2022 Impact Factor – 6.945).

4. Нарзиев О.С. Дальнейшая реформа законодательства регулирующий рынок ценных бумаг Узбекистана // International Journal of Economy and Innovation, 2022, – p. 26-33 (SJIF: 2022 Impact Factor - 6.535).

5. Нарзиев О.С. Ўзбекистонда капитал бозорининг ҳуқуқий тизимини такомиллаштириш масалалари // ORIENTAL RENAISSANCE: INNOVATIVE, EDUCATIONAL, NATURAL AND SOCIAL SCIENCES, 2022, Volume 2, Issue 3, - P.1390-1400. (ISSN 2181-1784) (SJIF: 2022 Impact Factor - 5.947).

6. Нарзиев О.С. Капитал бозоридаги ваколатли органи ташкил этиш бўйича Япония тажрибаси // ORIENTAL RENAISSANCE: INNOVATIVE, EDUCATIONAL, NATURAL AND SOCIAL SCIENCES, 2022, Volume 2, Issue 3, - P.1382-1389. (ISSN 2181-1784) (SJIF: 2022 Impact Factor - 5.947)

7. Нарзиев О. Қимматли қоғозлар бозорини ҳуқуқий тартибга солиш бўйича Франция ва Польша тажрибалари // International Journal of Philosophical Studies and Social Sciences (ISSN: 2181-2039 (E)), 2022, Volume 2, - P. 26-33, (SJIF: 2022 Impact Factor – 5.562).

8. Нарзиев О. С. Rossiya va Qozog‘istonda davlat korxonalari ulushi va uning kapital bozoriga tasiri // International Journal of Philosophical Studies and Social Sciences, April 2022, - B.139–143. Retrieved from <https://ijpsss.iscience.uz/index.php/ijpsss/article/view/282> (SJIF: 2021 Impact Factor – 6.232).

9. Нарзиев О.С. Сунъий интеллектдан фойдаланишнинг ҳуқуқий масалалари // Одиллик мезони, 2022, 4-сон, - Б.8-9. (12.00.00 № 21).

10. Нарзиев О.С. Капитал бозорида робот маслаҳатчилардан фойдаланишнинг ҳуқуқий жиҳатлари // Ўзбекистон Республикаси Олий суди ахборотномаси, 2022, 3-сон, - Б.86-88. (12.00.00 №10).

11. Нарзиев О.С. Ўзбекистонда капитал бозорининг ҳуқуқий тизимини ривожлантириш истиқболлари // “ZAMONAVIY TA’LIM: MUAMMO VA YECHIMLARI” мавзусидаги кўп тармоқли Республика конференцияси, 2022, 1-сон, - Б. 200-203.

12. Narziev O. Legal status and regulatory structure of the capital market regulator // Наукові тренди постіндустріального суспільства: матеріали II Міжнародної наукової конференції (Т.1), м. Запоріжжя, 3 грудня, 2021 р. / Міжнародний центр наукових досліджень. — Вінниця: Європейська наукова платформа, 2021, – Р. 98-102.

13. Narziev O. Theoretical basis of independence of the state securities market regulator // Current issues of science, prospects and challenges (I International Scientific and Theoretical Conference), Volume I, Sydney 2021, – Р. 77-79.

14. Нарзиев О.С. Ўзбекистонда қимматли қоғозлар бозори ҳуқуқий асосларининг ривожланиш босқичлари // «XXI аср – интеллектуал ёшлар асри» Республика илмий ва илмий-назарий анжуман материаллари / – Тошкент: ЎЗР ФА, 2020. – Б. 327-330.

II бўлим (II часть; II part)

15. Нарзиев О.С. Капитал бозорида рақамли мол-мулкдан фойдаланишнинг ҳуқуқий масалалари // Ижтимоий фанларда инновация онлайн илмий журнали (ISSN - 2181-2594) / 2022, – Б. 152-155.

16. Нарзиев О.С. Капитал бозорини ҳуқуқий тартибга солиш зарурати ва умумий тавсифи // «XXI аср – интеллектуал ёшлар асри» Республика илмий ва илмий-назарий анжуман материаллари / – Тошкент: ЎЗР ФА, 2020. – Б. 332-

17. Нарзиев О.С. Правовой статус регулятора и структура регулирования рынка ценных бумаг // Наукові тренди постіндустріального суспільства: матеріали II Міжнародної наукової конференції (Т.1), м. Запоріжжя, 3 грудня, 2021 р. / Міжнародний центр наукових досліджень. — Вінниця: Європейська наукова платформа, 2021, – Р. 94-97.

18. Нарзиев О.С. Қимматли қоғозлар бозорининг ҳуқуқий асослари таҳлили: МДХ мамлакатлари мисолида. Involta Scientific Journal, 1(5) (ISSN 2181-2632), 2022, March, - Р. 19-26. <https://involta.uz/index.php/iv/article/view/98>.

Автореферат ТДЮУ “Юридик фанлар ахборотномаси – Вестник юридических наук – Review of Law Sciences” журнали тахририятида тахрирдан ўтказилиб, ўзбек, рус, инглиз тилларидаги матнлар ўзаро мувофиқлаштирилди.

Босишга рухсат этилди: 30.04.2022
Бичими: 60x84 1/16 «Times New Roman»
гарнитурда рақамли босма усулда босилди.
Шартли босма табағи 4,6. Адади 100. Буюртма: № 93
Тел: (99) 3832 99 79; (99) 817 44 54
Гувоҳнома reestr № 10-3279
“IMPRESS MEDIA” МЧЖ босмаҳонасида чоп этилди.
Манзил: Тошкент ш., Яккасарой тумани, Қушбеги кўчаси, 6 уй.