



# INNOVATSION IQTISODIYOT

*Ilmiy-amaliy elektron jurnal*

**2026**

**№10**

**ИННОВАЦИОННАЯ ЭКОНОМИКА**

Научно-практический электронный журнал

**INNOVATIVE ECONOMY**

Scientific and practical electronic journal



Indexlanadigan bazalar:  Google Scholar  Crossref  OpenAIRE  CYBERLENIKA



# INNOVATION IQTISODIYOT

ILMIY-AMALIY  
ELEKTRON JURNAL

10-jild  
10-son  
Oktyabr, 2026

ИННОВАЦИОННАЯ  
ЭКОНОМИКА  
Научно-практический  
электронный журнал

INNOVATIVE ECONOMY  
Electronic scientific and  
practical journal



## INNOVATSION IQTISODIYOT

### ILMIY-AMALIY ELEKTRON JURNAL

ISSN: 3030-315X

globalsciencehub.uz

#### Muassis:

**Qarshi davlat texnika universiteti**

**Tahririyat Kengashi raisi:**

R.X.Ergashev, iqtisodiyot fanlari doktori, professor

**Tahririyat Kengashi raisi o‘rinbosari:**

S.N.Xamrayeva, iqtisodiyot fanlari doktori, professor

#### Mas’ul muharrir:

N.A.Ochilova, PhD, dotsent

#### Texnik muharrir:

S.J.Qulmurotov

*Jurnal har oyda bir marotaba elektron shaklda jurnalning rasmiy sayti orqali nashr etiladi.*

#### Tahririyat manzili:

180100, Qarshi shahri, Mustaqillik ko‘chasi 225-uy Tel.:

+998 (75) 221 09 23

+998 (93) 902 72 63

Faks: +998 (75) 221 1395

innoeconomic@kstu.uz

“Innovatsion iqtisodiyot” ilmiy - amaliy elektron jurnali O‘zbekiston Respublikasi Oliy ta’lim, fan va innovatsiyalar vazirligi huzuridagi **Oliy attestatsiya komissiyasi rayosatining 2025-yil 5-apreldagi 369-sonli qarori** bilan milliy ilmiy nashrlar ro‘yxatiga kiritilgan.

**Jurnalda quyidagi ruknlar asosida maqolalar nashr etiladi:**

1. Nazariya va metodologiya
2. Raqamli iqtisodiyot
3. Mintaqa va tarmoqlar iqtisodiyoti
4. Kichik biznes va xususiy tadbirkorlik
5. Inson kapitali iqtisodiyoti
6. Menejment va marketing
7. Buxgalteriya hisobi, iqtisodiy tahlil va audit
8. Moliya, kredit va investitsiya
9. Ekonometrika va statistika
10. Xizmat ko‘rsatish va turizm sohasi

#### TAHRIRIYAT KENGASHI:

##### Tahririyat Kengashining xalqaro a'zolari:

Ovchinnikov Viktor Nikolayevich - i.f.d., professor, akademik (Janubiy Federal Universitet, Rossiya)

Solodovnikov Sergiy Yurevich - i.f.d., professor (Belorussiya milliy texnika universiteti)

Sidorov Viktor Aleksandrovich - i.f.d., professor, (Kuban davlat universiteti)

Shevchenko Igor Viktorovich - i.f.d., professor (Kuban davlat universiteti, Rossiya)

Kusainov Xalel Xaymullievich - i.f.d., professor, akademik (Qozog‘iston Respublikasi Milliy fanlar akademiyasi)

Samandarzoda Iskandar Hakim - Iqtisodiyot fanlari doktori (Sh.Shotemur nomidagi Tojikiston agrar universiteti)

Gibadullin Artur Arturovich - i.f.n. dotsent (Milliy tadqiqot universiteti, Moskva energetika instituti, Rossiya)

Sergey Aleksandrovich Voynash - ilmiy xodim (P.Lumumbi nomidagi Rossiya xalqlar do‘stligi universiteti)

Valentina Nikolayevna Pulyayeva - iqtisod fanlari nomzodi, dotsent (Rossiya Federatsiyasi hukumati qoshidagi Moliya universiteti)

Dmitriy Evgenievich Morkovkin, iqtisod fanlari nomzodi, dotsent (Moliya universiteti, Rossiya Federatsiyasi hukumati)

Sadriddinov Manuchehr Islomiddinovich - i.f.d., professor, (Tojikiston Respublikasi Milliy fanlar Akademiyasi)

Perskaya Viktoriya Vadimovna - i.f.d., professor, (Rossiya Federatsiyasi hukumati huzuridagi Moliya universiteti)

Molchanov Igor Nikolayevich - i.f.d., professor, (Lomonosov nomidagi Moskva davlat universiteti)

Basova Mariya Mixaylovna - i.f.d., professor, (Rossiya Federatsiyasi hukumati huzuridagi Moliya universiteti)

Aleksandr Leonidovich Chupin, iqtisod fanlari nomzodi (P.Lumumbi nomidagi Rossiya xalqlar do‘stligi universiteti)

Nezamaykin Valeriy Nikolayevich - i.f.d., professor, (Rossiya davlat gumanitar universiteti)

Nikonorova Alla Vladimirovna - i.f.n., dotsent, (Rossiya Federatsiyasi hukumati huzuridagi Moliya universiteti)

Dmitriyeva Olga Aleksandrovna - i.f.n., dotsent, (Rossiya Federatsiyasi hukumati huzuridagi Moliya universiteti)

Shvets Yuriy Yuryevich - i.f.n., dotsent, (Rossiya Fanlar akademiyasining Nazorat fanlari instituti)

Kolosova Yelena Valeryevna - i.f.n., dotsent, (Plexanov nomidagi Rossiya iqtisodiyot universiteti)

##### Tahririyat Kengashi a'zolari:

Gulyamov Saidaxror Saidaxmedovich - i.f.d., professor, akademik

Pardayev Mamayunus Qarshiboyevich - i.f.d., professor

Navruz-zoda Baxtiyor Negmatovich - i.f.d., professor

Xatamov Ochildi Qurbonovich - i.f.d., professor

Fayziyeva Shirin Shodmonovna - i.f.n., professor

Jumayeva Gulrux Jo‘raqulovna - i.f.n., professor

Egamberdiyeva Salima Raimovna - i.f.n., dotsent

Erkayeva Gulbahor Panjiyevna - i.f.n., professor

Yakubova Shamshinur Shuxratovna - i.f.d., (DSc) dotsent

Amirqulov Shuhrat Olimovich - i.f.f.d., (PhD), dotsent

Samiyeva Gulnoza Toxirovna - i.f.f.d., (PhD), dotsent

Ubaydullayev G‘ayrat Zuvaytovich - i.f.n., dotsent

Xo‘jaqulova Nigora Rustamovna - i.f.f.d., (PhD), dotsent

Turobov Sherzod Alisherovich - i.f.f.d., (PhD), dotsent

Alimova Munisa Yulchiyevna - i.f.f.d. (PhD) dotsent

Ergasheva Nasiba Raxmatullayevna - i.f.d., (DSc), dotsent

Boboqulov Sanjar Baxromkulovich - i.f.f.d., (PhD), dotsent

Djalilov Raxmonkul Hamidovich - i.f.f.d., (PhD), dotsent

Nomazov Baxrom Bobomurodovich - i.f.f.d. (PhD) dotsent

Alimxanova Nigora Alimxanovna - i.f.f.d. (PhD) dotsent

Jonuzokov Mirzabek Kulmamatovich - i.f.f.d. (PhD), dotsent

Muxammadiyeva Yulduz Yusupovna - i.f.f.d. (PhD) dotsent

Xo‘janova Gulshoda Otamurodovna - i.f.f.d. (PhD) dotsent

Tursunova Aziza Xoshimovna - i.f.f.d. (PhD)

