

AHOLINING QIMMATLI QOG‘OZLAR BOZORIDAGI ISHTIROKINI RAG‘BATLANTIRISHDA MOLİYAVIY TA’LIMNING O‘RNI

Hamidov Rushan Erkinovich

Buxoro davlat universiteti

Marketing va menejment kafedrasi o‘qituvchisi

Annotatsiya. *Tezisdaholining qimmatli qog‘ozlar bozoridagi ishtirokini rag‘batlantirishda moliyaviy ta’limning roli nazariy va amaliy jihatdan yoritilgan. Fond bozorida ishtirok etishni cheklovchi omillar tahlil qilinib, moliyaviy ta’limning investitsion xulq-atvorga ta’sir kanallari asoslangan, xorijiy tajriba umumlashtirilgan hamda O‘zbekiston sharoitida moliyaviy ta’lim tizimini takomillashtirish bo‘yicha takliflar ishlab chiqilgan.*

Kalit so‘zlar: *moliyaviy ta’lim, moliyaviy savodxonlik, qimmatli qog‘ozlar bozori, jismoniy shaxs investor, investitsion faollik, kapital bozori, xulq-atvor moliyasi.*

Abstract. *The paper examines the role of financial education in encouraging household participation in the securities market. Barriers to participation are analysed, the channels through which financial education affects investment behaviour are substantiated, foreign experience is summarised, and proposals for improving financial education in Uzbekistan are developed.*

Keywords: *financial education, financial literacy, securities market, retail investor, investment activity, capital market, behavioural finance.*

Jahonda uy xo‘jaliklari jamg‘armalarini fond bozoriga jalb etish iqtisodiyotni uzoq muddatli investitsiya resurslari bilan ta’minlashning muhim manbai hisoblanadi. Aholi mablag‘larining aksiya va obligatsiyalarga yo‘naltirilishi korxonalar uchun bank kreditiga muqobil moliyalashtirish manbaini yaratadi, fuqarolarga esa inflyatsiyadan himoyalalanish va iqtisodiy o‘shish samarasidan bahramand bo‘lish imkonini beradi. Portfel nazariyasiga ko‘ra, har bir jamg‘aruvchi riskni diversifikatsiya qilish orqali o‘z portfelining bir qismini riskli aktivlarga joylashtirishi foydali¹¹². Biroq amalda ko‘plab mamlakatlarda, ayniqsa rivojlanayotgan bozorlarda, aholining katta qismi fond bozorida umuman ishtirok etmaydi. Iqtisodiy adabiyotda bu hodisa “ishtirok jumbog‘i” (stock market participation puzzle) deb ataladi. Ushbu jumboqni tushuntirishga qaratilgan tadqiqotlar bir necha omilni ajratib ko‘rsatadi: bozorga kirish bilan bog‘liq qat’iy xarajatlar (axborot yig‘ish, hisob ochish, vaqt sarfi)¹¹³, bozorga va uning ishtirokchilariga bo‘lgan ishonch darajasi¹¹⁴, kognitiv qobiliyatlar¹¹⁵ hamda moliyaviy savodxonlik darajasi. So‘nggi omil ayniqsa muhim, chunki u boshqa omillardan farqli ravishda davlat siyosati va ta’lim orqali bevosita o‘zgartirilishi mumkin. M.

¹¹²Markowitz H. Portfolio Selection // The Journal of Finance. 1952. Vol. 7, No. 1. P. 77–91.

¹¹³Vissing-Jorgensen A. Towards an Explanation of Household Portfolio Choice Heterogeneity: Nonfinancial Income and Participation Cost Structures // NBER Working Paper. 2002. No. 8884.

¹¹⁴Guiso L., Sapienza P., Zingales L. Trusting the Stock Market // The Journal of Finance. 2008. Vol. 63, No. 6. P. 2557–2600.

¹¹⁵Grinblatt M., Keloharju M., Linnainmaa J. IQ and Stock Market Participation // The Journal of Finance. 2011. Vol. 66, No. 6. P. 2121–2164.

van Rooij, A. Lusardi va R. Alessie Niderlandiya uy xo‘jaliklari ma’lumotlari asosida moliyaviy bilimi past shaxslarning aksiyalarga sarmoya kiritish ehtimoli sezilarli darajada pastligini aniqlagan va teskari bog‘liqlikni nazorat qilgan holda ham bu natija saqlanib qolishini ko‘rsatgan¹¹⁶. A. Lusardi va O. Mitchell esa moliyaviy savodxonlikni jamg‘arish, pensiyani rejalashtirish va portfel tanlash qarorlarining asosiy omili sifatida asoslagan¹¹⁷. Xalqaro qiyosiy tadqiqotlar dunyo aholisining katta qismi foiz, inflyatsiya va riskni diversifikatsiya qilish kabi asosiy moliyaviy tushunchalarni yetarli darajada bilmasligini ko‘rsatmoqda¹¹⁸.

