MOLIYA BOZORIDAGI AXBOROT ASIMMETRIYASINI KAMAYTIRISHDA INSTITUTSIONAL MEDIANING ROLI

THE ROLE OF INSTITUTIONAL MEDIA IN REDUCING INFORMATION ASYMMETRY IN FINANCIAL MARKETS

Muallif: Gulnora Abdurahmonova [1]
Affiliyatsiya: Toshkent davlat iqtisodiyot universitetining ilmiy ishlar va innovatsiyalar bo'yicha prorektori, iqtisodiyot fanlari doktori, professor [1]
DOI: https://doi.org/10.5281/zenodo.23529375

ANNOTATSIYA

Mazkur maqolada moliya bozoridagi axborot asimmetriyasini kamaytirishda institutsional medianing roli tadqiq etiladi. Axborot asimmetriyasining nazariy asoslari – "limonlar bozori", signal berish, kredit cheklovi va samarali bozor gipotezasi hamda Grossman–Stiglits paradoksi asosida moliya bozorida axborotning tengsiz taqsimlanishi oqibatlari tahlil qilinadi. Institutsional media tushunchasi emitentlarning majburiy axborot oshkor qilish tizimlari, biznes va moliyaviy jurnalistika, reyting agentliklari va tahlilchilar hamda regulyatorlarning kommunikatsiyasini qamrab oluvchi tizim sifatida asoslanadi. Ularning har biri axborot asimmetriyasining qaysi shaklini kamaytirishi va qanday xatarlar tug'dirishi tasniflanadi. O'zbekistonda qimmatli qog'ozlar bozorida axborotni oshkor qilishning huquqiy asoslari hamda 2026-yildagi Milliy investitsiya jamg'armasining xalqaro birlamchi joylashtiruvi misolida mahalliy va xorijiy investorlar o'rtasidagi axborot tafovuti ko'rib chiqiladi. Axborot asimmetriyasini o'lchash ko'rsatkichlari va institutsional media rolini kuchaytirishga doir takliflar ishlab chiqiladi.

Kalit so'zlar: axborot asimmetriyasi, moliya bozori, institutsional media, axborotni oshkor qilish, moliyaviy jurnalistika, kapital bozori, investorlar huquqlarini himoya qilish, birlamchi ommaviy joylashtirish, bozor shaffofligi

ABSTRACT

This article examines the role of institutional media in reducing information asymmetry in financial markets. Drawing on the market for lemons, signaling, credit rationing, the efficient market hypothesis and the Grossman–Stiglitz paradox, it analyzes the consequences of the unequal distribution of information in financial markets. The concept of institutional media is substantiated as a system comprising mandatory issuer disclosure, business and financial journalism, rating agencies and analysts, and regulators' communication, and the forms of asymmetry each of them reduces and the risks each poses are classified. The legal framework for disclosure in Uzbekistan's securities market is considered, together with the information gap between domestic and foreign investors in the 2026 international initial public offering of the National Investment Fund. Indicators for measuring information asymmetry and proposals for strengthening the role of institutional media are developed.

Keywords: information asymmetry, financial market, institutional media, information disclosure, financial journalism, capital market, investor protection, initial public offering, market transparency

Moliya bozorining samarali ishlashi bozor ishtirokchilarining aktivlar qiymati haqida ishonchli axborotga ega boʻlishiga bogʻliq. Biroq amalda axborot ishtirokchilar oʻrtasida notekis taqsimlanadi: emitent oʻz moliyaviy holatini investordan, bank esa oʻz risklarini omonatchidan yaxshiroq biladi, yirik institutsional investorlar esa tahlil va ma'lumotlar bazalariga xususiy investorlarga qaraganda kengroq kirish imkoniyatiga ega. Ana shu tengsizlik – axborot asimmetriyasi kapitalning qimmatlashuviga, bozor likvidligining pasayishiga va kichik investorlarning bozorga ishonchsizligiga olib keladi.

