

**TOSHKENT DAVLAT IQTISODIYOT UNIVERSITETI**  
**HUZURIDAGI ILMIY DARAJALAR BERUVCHI**  
**DSc.03/2025.27.12.I.23.01. RAQAMLI ILMIY KENGASH**  

---

**TOSHKENT DAVLAT IQTISODIYOT UNIVERSITETI**

**Qo'lyozma huquqida**  
**UUK: 330.322:334.722.8(575.1)**

**USMANOVA YULDUZXON XAMID QIZI**

**FOND BOZORI INSTRUMENTLARI YORDAMIDA AKSIYADORLIK**  
**JAMIYATLARINING INVESTITSIYAVIY JOZIBADORLIGINI**  
**OSHIRISH YO'LLARI**

**08.00.07 – Moliya, pul muomalasi va kredit**

**Iqtisodiyot fanlari bo'yicha falsafa doktori (PhD)**  
**ilmiy darajasini olish uchun tayyorlangan**  
**DISSERTATSIYA**

**Ilmiy rahbar:** Saydullayev Shaxzod Sherzodovich,  
iqtisodiyot fanlari bo'yicha falsafa doktori, dotsent

**Toshkent – 2026**

## MUNDARIJA

	<b>KIRISH</b>	<b>3</b>
<b>I BOB</b>	<b>AKSIYADORLIK JAMIYATLARINING INVESTITSIYAVIY JOZIBADORLIGINI OSHIRISHNING NAZARIY-HUQUQIY ASOSLARI</b>	<b>11</b>
1.1.	Aksiyadorlik jamiyatlarining investitsiyaviy jozibadorligi va uni oshirishga oid nazariy qarashlar	11
1.2.	Fond bozori instrumentlari orqali investitsiyalarni jalb qilishning tashkiliy-huquqiy asoslari	28
1.3.	Qimmatli qog'ozlar yordamida kompaniyalarning investitsiyaviy jozibadorligini oshirishning ilg'or xorij tajribalari	37
	<b>I BOB bo'yicha xulosa</b>	<b>49</b>
<b>II BOB</b>	<b>FOND BOZORI INSTRUMENTLARI YORDAMIDA AKSIYADORLIK JAMIYATLARI INVESTITSIYAVIY JOZIBADORLIGINING AMALDAGI HOLATINING TAHLILI</b>	<b>51</b>
2.1.	Toshkent Respublika fond birjasi listingida mavjud milliy kompaniyalarning investitsiyaviy jozibadorligi tahlili	51
2.2.	“O'zmetkombinat” aksiyadorlik jamiyatining investitsiyaviy jozibadorligini oshirishdagi muammolar va ularni bartaraf etish choralari	63
2.3.	Aksiyadorlik jamiyatlarining fond bozorida investitsiyaviy jozibadorligini aniqlashning ekonometrik tahlili	78
	<b>II BOB bo'yicha xulosa</b>	<b>95</b>
<b>III BOB</b>	<b>KOMPANIYANING INVESTITSIYAVIY JOZIBADORLIGINI OSHIRISHDA FOND BOZORI INSTRUMENTLARIDAN SAMARALI FOYDALANISH YO'LLARI</b>	<b>97</b>
3.1.	Fond bozorida kompaniyaning investitsiyaviy jozibadorligini oshirish strategiyalari va yo'nalishlari	97
3.2.	Optimal dividend siyosati – investitsiyaviy jozibadorlikni oshiruvchi instrument sifatida	114
	<b>III Bob bo'yicha xulosa</b>	<b>124</b>
	<b>XULOSA VA TAVSIYALAR</b>	<b>126</b>
	<b>FOYDALANILGAN ADABIYOTLAR RO'YXATI</b>	<b>131</b>