O‘zbekiston Respublikasida kapital bozorini rivojlantirish davlat siyosatining ustuvor yo‘nalishlaridan biriga aylandi. “Qimmatli qog‘ozlar bozori to‘g‘risida”gi Qonun¹¹⁹ qimmatli qog‘ozlar emissiyasi, muomalasi va investorlar huquqlarini himoya qilishning huquqiy asoslarini belgilagan. O‘zbekiston Respublikasi Prezidentining 2021-yil 13-apreldagi PF-6207-son Farmoni¹²⁰ kapital bozorini rivojlantirish, uning infratuzilmasini takomillashtirish va aholining investitsion faolligini oshirish vazifalarini qo‘ygan. 2022–2026-yillarga mo‘ljallangan Yangi O‘zbekistonning taraqqiyot strategiyasida¹²¹ esa davlat ishtirokidagi korxonalar aksiyalarini ommaviy joylashtirish (IPO/SPO) va fond bozorini rivojlantirish iqtisodiy islohotlarning muhim yo‘nalishi sifatida belgilangan.

Shunga qaramay, milliy fond bozorida jismoniy shaxs investorlarning faolligi hali yuqori emas. Aholi jamg‘armalari an‘anaviy ravishda bank depozitlari, ko‘chmas mulk, xorijiy valyuta va oltinda saqlanmoqda. Bunga bir qator omillar sabab bo‘lmoqda: fond bozorining likvidligi pastligi va moliyaviy instrumentlar tanlovining cheklanganligi, emitentlar dividend siyosati va axborot shaffofligiga nisbatan ishonchning yetarli emasligi, o‘tmishdagi xususiylashtirish tajribasi bilan bog‘liq salbiy tasavvurlar hamda, eng muhimi, aholining qimmatli qog‘ozlar, ularning daromadlilikligi va riski haqidagi bilimlarining cheklanganligi. Mazkur omillar bir-biri bilan chambarchas bog‘liq bo‘lib, bilim yetishmasligi ishonchsizlikni kuchaytiradi, ishonchsizlik esa bozorga kirishni yanada cheklaydi.

Mavzuni tahlil qilishda “moliyaviy ta’lim” va “moliyaviy savodxonlik” tushunchalarini farqlash muhim ahamiyatga ega. Adabiyotlarda ular ko‘pincha sinonim sifatida ishlatiladi, biroq bu metodologik chalkashlikka olib keladi. Muallif fikricha, moliyaviy ta’lim — shaxsda moliyaviy bilim, ko‘nikma, munosabat va mas’uliyatli moliyaviy xulq-atvorni shakllantirishga qaratilgan maqsadli, tizimli va uzluksiz jarayondir; moliyaviy savodxonlik esa ushbu jarayonning natijasi, ya’ni shaxsning moliyaviy qarorlarni ongli qabul qilish qobiliyatidir. Bu

¹¹⁶van Rooij M., Lusardi A., Alessie R. Financial Literacy and Stock Market Participation // Journal of Financial Economics. 2011. Vol. 101, No. 2. P. 449–472.

¹¹⁷Lusardi A., Mitchell O.S. The Economic Importance of Financial Literacy: Theory and Evidence // Journal of Economic Literature. 2014. Vol. 52, No. 1. P. 5–44.

¹¹⁸Klapper L., Lusardi A., van Oudheusden P. Financial Literacy Around the World: Insights from the Standard & Poor’s Ratings Services Global Financial Literacy Survey. Washington, DC: World Bank, 2015.

¹¹⁹O‘zbekiston Respublikasining “Qimmatli qog‘ozlar bozori to‘g‘risida”gi Qonuni. 03.06.2015 y., O‘RQ-387-son // Qonunchilik ma’lumotlari milliy bazasi (lex.uz).

¹²⁰O‘zbekiston Respublikasi Prezidentining “Kapital bozorini yanada rivojlantirish chora-tadbirlari to‘g‘risida”gi PF-6207-son Farmoni. 13.04.2021 y. // lex.uz.