Oʻzbekistonda kapital bozorini rivojlantirish soʻnggi yillarda iqtisodiy islohotlarning ustuvor yoʻnalishlaridan biriga aylandi va “Oʻzbekiston – 2030” strategiyasida ham mustahkamlandi [6]. 2023-yilda Prezident Farmoni bilan Istiqbolli loyihalar milliy agentligi kapital bozori va sugʻurta xizmatlari sohasida tartibga soluvchi organ etib belgilandi [3; 15]. Davlat ishtirokidagi korxonalarning aksiyalarini ommaviy joylashtirish dasturi doirasida 2026-yil may oyida Oʻzbekiston Respublikasi Milliy investitsiya jamgʻarmasi aksiyalarining 31 foizini Toshkent va London fond birjalarida joylashtirib, 603,6 mln AQSh dollari jalb qildi. Bunda jamgʻarmaning bozor qiymati qariyb 1,95 mlrd dollarga baholandi [16]. Ushbu bitim mamlakat kapital bozori uchun muhim bosqich boʻlishi bilan birga, xorijiy va mahalliy investorlar oʻrtasidagi axborot tafovutini ham yaqqol koʻrsatdi: taklif etilgan aksiyalarning qariyb 3 foizi Toshkent birjasida, qolgan qismi esa global depozitar tilxatlar shaklida London birjasida joylashtirildi.

Bu holat institutsional axborot infratuzilmasining – emitentlar hisobotlari, moliyaviy jurnalistika, tahliliy va reyting xizmatlarining rivojlanganlik darajasi kapital bozoriga mahalliy investorlarning jalb qilinishini bevosita belgilashini koʻrsatadi. Shu sababli moliya bozoridagi axborot asimmetriyasini kamaytirishda institutsional medianing rolini ilmiy jihatdan tadqiq etish dolzarb vazifa hisoblanadi.

Axborot asimmetriyasi nazariyasi J. Akerlofning “limonlar bozori” tadqiqoti bilan boshlangan. U sotuvchi tovar sifati haqida xaridordan koʻproq bilganda xaridor faqat oʻrtacha sifat uchun narx toʻlashga rozi boʻlishini, natijada yuqori sifatli tovarlar bozordan chiqib ketishini – salbiy tanlov hodisasini isbotlagan [7]. M. Spens axborotga ega tomon oʻz sifatini qimmat signallar orqali koʻrsatishi mumkinligini asoslagan [8]. Moliya bozori uchun bu emitentning ixtiyoriy ravishda xalqaro standartlar asosida hisobot berishi, auditdan oʻtishi yoki obroʻli birjada listingga chiqishi signal vazifasini bajarishini anglatadi. J. Stiglits va E. Veys esa kredit bozorida bank qarz oluvchining haqiqiy xatarini bilmagani sababli foiz stavkasini oshirish oʻrniga kreditni cheklashini koʻrsatgan [9].

Y. Fama samarali bozor gipotezasida narxlar mavjud barcha axborotni aks ettirishini ta'kidlagan [10]. S. Grossman va J. Stiglits esa bu gipotezaning ichki ziddiyatini koʻrsatib berdi: agar narxlar barcha axborotni toʻliq aks ettirsa, uni toʻplashga sarflangan xarajat qoplanmaydi va hech kim axborot toʻplamaydi, natijada bozor samarali boʻla olmaydi [11]. Ushbu paradoks axborot toʻplash va tarqatishni ixtisoslashgan institutlar zimmasiga yuklash zarurligini, ya'ni institutsional mediaga iqtisodiy ehtiyojni asoslaydi.

Empirik tadqiqotlar medianing bu boradagi rolini tasdiqlaydi. B. Bushi va hammualliflari matbuotda koʻproq yoritilgan kompaniyalar aksiyalarida xarid va sotish narxlari oʻrtasidagi farq (spred) kichikroq ekanini, ya'ni axborot asimmetriyasi pastroq ekanini aniqlagan [12]. L. Fang va J. Peress OAVda kam yoritilgan kompaniyalar aksiyalari investorlar uchun axborot noaniqligi tufayli qoʻshimcha daromad talab qilishini koʻrsatgan [13]. A. Daik, A. Mors va L. Zingeyls esa korporativ firibgarlik holatlarining sezilarli qismi regulyator yoki auditorlar emas, balki aynan jurnalistlar, xodimlar va tahlilchilar tomonidan fosh etilishini aniqlagan [14].