Xolliyev Sherali Baxtiyorovich - i.f.f.d. (PhD)

Panjiyev Samijon Aliqulovich - PhD, dotsent



## ИННОВАЦИОННАЯ ЭКОНОМИКА

### Научно-практический электронный журнал

ISSN: 3030-315X

globalsciencehub.uz

**Учредитель:**

**Каршинский государственный технический  
университет**

**Председатель редакционного совета:**

Р.Х.Эргашев, доктор экономических наук, профессор

**Заместитель председателя редакционного совета:**

С.Н.Хамраева, доктор экономических наук,  
профессор

**Ответственный редактор:**

Н.А.Очилова, PhD, доцент

**Технический редактор:**

С.Ж.Кулмуротов

Журнал издается один раз в месяц в  
электронной форме и публикуется через  
официальный сайт журнала.

*Адрес редакции:*

180100, г. Карши, ул. Мустакиллик, дом 225

Тел: +998 (75) 221 09 23

+998 (93) 902 72 63

Факс: +998 (75) 221 1395

E-mail: [innoeconomic@kstu.uz](mailto:innoeconomic@kstu.uz)

Научно-практический электронный журнал  
«Инновационная экономика» включён в перечень  
национальных научных изданий на основании  
решения Президиума Высшей аттестационной  
комиссии при Министерстве высшего образования,  
науки и инноваций Республики Узбекистан от 5  
апреля 2025 года № 369.

**В журнале публикуются статьи по  
следующим рубрикам:**

1. Теория и методология
2. Цифровая экономика
3. Экономика регионов и отраслей
4. Малый бизнес и частное  
предпринимательство
5. Экономика человеческого капитала
6. Менеджмент и маркетинг
7. Бухгалтерский учет, экономический анализ и  
аудит
8. Финансы, кредит и инвестиции
9. Эконометрика и статистика
10. Сфера услуг и туризм

#### Редакционная коллегия:

##### Международные члены Совета редколлегии:

Овчинников Виктор Николаевич - д.э.н., профессор, академик  
(Южный федеральный университет, Россия)

Солодовников Сергей Юрьевич - д.э.н., профессор  
(Белорусский национальный технический университет)

Виктор Александрович Сидоров - д.э.н., профессор,  
(Кубанский государственный университет)

Шевченко Игорь Викторович - д.э.н., профессор (Кубанский  
государственный университет)

Кусаинов Халел Хаймуллович - д.э.н., профессор, академик  
(НААН Республика Казахстан)

Самандарзода Искандар Хаким - д.э.н., профессор  
(Таджикистанский аграрный университет им. Ш.  
Шотемура)

Гибатуллин Артур Артурович - к.э.н., доцент  
(Национальный исследовательский университет  
«Московский энергетический институт»)

Войнаш Сергей Александрович - научный сотрудник  
(Российского университета дружбы народов имени  
П.Лумумби)

Пуляева Валентина Николаевна - к.э.н., доцент  
(Финансовый университет при Правительстве РФ)

Морковкин Дмитрий Евгеньевич - к.э.н., доцент  
(Финансовый университет Правительство РФ)

Садриддинов Манучехр Исламиддинович - д.э.н.,  
профессор (Национальная академия наук Республики  
Таджикистан)

Перская Виктория Вадимовна - д.э.н., профессор  
(Финансовый университет при Правительстве РФ)

Молчанов Игорь Николаевич - д.э.н., профессор (Московский  
государственный университет имени М.В. Ломоносова)

Басова Мария Михайловна - д.э.н., профессор  
(Финансового университета Российской Федерации)

Чупин Александр Леонидович - к.э.н. (Российского  
университета дружбы народов имени П. Лумумби)

Незаймакин Валерий Николаевич - д.э.н., профессор (РГТУ)

Никонорова Алла Владимировна - к.э.н., доцент  
(Финансового университета Российской Федерации)

Дмитриева Ольга Александровна - к.э.н., доцент  
(Финансового университета Российской Федерации)

Швец Юрий Юрьевич - к.э.н., доцент (Институт проблем  
управления РАН)

Колосова Елена Валерьевна - к.э.н., доцент (Российский  
экономический университет имени Г.В. Плеханова)

##### Члены Совета редколлегии:

Гулямов Саидхорр Саидхмедович - д.э.н., профессор,  
академик

Пардаев Мамаюнус Каршибоевич - д.э.н., профессор

Навруз-заде Бахтиёр Негматович - д.э.н., профессор

Хатамов Очилди Курбонович - д.э.н., профессор

Файзиева Ширин Шодмоновна - к.э.н., профессор

Жумаева Гулрух Журакуловна - к.э.н., профессор

Эгамбердиева Салима Раимовна - к.э.н., доцент

Эркаева Гулбахор Панжиевна - к.э.н., профессор

Якубова Шамишнур Шухратовна - д.э.н. (DSc), доцент

Амиркулов Шухрат Олимович - д.ф.э.н. (PhD), доцент

Самиева Гулноза Тохировна - д.ф.э.н. (PhD), доцент

Убайдуллаев Гайрат Зувайтович - к.э.н., доцент

Ходжакулова Нигора Рустамовна - д.ф.э.н. (PhD), доцент

Туробов Шерзод Алишиерович - д.ф.э.н. (PhD), доцент

Алимова Муниса Юлчиевна - д.ф.э.н. (PhD), доцент

Эргашева Насиба Рахматуллаевна - д.э.н. (DSc), доцент

Бобокулов Санжар Бахромкулович - д.ф.э.н. (PhD), доцент

Джалилов Рахмонкул Хамидович - д.ф.э.н. (PhD), доцент

Номазов Бахром Бобомуродович - д.ф.э.н. (PhD), доцент

Алимханова Нигора Алимхановна - д.ф.э.н. (PhD), доцент

Жонузов Мирзабек Кулмаматович - д.ф.э.н. (PhD), доцент

Мухаммадиева Юлдуз Юсуповна - д.ф.э.н. (PhD), доцент

Ходжанова Гулшода Отамуродовна - д.ф.э.н. (PhD), доцент

Турсунова Азиза Хошимовна - д.ф.э.н. (PhD)

Холлиев Шерали Бахтиёрович - д.ф.э.н. (PhD)

Панжиев Самижон Аликулович - PhD, доцент



# MILLIY INDEKS ETFINI YARATISH ORQALI O'ZBEKISTON FOND BOZORIDA AHOLI ISHTIROKINI KENGAYTIRISH: XORIJIY MAMLAKATLAR TAJRIBASI