¹²¹O‘zbekiston Respublikasi Prezidentining “2022–2026-yillarga mo‘ljallangan Yangi O‘zbekistonning taraqqiyot strategiyasi to‘g‘risida”gi PF-60-son Farmoni. 28.01.2022 y. // lex.uz.

farqlash amaliy ahamiyatga ega: davlat siyosati to‘g‘ridan-to‘g‘ri ta’lim jarayoniga ta’sir ko‘rsatadi, savodxonlik darajasi esa ushbu siyosat samaradorligini o‘lchash mezonini bo‘lib xizmat qiladi.

Moliyaviy ta’limning aholi fond bozoridagi ishtirokiga ta’siri bir necha o‘zaro bog‘liq kanal orqali namoyon bo‘ladi.

Birinchidan, bilim kanali. Aksiya, obligatsiya, investitsiya fondi, diversifikatsiya, inflyatsiya va murakkab foiz haqidagi bilimlar bozorga kirishning axborot xarajatlarini kamaytiradi. Moliyaviy bilimga ega shaxs uchun qimmatli qog‘ozlar “noma’lum va xavfli” narsa emas, balki jamg‘armani ko‘paytirishning tushunarli vositasiga aylanadi.

Ikkinchidan, ishonch kanali. Emitentlar, brokerlar, depozitariy va regulyator faoliyatini, investor huquqlarini himoya qilish mexanizmlarini tushunish bozorga bo‘lgan ishonchni oshiradi. Ishonch esa ishtirok qarorining mustaqil va kuchli omili hisoblanadi: bozorga ishonmaydigan shaxs yuqori daromad kutilganda ham investitsiya qilishdan tiyiladi.

Uchinchidan, riskni idrok etish kanali. Riskni to‘g‘ri baholay oladigan investor “hammasi yoki hech narsa” yondashuvi o‘rniga o‘z risk-profiliga mos, mo‘tadil va diversifikatsiyalangan portfel tuzadi. Bu esa qisqa muddatli narx tebranishlarida vahimaga tushib aktivlarni zarar bilan sotish ehtimolini kamaytiradi.

To‘rtinchidan, raqamli kanal. Mobil ilovalar va onlayn brokerlik xizmatlari bozorga kirish tannarxini keskin pasaytirdi. Biroq bu imkoniyatdan foydalanish raqamli moliyaviy savodxonlikni — elektron platformalar bilan ishlash, kiberxavfsizlik qoidalari va firibgarlik sxemalarini (masalan, “moliyaviy piramidalar”) farqlay olish ko‘nikmalarini talab etadi.

Beshinchidan, xulq-atvor kanali. Xulq-atvor moliyasi investorlarning tizimli og‘ishlarga moyilligini ko‘rsatadi: yo‘qotishdan qochish¹²², ortiqcha o‘ziga ishonch va haddan tashqari tez-tez savdo qilish¹²³, “podaga ergashish” va bozor ko‘pikchalariga berilish¹²⁴. Moliyaviy ta’lim bu og‘ishlarni anglashga yordam berib, aholining fond bozoriga birinchi kirishi salbiy tajriba bilan yakunlanishining oldini oladi. Bu ayniqsa yangi rivojlanayotgan bozorlar uchun muhim, chunki birinchi investitsiyadagi yo‘qotish ko‘pincha shaxsni bozordan butunlay uzoqlashtiradi.

Tadqiqotlar moliyaviy savodxonlik va fond bozorida ishtirok bo‘yicha gender tafovuti mavjudligini ham ko‘rsatadi: ayollarning bozordagi ishtiroki pastligining sezilarli qismi moliyaviy bilimlar darajasidagi farq bilan izohlanadi¹²⁵. Bu moliyaviy ta’lim dasturlarini ayollar, qishloq aholisi va yoshlar kabi guruhlariga alohida yo‘naltirish zarurligini asoslaydi.

Shu bilan birga, moliyaviy ta’limning imkoniyatlarini oshirib baholamaslik kerak. D. Fernandes, J. Lynch va R. Netemeyer meta-tahlili moliyaviy ta’lim tadbirlarining xulq-atvorga

¹²²Kahneman D., Tversky A. Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk // *Econometrica*. 1979. Vol. 47, No. 2. P. 263–291.

¹²³Barber B.M., Odean T. Boys Will Be Boys: Gender, Overconfidence, and Common Stock Investment // *The Quarterly Journal of Economics*. 2001. Vol. 116, No. 1. P. 261–292.