Ushbu nazariy yondashuvlar asosida moliya bozoridagi axborot asimmetriyasining asosiy shakllari va institutsional medianing ularni kamaytirishdagi roli tasniflandi (1-jadval).

1-jadval

Moliya bozoridagi axborot asimmetriyasi shakllari va institutsional medianing roli

Asimmetriya shakli	Moliya bozoridagi namoyon boʻlishi	Oqibati	Institutsional medianing roli
Salbiy tanlov	Investor emitentning haqiqiy moliyaviy holatini bilmaydi	Kapital qimmatlashadi, sifatli emitentlar bozordan chiqadi	Majburiy hisobotlar va ularning tahliliy talqini
Ma'naviy xavf	Rahbariyat mablagʻlardan aksiyadorlar manfaatiga zid foydalanadi	Korporativ suiiste'mollar, aksiyadorlarning zarari	Jurnalistik surishtiruv, korporativ boshqaruv monitoringi
Insayderlik ustunligi	Ayrim shaxslar ommaga oshkor qilinmagan axborotga ega	Narxlarning manipulyatsiyasi, adolatsiz savdo	Muhim faktlarni bir vaqtda va hammaga oshkor qilish
Kompetensiya asimmetriyasi	Xususiy investor axborotni talqin qila olmaydi	Notoʻgʻri investitsiya qarorlari, firibgarlikka moyillik	Moliyaviy savodxonlik, tushunarli tahliliy materiallar
Til va kirish asimmetriyasi	Axborot faqat xorijiy tilda yoki pullik platformalarda mavjud	Mahalliy investorlarning bozordan chetda qolishi	Davlat tilida bepul va tezkor axborot

Jadvaldan koʻrinadiki, axborot asimmetriyasi faqat axborotning mavjud yoki mavjud emasligi bilan cheklanmaydi. Rivojlanayotgan kapital bozorlarida axborot rasman oshkor qilingan boʻlsa-da, uni talqin qilish kompetensiyasi va axborotga kirishning til hamda texnik shartlaridagi tengsizlik ham muhim omil hisoblanadi. Milliy investitsiya jamgʻarmasi misolida xalqaro investorlar uchun xalqaro moliyaviy hisobot standartlari asosidagi batafsil prospekt, tahliliy hisobotlar va xalqaro investitsiya banklarining sharhlari tayyorlangan boʻlsa, mahalliy xususiy investor uchun ana shu axborotning davlat tilidagi tushunarli talqini cheklangan edi.

Bizningcha, “institutsional media” tushunchasi moliya bozori kontekstida an'anaviy OAVdan kengroq ma'noga ega. U moliyaviy axborotni muntazam, belgilangan qoidalar asosida va professional standartlarga muvofiq ishlab chiqaruvchi hamda tarqatuvchi toʻrt guruh institutni qamrab oladi (2-jadval).

2-jadval

Moliya bozoridagi institutsional media tizimi

Institut	Asosiy funksiyasi	Kamaytiradigan asimmetriya	Xatarlari
Majburiy axborot oshkor qilish tizimlari (emitentlar hisobotlari, birja va korporativ axborot portallari)	Birlamchi axborotni hammaga bir vaqtda yetkazish	Salbiy tanlov, insayderlik ustunligi	Rasmiyatchilik, sifatsiz yoki kechikkan hisobotlar
Biznes va moliyaviy jurnalistika	Axborotni talqin qilish, surishtiruv, kontekst berish	Kompetensiya asimmetriyasi, ma'naviy xavf	Reklama beruvchiga bogʻliqlik, sensatsiyaga moyillik
Reyting agentliklari va tahlilchilar	Professional baho va prognoz berish	Salbiy tanlov, kompetensiya asimmetriyasi	Manfaatlar toʻqnashuvi (emitent toʻlaydi)
Regulyator va Markaziy bank kommunikatsiyasi	Qoidalar, ogohlantirishlar, bozor statistikasini e'lon qilish	Tizimli xatarlar haqidagi asimmetriya	Kechikish, rasmiy tilning murakkabligi