*Alikulov Azamat Tuygunovich*

## СОЗДАНИЕ НАЦИОНАЛЬНОГО ИНДЕКСНОГО ETF КАК ИНСТРУМЕНТ РАСШИРЕНИЯ УЧАСТИЯ НАСЕЛЕНИЯ НА ФОНДОВОМ РЫНКЕ УЗБЕКИСТАНА: ЗАРУБЕЖНЫЙ ОПЫТ

*Аликулов Азамат Туйгунович*

## CREATING A NATIONAL INDEX ETF TO EXPAND HOUSEHOLD PARTICIPATION IN UZBEKISTAN'S STOCK MARKET: INTERNATIONAL EXPERIENCE

*Azamat Tuygunovich Alikulov*

**Annotatsiya.** Mazkur maqolada O'zbekiston fond bozorida aholining investitsiyaviy ishtirokini kengaytirish maqsadida milliy aksiyalar indeksiga asoslangan birja investitsiya fondi — ETFni tashkil etish imkoniyatlari o'rganilgan. Tadqiqotda xorijiy olimlarning ETFlarning diversifikatsiya, xarajatlar, chakana investorlar xulq-atvori va barqaror moliyalashtirishga ta'siriga oid ishlari, AQSH, Finlandiya, Hindiston hamda Qozog'iston tajribasi qiyosiy tahlil qilingan. O'zbekiston fond birjasining 2026-yil birinchi yarim yillik ko'rsatkichlari, amaldagi investitsiya fondlari haqidagi qonunchilik va milliy indeksning xususiyatlari asosida birjada sotib olinishi mumkin bo'lgan indeks portfeli uchun tashkiliy model taklif etilgan. Tadqiqot natijalariga ko'ra, milliy indeks ETFni joriy etish uchun indeksdagi aksiyalarning real likvidligi, market-meyker ishtiroki, sof aktivlar qiymatini oshkor etish, fond xarajatlarning shaffofligi hamda aholi uchun qulay investitsiya kanallarini birgalikda shakllantirish talab qilinadi. Shuningdek, uchta shartli ssenariy bo'yicha jamg'armalarning fond bozoriga yo'naltirilishi hisoblangan. Natijalar prognoz sifatida emas, taklif etilayotgan mexanizmning iqtisodiy miqyosini baholovchi model sifatida talqin etilgan.

**Kalit so'zlar:** milliy indeks, ETF, fond bozori, chakana investor, diversifikatsiya, likvidlik, investitsiya fondi, kapital bozori.

**Аннотация.** В статье исследуются возможности создания биржевого инвестиционного фонда (ETF), отслеживающего национальный индекс акций, для расширения участия населения на фондовом рынке Узбекистана. На основе сравнительного анализа научной литературы и опыта США, Финляндии, Индии и Казахстана рассмотрены преимущества диверсификации, особенности поведения частных инвесторов и инфраструктурные ограничения ETF. С использованием опубликованных данных Ташкентской республиканской фондовой биржи за первое полугодие 2026 года и законодательства об инвестиционных и паевых фондах предложена модель инвестиционно доступного индекса и соответствующего фонда. Выявлено, что результативность ETF зависит не только от наличия фондового индекса, но и от ликвидности базовых активов, института маркет-мейкеров, прозрачного расчёта стоимости чистых активов, защиты инвесторов и снижения транзакционных расходов. Приведены условные сценарные расчёты возможного привлечения регулярных сбережений населения. Полученные оценки имеют модельный характер и не являются прогнозом доходности или объёма фактических инвестиций.

**Ключевые слова:** национальный индекс, ETF, фондовый рынок, частный инвестор, диверсификация, ликвидность, инвестиционный фонд, рынок капитала.

**Abstract.** This study examines the feasibility of introducing a national equity index exchange-traded fund (ETF) to broaden household participation in Uzbekistan's stock market. It reviews academic evidence on ETF diversification, costs, retail investor behavior and sustainable finance, and compares experiences in the United States, Finland, India and Kazakhstan. Drawing on publicly reported first-half 2026 market indicators of the Tashkent Republican Stock Exchange and Uzbekistan's investment fund legislation, the paper proposes an investable index and



ETF operating framework. The analysis indicates that an existing market index alone is insufficient: underlying-stock liquidity, market making, transparent net asset value calculation, effective investor protection and accessible distribution channels are also necessary. Three illustrative scenarios quantify the potential mobilization of household savings under explicitly stated assumptions. The scenarios are not forecasts and do not imply guaranteed returns. The article concludes with staged implementation recommendations and measurable indicators for evaluating the viability of a national index ETF.

**Keywords:** national index, exchange-traded fund, stock market, retail investors, diversification, liquidity, investment fund, capital market.

## KIRISH

O'zbekistonda kapital bozorini rivojlantirish borasida so'nggi yillarda amalga oshirilayotgan islohotlar korporativ qimmatli qog'ozlarni muomalaga chiqarish, aksiyadorlik jamiyatlari faoliyatining ochiqligini oshirish va jismoniy shaxslarni investitsiya jarayonlariga jalb qilish uchun yangi imkoniyatlarni yuzaga keltirmoqda. Shunga qaramay, aholi jamg'armalarining fond bozori orqali iqtisodiyotga yo'naltirilishi hali keng ko'lamli amaliyotga aylangan, deb aytish qiyin. Buning sabablaridan biri fond birjasidagi savdolarga kirayotgan shaxs uchun qaysi aksiya tanlanishi, tavakkalchilik qanday taqsimlanishi va sotib olingan qimmatli qog'ozni zarur vaqtda sotish mumkinligi bilan bog'liq savollarning murakkabligi bilan bog'liq. Mazkur masalalar bo'yicha oddiy va tushunarli investitsiya mahsulotining mavjud bo'lishi alohida ahamiyat kasb etadi.

Avvalgi tadqiqotlarimizda mamlakatdagi IPO jarayonlari hamda fond bozori savdo natijalari tahlil qilinib, likvidlikning cheklanganligi, korporativ shaffoflik va investorlarning xabardorlik darajasi bozor rivojiga ta'sir etuvchi omillar sifatida ko'rsatilgan [1; 2]. Ushbu xulosalar milliy indeks ETFni tashkil etish g'oyasining mantiqiy davomi hisoblanadi. Chunki IPOlar fond bozorida yangi qimmatli qog'ozlar taklifini shakllantirsa, indeksga bog'langan fond mazkur aksiyalarga bo'lgan tarqoq talabni jamlash va chakana investor uchun kichik summalar orqali bir nechta emitentning natijasida qatnashish imkonini berishi mumkin.

ETF (Exchange-Traded Fund) birjada aksiyalar kabi sotib olinadigan va odatda oldindan belgilangan indeksning tarkibi hamda daromadlilikini kuzatishga intiladigan investitsiya fondidir. Uning ulushini sotib olgan shaxs indeks tarkibidagi aksiyalarga bevosita egalik qilmaydi, balki ushbu portfelga ega fondning ulushiga nisbatan huquqqa ega bo'ladi. Bu farq investorlarning mulkiy huquqi, dividendlarning taqsimlanishi va tavakkalchilikni to'g'ri tushinishda muhimdir [8; 11].