## KIRISH

**Dissertatsiya mavzusining dolzarbligi va zarurati.** Jahonda iqtisodiy maydonlarning qayta bo‘linishi yuzaga kelayotgan bir paytda, moliya bozorining eng muhim qismi – fond bozori instrumentlari orqali investitsiyalarni jalb qilish kompaniyalar duch kelayotgan dolzarb muammolardan biri hisoblanadi. Dunyo mamlakatlarning iqtisodiy taraqqiyoti ham ijobiy, ham salbiy tomonga qarab juda tez o‘zgaruvchanlikka moyil bo‘lganligi bois investorlar qaysidir davlatga yoki kompaniyaga sarmoya kiritishlari avvalgi davrlarga qaraganda yanada qiyinlashib bormoqda. Xususan, “butun dunyoda 2023 va 2024-yillardagi to‘g‘ridan-to‘g‘ri xorijiy investitsiyalar ko‘rsatkichi pasayish tendensiyasini namoyon etib, 8 foizlik pasayishni tashkil etgan.”<sup>1</sup> Mazkur ko‘rsatkich rivojlanayotgan mamlakatlarda 2 foizga, Osiyo mintaqasida 7 foizga, Lotin Amerikasi mintaqasida 9 foizga tushgan. Yuqoridagi tendensiya hududlar va kompaniyalarning investitsiyaviy jozibadorligi pasayib ketayotganidan dalolat bermoqda. Shu sababli, rivojlanayotgan iqtisodiyotlar fond bozorini modernizatsiya qilish orqali xorijiy sarmoyalarni samarali jalb qilishni kuchaytirishi zarur.

Global iqtisodiy maydonda, ayniqsa, geosiyosiy muhit beqaror bo‘lgan holatda kompaniyalarning investitsiyaviy jozibadorligini oshirish, xususan kompaniyalarning fond bozoridagi faolligini oshirish natijasida fond bozori instrumentlari orqali investitsiyalarni jalb qilish masalalarini tadqiq qilish hozirgi davrning eng ko‘p o‘rganilayotgan mavzularidan biri hisoblanadi. Shunday bo‘lsada, hududlar va kompaniyalarning o‘ziga xos xususiyatlari, kompaniyaning moliyaviy va nomoliyaviy ko‘rsatkichlarining barqarorligi va beqarorligi, investitsiyaviy jozibadorlikni baholashga oid qarashlarning xilma-xilligi, fond bozori instrumentlarining kuchli investitsiya instrumentlari sifatida namoyon bo‘lishi kabi mavzular hanuzgacha butun dunyoda bu boradagi muhim tadqiqot yo‘nalishlariga aylanmoqda.

---

<sup>1</sup> UN Trade and Development (UNCTAD). Foreign investment in developing economies fell 2% in 2024, marking second year of decline. 2025. <https://unctad.org/news/foreign-investment-developing-economies-fell-2-2024-marking-second-year-decline>

O‘zbekistonda fond bozori moliya bozorining boshqa segmentlariga nisbatan nisbatan sekinroq rivojlanmoqda. Mamlakatda 600 dan ortiq aksiyadorlik jamiyatlari mavjud bo‘lsada, ularning atigi 20 foizga yaqin qismi fond bozori ishtirokchilari hisoblanadi. Mahalliy kompaniyalarning fond bozori instrumentlari orqali katta hajmdagi investitsiyalarni jalb qilish salohiyati mavjud bo‘lsada, kompaniyalarda korporativ boshqaruvning jahon standartlari darajasida emasligi, ularda davlat ulushining yuqori ekanligi, fond bozori infrazuzilmasi, konyunkturasi talab darajasida emasligi bu salohiyatni ochib berishga to‘sqinlik qilmoqda. Mamlakat fond birjasida aksiyalar bozori dominant bo‘lib, obligatsiyalar bozori ko‘rsatkichlaridan bir necha barobar ustunlik qilmoqda. Shuningdek, “Toshkent” Respublika fond birjasida yuqorida keltirilgan ikkita instrumentlaridan tashqari boshqa instrumentlar orqali savdo qilish imkoni hozircha mavjud emas. Ushbu muammolarni tadqiq etish orqali bartaraf etish choralarini taklif qilish fond bozorining umumiy samaradorligini oshirish va moliya bozorining barqaror rivojlanishiga xizmat qiladi.