Oʻzbekistonda ushbu tizimning huquqiy asoslari shakllantirilgan. “Qimmatli qogʻozlar bozori toʻgʻrisida”gi Qonunning 2015-yil 3-iyundagi OʻRQ-387-son Qonun bilan tasdiqlangan yangi tahririda qimmatli qogʻozlar bozorida axborotni oshkor qilishga alohida bob bagʻishlangan boʻlib, uning 43-moddasi axborotni oshkor qilishning umumiy qoidalarini, 44-moddasi esa emitent tomonidan axborotni oshkor qilish tartibini belgilaydi [1]. “Aksiyadorlik jamiyatlari va aksiyadorlarning huquqlarini himoya qilish toʻgʻrisida”gi Qonun [2] aksiyadorlarning jamiyat faoliyati haqida axborot olish huquqini mustahkamlaydi. Kapital bozorini rivojlantirish boʻyicha 2025-yil dekabrda qabul qilingan chora-tadbirlar esa axborotni oshkor qilish talablarini

kuchaytirish, korporativ boshqaruv standartlarini qat'iylashtirish va xalqaro moliyaviy hisobot standartlarini qoʻllash ustidan nazoratni kuchaytirishni nazarda tutadi [17].

Biroq huquqiy talablar mavjudligi axborot asimmetriyasini avtomatik ravishda kamaytirmaydi. Grossman–Stiglits paradoksidan kelib chiqadigan xulosa shundaki, oshkor qilingan axborot investor uchun qimmatga ega boʻlishi uchun uni toʻplab, tahlil qilib, tushunarli shaklda taqdim etadigan institut zarur. Rivojlangan bozorlarda bu vazifani ixtisoslashgan moliyaviy nashrlar va tahliliy xizmatlar bajaradi. Oʻzbekistonda esa OAV qonun bilan kafolatlangan axborot izlash va tarqatish huquqiga ega boʻlsa-da [5], davlat tilidagi ixtisoslashgan moliyaviy jurnalistika endigina shakllanmoqda, emitentlar hisobotlarini muntazam tahlil qiluvchi mustaqil tahliliy xizmatlar soni cheklangan.

Axborot asimmetriyasi darajasini va institutsional media ta'sirini oʻlchash uchun moliya iqtisodiyotida keng qoʻllaniladigan nisbiy spred koʻrsatkichidan foydalanish mumkin [12]:

$$S = (P_{ask} - P_{bid}) / [(P_{ask} + P_{bid}) / 2] \cdot 100\% \qquad (1)$$

bu yerda S – nisbiy spred; P_{ask} – sotish uchun eng past taklif narxi; P_{bid} – xarid uchun eng yuqori talab narxi. Axborot asimmetriyasi qanchalik yuqori boʻlsa, bozor ishtirokchilari axborotga ega kontragent bilan savdo qilish xavfini qoplash uchun shunchalik keng spred talab qiladi. Shu sababli emitent haqidagi muhim axborot e'lon qilinishi yoki u OAVda muntazam yoritila boshlanganidan keyin spredning qisqarishi axborot asimmetriyasining kamayganini koʻrsatadi.