Maqolaning maqsadi — xorijiy ilmiy tadqiqotlar va amaliy tajriba asosida O'zbekiston fond bozorining o'ziga xos sharoitlarini hisobga oluvchi milliy indeks ETFni shakllantirish bo'yicha iqtisodiy va institutsional mexanizm ishlab chiqishdir. Bunda uchta masalaga e'tibor qaratildi: birinchidan, ETFning aholi ishtiroki va investitsiya portfeliga ta'siri; ikkinchidan, milliy indeksdan amalda sotib olish mumkin bo'lgan indeks portfeliga o'tish; uchinchidan, fondni ishga tushirish bosqichlari, xarajatlari va nazorat ko'rsatkichlarini aniqlash. Tadqiqot doirasida ETFning O'zbekistonda

aynan ushbu shaklda hozir faoliyat yuritayotgani haqidagi tasdiqlanmagan taxminlardan foydalanilmadi.

## ADABIYOTLAR SHARHI

ETFlarning iqtisodiy xususiyatlari xorijiy adabiyotlarda, odatda, uch yo'nalishda o'rganiladi: indeks investitsiyasining xarajat va diversifikatsiya afzalliklari, chakana investorlarning amaldagi xatti-harakati hamda birja fondlarining likvidlik va narx shakllanishiga ta'siri. M.I.Mazumder (2014) ETFni ochiq turdagi investitsiya fondiga xos portfel tuzilishi bilan birjada kun davomida oldi-sotdi qilinishi imkoniyatini birlashtiruvchi mahsulot sifatida ta'riflaydi. U vakolatli ishtirokchilar tomonidan ulushlar paketini yaratish va qaytarish tartibi fond ulushi narxini sof aktivlar qiymatiga yaqinlashtirishini ko'rsatadi [8]. Shundan kelib chiqib, ETFning oddiy aksiyadan farqi faqat uning tarkibidagi bir nechta qimmatli qog'ozda emas, balki narx muvozanatini ta'minlaydigan maxsus mexanizmga ham bog'liqligi ayon bo'ladi.

Nyukorong (2020) tadqiqotida ETFlarning xarajatlari nisbatan pastligi, ochiqligi va diversifikatsiya imkoniyatlari bilan bir qatorda, investorning maqsadi, tavakkalchilikka munosabati va investitsiya muddati ahamiyatli ekani ta'kidlangan [11]. Mazkur qarash O'zbekiston uchun ham muhim: ETFni aholiga taklif etish o'z-o'zidan uning to'g'ri qo'llanishini kafolatlamaydi. Agar investor fond ulushini tez-tez sotib-sotishga, bozorni oldindan topishga yoki qisqa davrdagi o'sishni muntazam daromad sifatida baholashga moyil bo'lsa, past boshqaruv xarajatlarning afzalligi brokerlik to'lovlari hamda noto'g'ri savdo qarorlari ta'sirida kamayishi mumkin.

Wu, Westerholm va Wang (2026) Finlandiyadagi 524 181 nafar investorning 2007–2022-yillardagi ma'lumotlarini o'rganib, ilk bor ETFdan foydalangan investorlarda riskni hisobga olgan daromadlilik yaxshilanishini aniqlagan. Ularning tahlilida OMXH25 indeksiga bog'langan fond asosiy ETF sifatida olingan; kuzatilgan ijobiy natijalar riskning yo'qolishini emas, balki portfelning nisbatan yaxshi diversifikatsiyalanganini va moliyaviy inqiroz davrlarida chidamliligini anglatadi [13]. Mazkur natijani mahalliy sharoitga mexanik ko'chirish mumkin emas: Finlandiya bozori bilan O'zbekiston bozorining likvidligi, investitsiya madaniyati va institutlari farq qiladi.

Atamanchuk, Qureshi va Weinberg (2025) tomonidan tayyorlangan AQSH Investitsiya kompaniyalari instituti (ICI) hisobotida ETFga egalik qiluvchi xonadonlar soni 2005-yilda 1,0 milliondan 2024-yilda 16,9 millionga yetgani, 2025-yil iyun oyida AQSH ETFlarining jami sof aktivlari 11,5 trillion dollarga teng bo'lgani keltirilgan [3]. Hisobot ETF bozorining kengayishini xarajatlarning kamayishi,



moliyaviy maslahatchilar faoliyati, indeks investitsiyasiga o'tish va sotib olish-sotish mexanizmining rivojlanishi bilan izohlaydi. Bunda ko'lamning o'zi universal natija emas, ETF ommaviylashishi uchun yaratilgan tashkiliy shartlarning muhimligi e'tiborga molik.

Marín-Rodríguez, González-Ruíz va Botero (2025) yashil va barqaror ETFlar haqidagi ilmiy ishlarga bibliometrik yondashib, ekologik, ijtimoiy va korporativ boshqaruv (ESG) mezonlari fond strategiyasining alohida yo'nalishiga aylanganini ko'rsatadi. Mualliflar standartlarning bir xil emasligi, joriy etish xarajatlari va investorlar ta'limining yetarli bo'lmashligini muhim cheklovlar sifatida qayd etgan [7]. Demak, O'zbekistonda milliy ETFning dastlabki bosqichida asosiy vazifa — shaffof, xarajati o'lchanadigan keng bozor portfelini yaratish. ESGga oid alohida indeksni joriy qilish esa emitentlar bo'yicha ishonchli ma'lumotlar shakllangach keyingi bosqichda ko'rib chiqilishi maqsadga muvofiq.

Amaliy xorijiy tajribada Hindiston va Qozog'iston misollari alohida qiziqish uyg'otadi. Hindiston Milliy fond birjasi ma'lumotlariga ko'ra, mamlakatda Nifty 50 indeksini kuzatadigan ilk ETF

2002-yilda listingga chiqarilgan va shu orqali keng indeksni bitta birja instrumenti sifatida sotib olish imkoniyati yuzaga kelgan [10]. Qozog'istonning KASE birjasi esa 2026-yil 10-apreldan mahalliy KASE indeksiga bog'langan KASXf hamda pul bozori va davlat qimmatli qog'ozlari indeksiga asoslangan MBM\_f fondlari savdosini boshlagan; keyinroq BCC Invest ushbu fondlar uchun market-meyker maqomini olgan [5; 6]. Ushbu ikki tajriba fond indeksi, aktivlarni boshqaruvchi tashkilot va savdoni qo'llab-quvvatlovchi ishtirokchi o'rtasidagi aloqani institutsional jihatdan ko'rsatib beradi.

Ko'rib chiqilgan ilmiy ishlarda ETFlarning umumiy samarasi yetarlicha yoritilgan bo'lsa-da, nisbatan past likvidlikdagi rivojlanayotgan fond bozorida mavjud kompozit indeksni chakana investor bevosita sotib olishi mumkin bo'lgan indeks mahsulotiga aylantirish masalasi alohida o'rganishni talab etadi. Mazkur maqolaning ilmiy-amaliy jihatdan yangiligi aynan shu bog'liqlikni — indeks metodologiyasi, fond tuzilishi, likvidlikni ta'minlash va aholining kichik jamg'armalarini jalb qilishni — yagona modelda ko'rib chiqishdan iborat.