O‘zbekiston Respublikasi Prezidentining 2025-yil 18-dekabrda PF-254-son “Kapital bozorida investitsiya muhitini yaxshilashga doir qo‘shimcha chora-tadbirlar to‘g‘risida”gi farmoni, 2023-yil 11-sentyabrda PF-158-son ““O‘zbekiston-2030” strategiyasi to‘g‘risida”gi farmoni, 2023-yil 2-sentyabrda PQ-291-son “Kapital bozorini rivojlantirishning qo‘shimcha chora-tadbirlari to‘g‘risida”gi qarori, O‘zbekiston Respublikasi Vazirlar Mahkamasining 2022-yil 15-avgustda №446-son “Davlat ishtirokidagi yirik korxonalar aksiyalarini fond birjasida birlamchi va ikkilamchi ommaviy joylashtirish to‘g‘risida”gi qarori hamda mazkur sohaga tegishli boshqa me‘yoriy hujjatlarda belgilangan vazifalarni amalga oshirishda ushbu dissertatsiya tadqiqoti muayyan darajada xizmat qiladi.

**Tadqiqotning respublika fan va texnologiyalari rivojlanishi ustuvor yo‘nalishlariga mosligi.** Mazkur dissertatsiya respublika fan va texnologiyalari rivojlanishining I. «Demokratik va huquqiy jamiyatni ma’naviy-ahloqiy va madaniy rivojlantirish, innovatsion iqtisodiyotni shakllantirish» ustuvor yo‘nalishiga muvofiq bajarilgan.

**Muammoning o'rganilganlik darajasi.** Dissertatsiya ishi moliya asoslari, moliya bozori orqali investitsiyalarni jalb qilish, fond bozori instrumentlarining kompaniya investitsiyaviy jozibadorligini oshirishdagi o'rnini oshirishdagi empirik va tahliliy tadqiqotlarga, qolaversa, fond bozori kompaniyalar uchun qanady qilib investitsiya maydonchasi vazifasini bajarishi mumkinligiga oid mahalliy va xorijiy ilmiy-tadqiqot ishlari va xorijiy tajribaga asoslanadi. Xususan, fond bozori instrumentlari orqali investitsiyalarni jalb qilish masalalari yuzasidan G.Markovitz, V.Sharp, M.Jensen, P.Dryuker, J.Danning, J. Shtiglits, E.Fama, S.Ross, J.Binda, E.Damian va boshqalar kabi uzoq xorij olimlari tadqiqot olib borganini qayd etishimiz mumkin<sup>2</sup>.

Kompaniyalarning fond bozorida investitsiyalarni jalb qilish yo'llari, investitsiyaviy jozibadorlikni baholash metodologiyalariga oid nazariy va ilmiy qarashlar A.Safronov, A.Sazonov, N.Verbin, A.Abramov, L.Andrianova, A.Kuzubov, Yu.Anishenko, N.Kelchevskaya, A.Ivanov, V.Vishnever kabi yaqin xorij olimlari tomonidan ilmiy-tadqiqot ishlarida keltirilgan<sup>3</sup>.