¹²⁴Shiller R.J. *Irrational Exuberance*. Princeton: Princeton University Press, 2000.

¹²⁵Almenberg J., Dreber A. Gender, Stock Market Participation and Financial Literacy // *Economics Letters*. 2015. Vol. 137. P. 140–142.

ta'siri kichik ekanini va vaqt o'tishi bilan tez susayishini ko'rsatgan¹²⁶. Keyinchalik T. Kaiser va hammualiflar tomonidan randomizatsiyalangan tajribalar asosida o'tkazilgan meta-tahlil esa ta'sir ijobiy va statistik ahamiyatli, ammo mo'tadil ekanini tasdiqlagan¹²⁷. Bundan muhim amaliy xulosa kelib chiqadi: bir martalik ma'rifiy tadbirlar va ommaviy aksiyalar yetarli emas. Ta'lim uzluksiz, maqsadli va shaxs real moliyaviy qaror qabul qiladigan paytga yaqin (“o'z vaqtida beriladigan ta'lim” — just-in-time education) tashkil etilganda eng yuqori samara beradi.

Xorijiy tajriba moliyaviy ta'limni kapital bozorini rivojlantirish siyosati bilan uyg'unlashtirish samaradorligini ko'rsatadi. OECD va uning Moliyaviy ta'lim bo'yicha xalqaro tarmog'i (INFE) ko'plab mamlakatlarga moliyaviy ta'lim bo'yicha milliy strategiyalarni qabul qilish va aholining moliyaviy savodxonligini yagona metodika asosida muntazam o'lchashni tavsiya etadi¹²⁸. Buyuk Britaniyada moliyaviy farovonlik bo'yicha 2020–2030-yillarga mo'ljallangan milliy strategiya doirasida Pul va pensiyalar xizmati (Money and Pensions Service) faoliyat yuritadi. Yaponiyada soliqdan ozod investitsiya hisobvaraqlari (NISA) tizimi 2024-yildan kengaytirilgani bilan bir vaqtda moliyaviy ta'lim bo'yicha maxsus davlat tashkiloti — J-FLEC tashkil etildi, ya'ni soliq rag'batlari va ta'lim bir paketda qo'llanilmoqda. Qozog'istonda “Xalq IPO” dasturi doirasida yirik davlat kompaniyalari aksiyalari aholiga taklif etilib, joylashtirishlar keng tushuntirish kompaniyalari bilan birga olib borilgan. Ushbu tajribalarning umumiy xulosasi shundan iboratki, moliyaviy ta'lim aniq investitsion imkoniyat (soliq imtiyozlari, ommaviy joylashtirish) bilan birga taqdim etilganda aholi xulq-atvoriga eng kuchli ta'sir ko'rsatadi.

Yuqoridagi tahlil asosida O'zbekiston sharoitida aholining qimmatli qog'ozlar bozoridagi ishtirokini rag'batlantirish maqsadida moliyaviy ta'lim tizimini takomillashtirish bo'yicha quyidagi takliflarni ilgari suramiz:

— aholining maqsadli guruhlarini (maktab o'quvchilari, talabalar, ishlovchi aholi, tadbirkorlar, pensiya yoshdagilar) uchun mazmuni va shakli bo'yicha tabaqalashtirilgan moliyaviy ta'lim dasturlarini ishlab chiqish va joriy etish;

— oliy ta'lim muassasalarining barcha ta'lim yo'nalishlarida “Shaxsiy moliya va investitsiyalar asoslari” fanini tanlov fani sifatida o'qitish, iqtisodiy yo'nalishlarda esa amaliy birja simulyatsiyalarini o'quv jarayoniga kiritish;

— birja va investitsiya vositachilari ishtirokida “investor maktablari”ni tashkil etish, har bir ommaviy joylashtirish (IPO/SPO) oldidan emitent, instrument va risklar haqida sodda tilda tayyorlangan tushuntirish materiallari bilan aholi o'rtasida kompaniyalar o'tkazish;

— moliyaviy ta'lim kontentini brokerlik mobil ilovalariga integratsiya qilish, yangi investorlar uchun virtual (demo) savdo rejimi va birinchi bitim oldidan qisqa o'quv moduli yaratish;

¹²⁶Fernandes D., Lynch J.G., Netemeyer R.G. Financial Literacy, Financial Education, and Downstream Financial Behaviors // Management Science. 2014. Vol. 60, No. 8. P. 1861–1883.