### 1-jadval.

ETF bo'yicha asosiy xorijiy tadqiqotlar va O'zbekiston uchun ahamiyati<sup>154</sup>

| Muallif/manba                        | Asosiy natija                                                                         | Mahalliy bozor uchun xulosa                                            |
|--------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------|
| Mazumder (2014) [8]                  | ETF ulushlarini yaratish/qaytarish narxni NAVga yaqinlashtiradi                       | Vakolatli ishtirokchi, depozitariy va bozor-meyker mexanizmi zarur     |
| Nyukorong (2020) [11]                | Investor maqsadi, risk va muddati natijaga ta'sir qiladi                              | Moliyaviy savodxonlik va xarajatlar oshkoraligi zarur                  |
| Wu va boshq. (2026) [13]             | Finlandiyada 524 181 investor; ETF qo'llanishida riskka moslangan natija yaxshilangan | Natijalar bozor infratuzilmasiga bog'liq; mahalliy sinov talab etiladi |
| Atamanchuk va boshq. (2025) [3]      | AQSHda 2024-yili ETFga ega 16,9 mln xonadon                                           | Ommaviylik qulay tarqatish va arzon mahsulot bilan bog'liq             |
| Marín-Rodríguez va boshq. (2025) [7] | Barqaror ETFlar rivojlangan, ESG ma'lumotlarida cheklovlar bor                        | Yashil ETFni keyingi bosqichda, ishonchli ma'lumotga tayanib yaratish  |

### TADQIQOT METODOLOGIYASI

Tadqiqotda ma'lumotlar va hujjatlar tahlili, qiyoslash, tavsifiy statistika, normativ-huquqiy tahlil, institutsional modellashtirish hamda ssenariy usullaridan foydalanildi. Ilmiy adabiyotlar ETFning ishlash tamoyillari va investorlar uchun keltiradigan natijalarini baholashga, AQSH, Finlandiya, Hindiston va Qozog'iston tajribasi esa turli bozor sharoitlarida uning joriy etilish xususiyatlarini aniqlashga xizmat qildi. O'zbekiston bo'yicha empirik asos sifatida 2026-yil birinchi yarim yillik savdo ko'rsatkichlari, mamlakat fond indeksiga oid ochiq axborot va "Investitsiya va pay fondlari to'g'risida"gi Qonun qoidolari olindi [4; 12].

Tadqiqotning cheklovi shundan iboratki, muallif ixtiyorida bozor ishtirokchilarining individual hisobvaraqlari, aksiyalar kesimidagi kundalik buyurtmalar chuqurligi, erkin muomaladagi aksiyalar soni va fondlar xarajatlarning auditdan o'tgan to'liq

bazasi mavjud emas. Shu sababli maqolada ETF yaratishdan keyingi daromadlilik yoki aholi sonining o'sishi bo'yicha sababiy-ekonometrik baho berilmadi. Tavsiya etilgan ko'rsatkichlar ilmiy asoslangan loyiha mezonlari, ssenariylar esa shartli hisob-kitoblar sifatida ifodalandi.

Investitsiya qilinadigan indeksning i-emitenti uchun dastlabki vazn erkin muomaladagi aksiyalar qiymatiga mos aniqlanishi mumkin:  $w(i) = \frac{FFMC(i)}{\sum FFMC(j)}$ . Bu yerda FFMC — erkin muomaladagi aksiyalar soni va ularning bozor narxi ko'paytmasi. Bunday yondashuv bozor kapitallashuvi katta, lekin aksiyalarining asosiy qismi muomalaga chiqmagan kompaniyalarning indeksdagi ta'sirini cheklaydi. Hisoblangan vaznlar bir emitent va sektor bo'yicha belgilangan yuqori chegaralar bilan qayta muvozanatlashtirilishi lozim. Mazkur formulalar amaldagi UCI hisoblash qoidasi sifatida emas, ETFga

<sup>154</sup> Manba: Muallif tomonidan ko'rsatilgan xorijiy tadqiqotlar asosida tuzildi.

<https://globalsciencehub.uz/index.php/IE/uz>



mos alohida investitsion indeks uchun muallif taklifi sifatida berilmoqda.

Fondning bir ulushga to'g'ri keluvchi sof aktivlar qiymati  $NAV(t) = [\sum q(i,t) \times P(i,t) + C(t) - L(t)] / N(t)$  orqali hisoblanadi. Bu yerda  $q$  — portfeldagi aksiyalar soni,  $P$  — baholash narxi,  $C$  — pul mablag'lari,  $L$  — majburiyatlar,  $N$  — muomaladagi fond ulushlari soni. ETF narxining NAVdan og'ishi  $d(t) = [P(ETF,t) - NAV(t)] / NAV(t) \times 100$  foiz ko'rsatkich bilan baholanadi. Kuzatish xatosi esa fond va indeksning bir xil davriy daromadliliklari farqining standart og'ishi orqali aniqlanishi mumkin. Mazkur ko'rsatkichlar joriy

etilgan fondning faoliyati davrida baholanadi; ular haqida hozirdanoq haqiqiy natija berish mumkin emas.

#### TAHLIL VA NATIJALAR

AQSH tajribasi fondning keng tarqalishi ko'p yillik institutsional rivojlanish bilan bog'liq ekanini ko'rsatadi. ICI ma'lumotlari asosida tayyorlangan 1-rasmga ko'ra, ETFga ega xonadonlar soni 2005-yildagi 1 milliondan 2024-yilda 16,9 millionga yetgan. Shu bilan birga, AQSHning moliya bozori hajmi va daromadlar tarkibi O'zbekistondan keskin farqlangani bois mazkur ko'rsatkichlar aholi ishtirokining kelgusi sur'atlarini prognoz qilish uchun foydalanilmadi.



1-rasm. AQSHda ETFga egalik qiluvchi xonadonlar sonining o'zgarishi<sup>155</sup>, mln.

Finlandiya bo'yicha o'rganilgan ishning ahamiyatli jihati investitsiya mahsulotining bozor indeksini kuzatish bilan cheklanmasdan, individual investorning real portfelidagi risk va natijani hisobga olganidir [13]. O'zbekiston uchun bu yondashuvdan kelib chiqadigan amaliy vazifa — ETF sotib olgan investorlar sonini alohida KPI sifatida qayd etish bilan birga ularning portfelni uzoq ushlab turishi, tranzaksiya xarajatlari va foydalanuvchi shikoyatlarini ham nazorat qilishdir.