---

<sup>2</sup> Markowitz, H. (1952). Portfolio selection. *The Journal of Finance*, 7(1), 77-91.; Sharpe, W. F. (1964). Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. *The Journal of Finance*, 19(3), 425-442.; Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.; Drucker, P.F. (1985). *Innovation and entrepreneurship: Practice and principles*; Dunning, J. H. (1993). *Multinational enterprises and the global economy*. Addison-Wesley; Damodaran, A. (2002). *Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset*. John Wiley & Sons.; Baldwin, R. (2006). *Globalisation: The great unbundling(s)*. Economic Council of Finland Publication.; Stiglitz, J. E. (2013). *The price of inequality: How today's divided society endangers our future*. W.W. Norton & Company.; Fama, E.F. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance*, 25(2), 383-417.; Ross, S.A. (1976). The Arbitrage Theory of Capital Asset Pricing. *Journal of Economic Theory*, 13(3), 341-360.; Binda, J. B., Prokopenko, M., Ramskyi, A., Shuplat, O., Halan, L., & Mykhaylenko, D. (2020). Assessment of investment attractiveness of industrial enterprises. *International Journal of Management (IJM)*, 11(2), 27-35.; Efros, Damian. Investment attractiveness analysis of joint stock companies in the Republic of Moldova. In: *Simpozion științific al tinerilor cercetători*, Ed. 21, 7-8 aprilie 2023, Chișinău. Chișinău Republica Moldova: "Print-Caro" SRL, 2023, Ediția 21, Vol.3, pp. 228-231.

<sup>3</sup> A.A.Safronov, A.I.Sazonov (2021). Assessing the Investment Attractiveness of Shares: The Joint Use of Fundamental and Technical Analysis. *Universal Journal of Accounting and Finance*, 9(5), 908-915. DOI: 10.13189/ujaf.2021.090502.; Вербин, Н.Е. Анализ факторов, влияющих на инвестиционную привлекательность ценных бумаг. *Национальные экономические системы в контексте формирования глобального экономического пространства*. 2016.; Абрамов, А. Е., Радыгин, А. Д., & Чернова, М. И. (2019). Влияние дивидендного фактора на инвестиционную привлекательность акций российских компаний. *Экономическое развитие России*, 26(5), 38-46.; Андрианова, Л. Н. (2021). К вопросу об инвестиционной привлекательности акций негосударственных пенсионных фондов. *Сибирская финансовая школа*, (2), 87-91.; Кузубов, А. А., & Овдей, Е. В.. (2018). Теоретические основы оценки инвестиционной привлекательности акций. *Актуальные вопросы современной экономики*, (8), 24-42.; Анищенко, Ю. А., & Логачева, И. А. (2009). Сравнительный анализ подходов к оценке инвестиционной привлекательности предприятий. *Сибирский аэрокосмический журнал*, (2), 422-427.; Кельчевская, Н. Р., Черненко, И. М., & Попова, Е. В. (2017). Влияние корпоративной социальной ответственности на инвестиционную привлекательность российских компаний. *Экономика региона*, 13(1), 157-169.; Иванов, А. П., Сахарова, И. В., & Хрусталева, Е. Ю. (2006). Финансовые методы управления инвестиционной привлекательностью компании. *Аудит и финансовый анализ*, (1), 124-141.;

O‘zbekistonda investitsiyalarni jalb qilishning ilmiy-nazariy asoslari N.Karimov, M.Eshov, S.Mustafakulov, A.Burxanov, J.Zaynalov kabi iqtisodchi olimlarning ilmiy ishlarida<sup>4</sup>, fond bozori va fond bozori instrumentlari orqali investitsiyalarni jalb qilish hamda kompaniyaning bozor qiymatini oshirish masalalari I.Butikov, U.Aliyev, S.Elmirzayev, F.Muxamedov, X.Xudoyqulov, U.Xalikov, A.Alikulov, Sh.Saydullayev, B.Rajabov va boshqalarning tadqiqot ishlarida o‘rganilgan<sup>5</sup>.

**Tadqiqotning dissertatsiya bajarilgan oliy ta’lim muassasasining ilmiy-tadqiqot ishlari rejalari bilan bog‘liqligi.** Mazkur tadqiqot ishi Toshkent davlat iqtisodiyot universiteti ilmiy-tadqiqot ishlari rejasiga muvofiq ilmiy loyihalar doirasida tayyorlangan.