Emitentlarning axborot shaffofligini kompleks baholash uchun esa oshkor qilish indeksi taklif etiladi:

$$D = (1/n) \cdot \Sigma\, d_i, \quad d_i \in \{0; 0{,}5; 1\} \qquad (2)$$

bu yerda D – emitentning axborot shaffofligi indeksi; n – baholanadigan mezonlar soni; d_i – i-mezon boʻyicha baho (0 – axborot oshkor qilinmagan, 0,5 – qisman yoki kechikib oshkor qilingan, 1 – toʻliq va oʻz vaqtida oshkor qilingan). Mezonlar sifatida xalqaro moliyaviy hisobot standartlari asosidagi yillik hisobot, auditorlik xulosasi, choraklik hisobotlar, muhim faktlar, yirik aksiyadorlar va affillangan shaxslar bilan bitimlar haqidagi axborot, shuningdek axborotning davlat va ingliz tillarida mavjudligi olinishi mumkin. Indeksni emitentlar kesimida hisoblash va natijalarini OAVda muntazam e'lon qilish institutsional medianing bozor intizomini kuchaytiruvchi vositasiga aylanadi.

Regulyator va Markaziy bankning kommunikatsiyasi ham institutsional medianing ajralmas qismi boʻlib, uning huquqiy asosini davlat organlari faoliyatining ochiqligi toʻgʻrisidagi qonunchilik tashkil etadi [4]. Institutsional media rolini kuchaytirishda uning oʻz ishonchliligini ta'minlash masalasi ham muhim. Moliyaviy jurnalistika reklama beruvchi banklar va emitentlarga iqtisodiy jihatdan bogʻliq boʻlishi mumkin, bu esa tanqidiy materiallarning cheklanishiga olib keladi. Reyting agentliklari faoliyatida emitent xizmat uchun toʻlashi manfaatlar toʻqnashuvini yuzaga keltiradi. Shu sababli institutsional mediani rivojlantirish uning mustaqilligi,

tahririyat va tijorat faoliyatining ajratilishi hamda manfaatlar to‘qnashuvi haqida oshkoralik talablari bilan birga olib borilishi lozim.

Xulosa qilib aytganda, moliya bozoridagi axborot asimmetriyasini kamaytirish faqat axborotni oshkor qilish majburiyatlarini belgilash bilan hal qilinmaydi. Oshkor qilingan axborotni to‘plash, talqin qilish va investorlarga tushunarli tarzda yetkazadigan institutsional media tizimi zarur. O‘zbekistonda kapital bozori jadal rivojlanayotgan va mahalliy xususiy investorlarni jalb qilish ustuvor vazifa bo‘lib turgan sharoitda bu tizimni shakllantirish alohida ahamiyatga ega. Shu asosda quyidagi takliflar ilgari suriladi:

birinchidan, emitentlarning muhim faktlar va moliyaviy hisobotlarini davlat va ingliz tillarida, mashinada o‘qiladigan formatda, yagona portal orqali bir vaqtda oshkor qilish talabini belgilash;

ikkinchidan, ommaviy joylashtirishlarda xalqaro investorlar uchun tayyorlanadigan prospektning to‘liq davlat tilidagi versiyasi va uning qisqacha tushunarli bayonini mahalliy investorlar uchun bir vaqtda e'lon qilishni majburiy qilish;

uchinchidan, kapital bozori regulyatori tomonidan emitentlarning axborot shaffofligi indeksini hisoblab, natijalarini muntazam ochiq e'lon qilish;

to‘rtinchidan, moliyaviy jurnalistlar uchun moliyaviy hisobotlarni tahlil qilish, kapital bozori qonunchiligi va manfaatlar to‘qnashuvini oshkor qilish bo‘yicha malaka oshirish dasturlarini tashkil etish;

beshinchidan, mustaqil investitsion tahlil va reyting xizmatlarining rivojlanishini rag‘batlantirish, ularning metodikasi va manfaatlar to‘qnashuvi haqida oshkoralik talablarini belgilash.

Mazkur takliflarning amalga oshirilishi moliya bozorida axborot asimmetriyasini kamaytirishga, mahalliy xususiy investorlarning kapital bozoriga ishonchini oshirishga hamda milliy kapital bozorining likvidligi va investitsion jozibadorligini mustahkamlashga xizmat qiladi.