Qozog'iston tajribasining muhim jihati esa mahalliy indeksga bog'langan fond ulushlari, fond boshqaruvchisi, birja listingi va bozor-meyker institutining bir mexanizmga birlashtirilganidir. KASE indeksini kuzatuvchi KASXf va konservativ aktivlarga yo'naltirilgan MBM\_f fondlari 2026-yil aprelida birja savdosiga chiqarilgan; ularning bozor-meykeri sifatida BCC Invest belgilangan [5; 6]. Bunda 2018-yildan KASEga aloqador xorijda ro'yxatdan o'tgan ETF tajribasi ham mavjud bo'lgan, shuning uchun 2026-yildagi loyihani birjada ETF mutlaqo birinchi marta paydo bo'ldi, deb emas, mahalliy KASE indekslari asosidagi yangi fondlar bosqichi sifatida baholash to'g'ri bo'ladi.

Hindiston tajribasida esa indeksga bog'langan mahsulotlar tizimli ravishda oddiy brokerlik infratuzilmasi bilan bog'langan. Nifty 50 indeksini

kuzatuvchi ilk ETFning 2002-yilda tashkil qilinishi va keyingi yillarda mahsulot turlarining kengayishi chakana investorni qimmatli qog'ozlar savdosiga jalb qilish uchun indeksning tanish va tushunarli bo'lishi ham muhimligini bildiradi [9; 10]. Shu bois O'zbekiston uchun milliy indeks ETFni murakkab moliyaviy instrument emas, fond bozoriga bosqichma-bosqich kirish imkonini beruvchi sodda jamg'arma mahsuloti sifatida tushuntirish maqsadga muvofiq.

Tadqiqot natijalariga ko'ra, O'zbekiston sharoitida milliy ETFni joriy etish uchun mavjud UCI indeksini fond portfeliga avtomatik ko'chirishdan ko'ra, "UCI Investable" deb nomlanishi mumkin bo'lgan, investitsiya qilishga yaroqli aksiyalar to'plamini mustaqil metodologiya asosida shakllantirish taklif qilinadi. Mazkur nom va loyiha hozirgi rasmiy moliyaviy mahsulot emas, balki maqola doirasida ishlab chiqilgan taklifdir. Indeks tarkibiga kirish uchun aksiyalarning faol savdo kunlari ulushi, erkin muomala ko'lami, ma'lumotlarning oshkor qilinishi va muomala cheklovleri tekshiriladi. Emitentning faqat kapitallashuvi katta bo'lgani uning avtomatik ravishda ushbu indeksga kiritilishiga asos bo'lmasligi lozim.

Dastlabki pilot loyihada, agar tanlash mezonlarini qanoatlantiruvchi yetarli emitent bo'lsa, sakkiz-o'n ikkita likvid aksiya bilan ish boshlash mumkin. Bir emitentning maksimal ulushini 20 foiz, bir sohaning

<sup>155</sup> Manba: ICI (2025) hisobotidagi 2-rasm ma'lumotlari asosida muallif tomonidan qayta tuzildi [3].

<https://globalsciencehub.uz/index.php/IE/uz>



umumiy ulushini 35 foizdan oshirmaslik va vaznlarni chorakda bir marta qayta ko'rib chiqish dastlabki taklif sifatida baholanadi. Ushbu parametrlar amaldagi normativ chegaralar emas; ularning maqbulligi tarixiy ma'lumotlar bo'yicha qayta hisoblash va bozor

ishtirokchilari bilan muhokamadan so'ng aniqlanadi. Agar mavjud aksiyalar yuqoridagi mezonlardan o'tmasa, mahsulotni sun'iy ravishda ishga tushirish o'rniga uni yaratish uchun sharoit tayyorlash maqsadga muvofiq.

3-jadval.

O'zbekistonda milliy indeks ETFni tashkil etish modeli<sup>156</sup>

| Element                 | Taklif etilayotgan mexanizm                                                                     | Kutilayotgan vazifa                                        |
|-------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------|
| Bazaviy indeks          | Erkin muomaladagi kapitallashuv va likvidlik bo'yicha "UCI Investable" pilot indeksi            | Portfelni amalda takrorlash mumkinligini ta'minlash        |
| Fondning huquqiy shakli | Investitsiya yoki pay fondiga oid mavjud huquqiy shakllarning mosligini ekspertizadan o'tkazish | ETFga xos yaratish/qaytarish rejimini qonuniy aniqlash     |
| Portfel chegarasi       | Pilotda 8–12 emitent (talabga javob bersa); bir emitent $\leq 20\%$ ; sektor $\leq 35\%$        | Konsentratsiya riskini cheklash                            |
| Fond boshqaruvi         | Litsenziyal yoki vakolatli boshqaruvchi va alohida aktivlar hisobi                              | Manfaatlar to'qnashuvi hamda operatsion riskni kamaytirish |
| Likvidlik               | Kamida bir market-meyker; buyurtma hajmi va spread bo'yicha shart                               | Investorning ikkilamchi bozordan chiqish imkoniyati        |
| Baholash                | Kunlik NAV, ochiq portfel tarkibi, imkon bo'lsa intraday indikativ qiymat                       | Birja narxi va aktivlar qiymatini solishtirish             |
| Yaratish/qaytarish      | Dastlab pul orqali, infratuzilma tayyorlangach aktivlar savati bilan hisob-kitob                | ETF narxini NAVga yaqinlashtirish                          |
| Chakana savdo           | Oddiy broker ilovasi, kichik birlik narxi, xarajatlar pasporti                                  | Aholining kichik jamg'armalarini jalb etish                |

Huquqiy jihatdan 2015-yil 25-avgustdagi O'RQ-392-son "Investitsiya va pay fondlari to'g'risida"gi Qonunda investitsiya fondi, pay fondi va investitsiya paylari tushunchalari, aktivlarni hisobga olish hamda axborotni oshkor etish talablari belgilangan [12]. Biroq mazkur qonunda ko'rsatilgan investitsiya fondi va pay fondi mexanizmlari mavjudligining o'zi bozor-meyker ishtirokida indeks ETF ulushlarini birjada uzluksiz yaratish va qaytarish bo'yicha barcha talablar avtomatik tartibga solinganini anglatmaydi. Shuning uchun loyiha doirasida bozor operatori, vakolatli davlat organi, depozitariy, professional boshqaruvchi hamda brokerlar ishtirokida mahsulotning huquqiy va hisob-kitob rejimini alohida sinovdan o'tkazish lozim.

Ikkinchi masala — ETF narxi bilan undagi aksiyalar qiymati o'rtasidagi tafovut. Asosiy qimmatli qog'ozlar likvidligi sust bo'lsa, market-meyker kotirovkalari ham keng spread bilan shakllanishi mumkin; buning oqibatida fond ulushi indeksi o'sgan paytda ham investor uchun savdo xarajatlari yuqori bo'lib qoladi.

Mazumder (2014) hamda ICI (2025) ishlarida qayd etilgan yaratilish va qaytarilish mexanizmi aynan shu muammoni yumshatishga qaratilgan [3; 8]. Shu bois milliy ETF rentabelligini uning indeksga yaqinligi, kunlik kotirovkalari, spreadi va bozor-meyker faoliyati bilan birgalikda tahlil qilish zarur.