¹²⁷Kaiser T., Lusardi A., Menkhoff L., Urban C. Financial Education Affects Financial Knowledge and Downstream Behaviors // Journal of Financial Economics. 2022. Vol. 145, No. 2. P. 255–272.

¹²⁸OECD. OECD/INFE 2023 International Survey of Adult Financial Literacy. Paris: OECD Publishing, 2023.

— foizli daromaddan tiyiladigan aholi qatlamlari uchun sukuk va shariat talablariga mos investitsiya fondlari haqida alohida ta’lim modullarini ishlab chiqish, bu orqali aholining keng qatlamini bozorga jalb etish;

— moliyaviy ta’limni soliq rag‘batlari (masalan, uzoq muddatli investitsiyalar daromadlarini soliqdan ozod qiluvchi individual investitsiya hisobvaraqlari) bilan birgalikda qo‘llash;

— aholining moliyaviy savodxonlik darajasini OECD/INFE metodikasi asosida muntazam o‘lchab borish hamda ta’lim dasturlari natijadorligini (bilim darajasi, investor hisobvaraqlari soni, investitsiyalarni ushlab turish muddati) shu indikatorlar orqali baholash.

Xulosa qilib aytganda, moliyaviy ta’lim aholining qimmatli qog‘ozlar bozoridagi ishtirokini rag‘batlantirishning zarur, biroq yetarli bo‘lmagan sharti hisoblanadi.

U bozorga kirish xarajatlarini kamaytiradi, ishonchni oshiradi, riskni to‘g‘ri baholash va xulq-atvor og‘ishlaridan saqlanish imkonini beradi. Biroq uning samarasi investor huquqlarini himoya qilish, emitentlar axborot shaffofligi, moliyaviy instrumentlar tanlovini kengaytirish va bozor infratuzilmasini rivojlantirish bilan uyg‘unlashgandagina to‘liq namoyon bo‘ladi.

Shu sababli moliyaviy ta’lim alohida ma’rifiy tadbir sifatida emas, balki kapital bozorini rivojlantirish strategiyasining ajralmas tarkibiy qismi sifatida qaralishi va uning natijadorligi o‘lchanadigan indikatorlar orqali muntazam baholanishi lozim.

FOYDALANILGAN ADABIYOTLAR RO‘YXATI:

1. Fernandes, D., Lynch, J. G., Jr., & Netemeyer, R. G. (2014). Financial literacy, financial education, and downstream financial behaviors. *Management Science*, 60(8), 1861–1883. <https://doi.org/10.1287/mnsc.2013.1849>
2. Kaiser, T., Lusardi, A., Menkhoff, L., & Urban, C. (2022). Financial education affects financial knowledge and downstream behaviors. *Journal of Financial Economics*, 145(2), 255–272. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2021.09.022>
3. Kaiser, T., & Menkhoff, L. (2017). Does financial education impact financial literacy and financial behavior, and if so, when? *The World Bank Economic Review*, 31(3), 611–630. <https://doi.org/10.1093/wber/lhx018>
4. Lusardi, A. (2019). Financial literacy and the need for financial education: Evidence and implications. *Swiss Journal of Economics and Statistics*, 155, Article 1. <https://doi.org/10.1186/s41937-019-0027-5>
5. Lusardi, A., & Mitchell, O. S. (2014). The economic importance of financial literacy: Theory and evidence. *Journal of Economic Literature*, 52(1), 5–44. <https://doi.org/10.1257/jel.52.1.5>
6. Lusardi, A., & Mitchell, O. S. (2023). The importance of financial literacy: Opening a new field. *Journal of Economic Perspectives*, 37(4), 137–154. <https://doi.org/10.1257/jep.37.4.137>
7. Organisation for Economic Co-operation and Development. (2023). OECD/INFE 2023 international survey of adult financial literacy (OECD Business and Finance Policy Papers No. 39). OECD Publishing. <https://doi.org/10.1787/56003a32-en>

8. van Rooij, M., Lusardi, A., & Alessie, R. (2011). Financial literacy and stock market participation. *Journal of Financial Economics*, 101(2), 449–472. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2011.03.006>
9. von Gaudecker, H.-M. (2015). How does household portfolio diversification vary with financial literacy and financial advice? *The Journal of Finance*, 70(2), 489–507. <https://doi.org/10.1111/jofi.12231>
10. Xia, T., Wang, Z., & Li, K. (2014). Financial literacy overconfidence and stock market participation. *Social Indicators Research*, 119(3), 1233–1245. <https://doi.org/10.1007/s11205-013-0555-9>