FOYDALANILGAN ADABIYOTLAR

1. O‘zbekiston Respublikasining 2015-yil 3-iyundagi “Qimmatli qog‘ozlar bozori to‘g‘risida”gi O‘zbekiston Respublikasi Qonuniga o‘zgartish va qo‘shimchalar kiritish haqida”gi O‘RQ-387-son Qonuni // Qonunchilik ma'lumotlari milliy bazasi. – URL: https://lex.uz/docs/-2662539
2. O‘zbekiston Respublikasining “Aksiyadorlik jamiyatlari va aksiyadorlarning huquqlarini himoya qilish to‘g‘risida”gi Qonuni (yangi tahrir) // Qonunchilik ma'lumotlari milliy bazasi. – URL: https://lex.uz
3. O‘zbekiston Respublikasi Prezidentining 2023-yildagi “Kapital bozorini rivojlantirishning qo‘shimcha chora-tadbirlari to‘g‘risida”gi Farmoni // Qonunchilik ma'lumotlari milliy bazasi. – URL: https://lex.uz
4. O‘zbekiston Respublikasining 2014-yil 5-maydagi “Davlat hokimiyati va boshqaruvi organlarining faoliyati ochiqligi to‘g‘risida”gi O‘RQ-369-son Qonuni // Qonunchilik ma'lumotlari milliy bazasi. – URL: https://lex.uz

5. O‘zbekiston Respublikasining 2007-yil 15-yanvardagi “Ommaviy axborot vositalari to‘g‘risida”gi Qonuni (yangi tahrir) // Qonunchilik ma'lumotlari milliy bazasi. – URL: https://lex.uz/acts/-1106870
6. O‘zbekiston Respublikasi Prezidentining 2023-yil 11-sentyabrdagi “O‘zbekiston – 2030” strategiyasi to‘g‘risida”gi PF-158-son Farmoni // Qonunchilik ma'lumotlari milliy bazasi. – URL: https://lex.uz
7. Akerlof G.A. The Market for “Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism // The Quarterly Journal of Economics. – 1970. – Vol. 84, No. 3. – P. 488–500.
8. Spence M. Job Market Signaling // The Quarterly Journal of Economics. – 1973. – Vol. 87, No. 3. – P. 355–374.
9. Stiglitz J.E., Weiss A. Credit Rationing in Markets with Imperfect Information // American Economic Review. – 1981. – Vol. 71, No. 3. – P. 393–410.
10. Fama E.F. Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work // The Journal of Finance. – 1970. – Vol. 25, No. 2. – P. 383–417.
11. Grossman S.J., Stiglitz J.E. On the Impossibility of Informationally Efficient Markets // American Economic Review. – 1980. – Vol. 70, No. 3. – P. 393–408.
12. Bushee B.J., Core J.E., Guay W., Hamm S.J.W. The Role of the Business Press as an Information Intermediary // Journal of Accounting Research. – 2010. – Vol. 48, No. 1. – P. 1–19.
13. Fang L., Peress J. Media Coverage and the Cross-section of Stock Returns // The Journal of Finance. – 2009. – Vol. 64, No. 5. – P. 2023–2052.
14. Dyck A., Morse A., Zingales L. Who Blows the Whistle on Corporate Fraud? // The Journal of Finance. – 2010. – Vol. 65, No. 6. – P. 2213–2253.
15. Istiqbolli loyihalar milliy agentligi kapital bozori regulyatoriga aylanadi // Spot.uz. – 2023-yil 7-sentyabr. – URL: https://www.spot.uz/oz/2023/09/07/napp-capital-market/
16. UzNIF IPO secures over $600 million on Tashkent and London exchanges // Kun.uz. – 2026-yil 13-may. – URL: https://kun.uz/en/news/2026/05/13/uznif-ipo-secures-over-600-million-on-tashkent-and-london-exchanges
17. Uzbekistan Capital Markets Key Developments in 2025 // Avesta Group. – URL: https://avestagroup.com/news/304.html