ETF tashkil etilishi bilan aholining fond bozoriga qancha mablag' kiritishini mavjud statistikadan bevosita hisoblab bo'lmaydi. Biroq mahsulotning iqtisodiy ko'lamini dastlabki baholash uchun muntazam kichik jamg'armalarning to'planishiga asoslangan shartli ssenariy tuzish mumkin. Hisoblash  $A = n \times m \times 12$  formulasi orqali bajarildi: bunda  $n$  — yil davomida bir xil miqdorda mablag' yo'naltiruvchi ishtirokchilar soni,  $m$  — har bir ishtirokchining oylik badali. Barcha ssenariylarda yil davomida mablag' kiritish uzluksiz davom etishi, mablag'ni qaytarib olish, bozor narxining o'zgarishi, dividend va komissiyalar hisobga olinmasligi faraz qilindi.

<sup>156</sup> Manba: Muallif taklifi; xalqaro tashkiliy yondashuvlar [3; 8] va O'zbekiston qonunchiligi [12] asosida ishlab chiqildi.

Milliy indeks ETFIGa muntazam investitsiyalar bo'yicha shartli ssenariylar<sup>157</sup>

| Ssenariy   | Investorlar soni | Oylik badal, so'm | 12 oylik jami, mlrd so'm |
|------------|------------------|-------------------|--------------------------|
| Ehtiyotkor | 2 000            | 100 000           | 2,4                      |
| Bazaviy    | 5 000            | 200 000           | 12,0                     |
| Kengayish  | 10 000           | 300 000           | 36,0                     |

Jadvaldan ko'rinadiki, bazaviy ssenariyda 5 ming nafar shaxsning oyiga 200 ming so'mdan mablag' ajratishi 12 oy davomida 12 mlrd so'm yalpi badal shakllanishini bildiradi. Aynan shuncha mablag' fondning sof aktivlari qiymati bo'ladi, degan xulosa qilish to'g'ri emas: real qiymat qimmatli qog'ozlar narxining o'zgarishi, fondga kirish va chiqish, xarajatlar hamda to'lov davriyligiga bog'liq. Ushbu hisob-kitobning ilmiy-amaliy ahamiyati shundaki, fond bozoriga katta miqdordagi yagona investitsiya hisobidan emas, muntazam kichik badallar orqali ham talab shakllantirish imkoniyati mavjudligi ko'rsatilmoqda.

Fond foydalanuvchilar uchun arzon hisoblanishi faqat past boshqaruv to'loviga bog'liq emas. Investorning yakuniy xarajati fondning yillik boshqaruv va boshqa operatsion xarajatlari ulushi, broker komissiyasi, hisobvaraqqa xizmat ko'rsatish to'lovi va savdo spredini qamrab oladi. Shu bois fondni ishga tushirishdan oldin barcha xarajatlar yagona "investor xarajatlari pasporti"da ko'rsatilishi, turli ishtirok miqdori va ushlab turish muddatlari bo'yicha oddiy misollar berilishi lozim. Likvidlik yetishmagan sharoitda arzonga boshqariladigan ETF ham savdoda qimmatga tushishi mumkinligi alohida tushuntirilishi zarur.

Olingan natijalar milliy indeks ETFni yaratishning asosiy foydasi investorlarning aksiyalarni mustaqil saralash jarayonini soddalashtirishida ekanini ko'rsatadi. Biroq birjada sotiladigan bir nechta aksiyaning bitta fondga jamlanishi bozor riskini bartaraf etmaydi. Fond qiymati indeks tarkibidagi kompaniyalar faoliyati, makroiqtisodiy sharoit va bozor kayfiyatiga mos ravishda pasayishi mumkin. Bundan tashqari, bir tarmoq yoki yirik emitentlar indeksi egallab olgan sharoitda diversifikatsiya faqat nomigagina mavjud bo'lib qoladi. Shu sababli indeks bo'yicha erkin muomala ulushi va vazn chegaralari fond mahsulotidan oldin shakllantirilishi zarur.

Xorijiy tadqiqotlar bilan taqqoslaganda, Finlandiyada kuzatilgan riskka moslangan daromadlilikning yaxshilanishi [13] ETFning kuchli tomonlarini ko'rsatadi, lekin O'zbekistonda ham ayni darajadagi samara kuzatilishini asoslamaydi. Aksincha, bazaviy bozor ma'lumotlari aksiyalarning real likvidligi va narx shakllanishiga alohida e'tibor qaratish zarurligini bildiradi. Shu ma'noda KASEning market-meyker ishtirokiga tayanadigan modeli [6] aholi uchun kichik xaridlar va sotish jarayonlarini yo'lga qo'yishda AQSHdagi ulkan bozor miqyosidan ko'ra amaliy jihatdan yaqinroq yo'nalish hisoblanadi.

Barqaror investitsiyalar masalasida ham bosqichma-bosqich yondashuv ma'qul. ESG bo'yicha maxsus talablarga javob beruvchi korxonalar haqidagi ma'lumotlar to'liq bo'lmagan sharoitda ilk ETFni "yashil" deb nomlash ilmiy va investor huquqlarini himoya qilish nuqtayi nazaridan o'rinli bo'lmaydi. Marin-Rodríguez va hammualiflari ko'rsatganidek, barqaror ETFlar uchun ma'lumotlarning solishtirilishi va baholash mezonlarining oshkorligi muhim [7]. Keyingi bosqichda xolis korporativ ma'lumotlar yetarli bo'lgach, milliy indeksning barqaror rivojlanish mezonlariga asoslangan alohida variantini ishlab chiqish mumkin.

Tadqiqot doirasida shakllantirilgan modelning eng muhim cheklovi — fondning likvidlik ehtiyoji bilan bazaviy aksiyalarning muomala chuqurligi o'rtasidagi bog'liqlikdir. Agar bozor-meykerning sotib olish va sotish majburiyati hamda fond ulushlarini NAVga yaqinlashtirish mexanizmi ishlamasa, aholi uchun qulay ko'ringan mahsulot narx tafovutini kuchaytirishi mumkin. Shu sababli ETFni joriy etish bo'yicha qaror taqdimotlar yoki xorijiy tajribadagi o'sish ko'rsatkichlari asosida emas, pilot davridagi narx og'ishi, spread va buyurtmalarni bajarish ulushi kabi amaliy mezonlar bo'yicha qabul qilinishi lozim.

Mazkur ish indeksli investitsiyaning mavjud bozor uchun tashkiliy modelini taklif etadi, ammo aholi xulq-atvoriga sababiy ta'sirini empirik o'lchamaydi. Kelgusi tadqiqotlarda eksperimental investitsiya dasturlari, brokerlarning anonimlashtirilgan foydalanuvchi ma'lumotlari, aksiyalar kesimidagi savdo hajmlari va investorlar so'rovnomalari asosida fondga kirish motivlari hamda tavakkalchilik ko'rsatkichlarini chuqurroq baholash mumkin.

#### XULOSA VA TAKLIFLAR

O'tkazilgan tahlillar O'zbekiston fond bozorida milliy indeks ETFni joriy etish aholi jamg'armalarini kapital bozoriga jalb qilishning istiqbolli mexanizmlaridan biri bo'lishi mumkinligini ko'rsatdi. Mazkur instrument alohida aksiyalarni tanlash bilan bog'liq axborot va tashkiliy to'siqlarni kamaytirishi, kichik summalaridagi mablag'larni diversifikatsiyalangan portfelga yo'naltirish imkonini yaratishi mumkin. Biroq indeksning mavjudligi, birja savdolarining o'sishi yoki xorijiy ETFlarning muvaffaqiyati mahalliy fondga avtomatik ravishda yuqori daromadlilik shakllanishini kafolatlamaydi.

Birinchidan, Toshkent Respublika fond birjasi doirasida erkin muomaladagi aksiyalar qiymati va kundalik likvidlikka asoslangan investitsiya qilishga yaroqli milliy indeks metodologiyasini ishlab chiqish

<sup>157</sup> Manba: Muallifning shartli hisob-kitobi. Bu ma'lumotlar statistik prognoz emas; fond qiymatining o'sishi yoki investitsiya daromadini anglatmaydi.



zarur. UCI axborot indikatorini to'g'ridan to'g'ri takrorlash o'rniga, birinchi navbatda amalda sotib olinishi mumkin bo'lgan aksiyalar savati aniqlanishi kerak. Indeks tarkibi, emitent va sektor limitlari hamda qayta muvozanatlashtirish qoidalari ochiq e'lon qilinishi lozim.

Ikkinchidan, investitsiya va pay fondlari to'g'risidagi amaldagi qonunchilik hamda birja hisob-kitob tizimi doirasida ETFning huquqiy shakli, fond ulushlarini yaratish va qaytarish mexanizmi, aktivlarni saqlash va investorlarga axborot oshkor qilish tartibi bo'yicha alohida tartibiy ekspertiza o'tkazish maqsadga muvofiq. Xalqaro tajribani o'zlashtirish milliy qonunchilik talablariga mos keladigan amaliy yechimlar ishlab chiqish bilan birga olib borilishi kerak.

Uchinchidan, milliy indeks ETFning dastlabki savdolarini market-meyker ishtirokida cheklangan pilot shaklida yo'lga qo'yish, NAV va savdo narxi o'rtasidagi og'ishlarni muntazam e'lon qilib borish tavsiya etiladi. Pilotni baholashda fond ulushlarining kunlik savdo hajmi, o'rtacha spread, NAVdan og'ish, indeksni kuzatish xatosi hamda investorlarning fondni uzoq muddat ushlab turish ko'rsatkichlaridan foydalanish mumkin.

To'rtinchidan, aholining bozorga kirishini kengaytirishda oddiy mobil brokerlik interfeysi, kichik nominaldagi ulushlar va xarajatlarning to'liq ko'rsatilishi bilan bir qatorda moliyaviy savodxonlik dasturlarini kuchaytirish lozim. Investor ETFni kafolatlangan daromadli omonat bilan tenglashtirmasligi, fond narxi pasayishi, sotish vaqtida narx tafovutlari yuzaga kelishi mumkinligini yaxshi bilishi kerak.

Beshinchidan, milliy indeks ETFning amaliy natijalari bo'yicha yetarli kuzatuv ma'lumotlari yig'ilgach, sektor indekslari va barqaror rivojlanish mezonlariga asoslangan fondlar yaratish masalasi ko'rib chiqilishi mumkin. Natijada indeks investitsiyasi aholining fond bozoridagi ishtirokini kengaytirish, jamg'armalarni korporativ sektor tomon yo'naltirish va bozor infratuzilmasini rivojlantirishga xizmat qiluvchi izchil mexanizmga aylanishi mumkin.

#### FOYDALANILGAN ADABIYOTLAR RO'YXATI

1. Alikulov, A. T. (2025). O'zbekistonda IPOlarni tashkil etish jarayonlari tahlili. Yashil iqtisodiyot va taraqqiyot, 9, 518–521. <https://yashil-iqtisodiyot-taraqqiyot.uz>
2. Alikulov, A. T. (2025). Analysis of stock market trading results in Uzbekistan. Science and Innovation, 4(11), 21–26. <https://doi.org/10.5281/zenodo.17606350>
3. Atamanchuk, I., Qureshi, H., & Weinberg, J. (2025). A close look at exchange-traded funds and their

investors. ICI Research Perspective, 31(7). <https://www.ici.org/files/2025/per31-07.pdf>

4. Interfax. (2026, August 4). Tashkent Stock Exchange sees trading volume drop 42.2% in H1. <https://interfax.com/newsroom/top-stories/118598/>

5. Kazakhstan Stock Exchange. (2026, April 9). Starting from April 10, trading in ETF KZPF00000983 (KASXf) and KZPF00000991 (MBM\_f) will open on KASE.

<https://kase.kz/en/information/news/show/1563992>

6. Kazakhstan Stock Exchange. (2026, April 14). BCC Invest is assigned the status of a market maker on KASE for KASXf and MBM\_f ETFs. <https://kase.kz/en/information/news/show/1564267>

7. Marín-Rodríguez, N. J., González-Ruiz, J. D., & Botero, S. (2025). Towards new strategies for investing: Insights on sustainable exchange-traded funds (ETFs). World, 6(1), Article 8. <https://doi.org/10.3390/world6010008>

8. Mazumder, M. I. (2014). Investing in exchange traded funds. Applied Finance Letters, 3(2), 16–23.

9. National Institute of Securities Markets. (2023). Understanding ETF. <https://www.nism.ac.in/revamp-nism/understanding-etf/>

10. National Stock Exchange of India. (n.d.). About ETFs. <https://www.nse.in/static/products-services/about-etfs>

11. Nyukorong, R. (2020). Exchange-traded funds: What you need to know? European Scientific Journal, 16(19), 1–27. <https://doi.org/10.19044/esj.2020.v16n19p1>

12. O'zbekiston Respublikasi. (2015, 25-avgust; 2026-yilgi tahrir). "Investitsiya va pay fondlari to'g'risida"gi O'RQ-392-son Qonun. <https://lex.uz/uz/acts/-2731863>

13. Wu, Z., Westerholm, P. J., & Wang, Z. (2026). Diversification or distortion? The role of ETFs in retail investor portfolios and performance. Journal of Financial Stability, 83, 101514. <https://doi.org/10.1016/j.jfs.2026.101514>

#### Muallif(lar) haqida / Сведения об авторе / Author details

Alikulov Azamat Tuygunovich Axborot texnologiyalari va menejment universiteti, "Iqtisodiyot" kafedrasini mudiri, DSc, dotsent / Аликулов Азамат Туйгунович — заведующий кафедрой «Экономика» Университета информационных технологий и менеджмента, DSc, доцент / Azamat Tuygunovich Alikulov — Head of the Economics Department, University of Information Technologies and Management, DSc, Associate Professor

E-mail: [azamat1441@mail.ru](mailto:azamat1441@mail.ru)



**INNOVATION**  
**IQTISODIYOT**  
**ILMIY-AMALIY ELEKTRON**  
**JURNAL**

ISSN: 3030-315X



[t.me/kstu\\_uz](https://t.me/kstu_uz)



Qarshi shahri,  
Mustaqillik ko'chasi 225



[www.kstu.uz](http://www.kstu.uz)  
[www.ojs.kstu.uz](http://www.ojs.kstu.uz)