**Tadqiqotning maqsadi** milliy kompaniyalarning fond bozoridagi faolligini oshirish, fond bozori instrumentlari asosida kompaniyalarning investitsiyaviy jozibadorligini oshirish yo‘llarini takomillashtirishga qaratilgan ilmiy taklif va tavsiyalar ishlab chiqishdan iborat.

#### **Tadqiqotning vazifalari:**

investitsiyaviy jozibadorlikning ilmiy-nazariy, normativ-huquqiy asoslarini tadqiq etish asosida mualliflik yondashuvini shakllantirish;

fond bozorida kompaniyalar tomonidan investitsiyalarni jalb qilish mexanizmlari bo‘yicha xorijiy kompaniyalar tajribalarini tahlil qilish va ilg‘or xorijiy tajribalarni qo‘llash yuzasidan tavsiyalar ishlab chiqish;

---

<sup>4</sup> Karimov, N. G. (2007). Iqtisodiy integratsiyalashuv sharoitida investitsiya faoliyatini moliyalashtirishning bozor mexanizmlarini joriy etish masalalari. T.: Fan va texnologiya, 240.; Mansur, E. (2016). Investment and market structure deployment in the implementation of enterprise value advancement: Case of Uzbekistan. Journal of Management Value and Ethics, 6(1).; Mustafakulov, S. (2017). Investment attractiveness of regions: Methodic aspects of the definition and classification of impacting factors. European Scientific Journal, 13(10), 433-449.; J.Zaynalov va boshqalar. Investitsiya. Darslik. "Iqtisod-moliya", 2020;

<sup>5</sup> Бутиков И. Рынок ценных бумаг. Учебник. – Т.: Консаудитинформ, 2001. - 496 б.; Алиев У.М. Пути совершенствования функционирования инфраструктуры рынка ценных бумаг: Дисс. ... канд. экон. наук. - Т., 2008. - 125 с.; Элмирзаев С. И др. Финансовый рынок. Учебник. – Т.: "IQTISOD-MOLIYA", 2019, - 400 с; Muxamedov F.T. O‘zbekistonda qimmatli qog‘ozlar bozori savdo tizimlarini rivojlantirish yo‘nalishlari. Iqt. fan. dokt. (DSc) diss. avtoref. – Toshkent, 2019. – 60 b.; Xudoyqulov X.X. Fond bozori aktivlarini baholash mexanizmini takomillashtirish: Iqt. fan. bo‘yicha fals. dokt. (PhD) diss. avtoref. – Toshkent, 2018. - 24 b.; Xalikov U.R. O‘zbekistonda fond bozori orqali investitsion faoliyatni moliyalashtirishni takomillashtirish: Iqt. fan. bo‘yicha fals. dokt. (PhD) diss. avtoref. – Toshkent, 2017. - 24 b.; Alikulov A.T. O‘zbekistonda fond bozori orqali kapital oqimini oshirish: Iqt. fan. bo‘yicha fals. dokt. (PhD) diss. avtoref. – Toshkent, 2021. - 54 b.; Saydullayev Sh.Sh. Qimmatli qog‘ozlar bozorida aksiyalarni birlamchi ommaviy joylashtirish mexanizmlarini takomillashtirish. Iqt. fan. bo‘yicha fals. dokt. (PhD) diss. avtoref. – Toshkent, 2023. 61 b.; Rajabov B.A. O‘zbekistonda korporativ qimmatli qog‘ozlar bozorini rivojlantirish yo‘llari. Iqt. fan. bo‘yicha fals. dokt. (PhD) diss. avtoref. – Toshkent, 2023. 73 b.

investitsiyaviy jozibadorlikka ta'sir etuvchi omillarni kompleks (guruhlarga bo'lgan holda) va tarqoq (aniq omillar misolida) o'rganish;

tadqiqot ob'ekti misolida kompaniyaning fond bozoridagi investitsiyaviy jozibadorligini oshirishning mavjud muammolarini izohlash;

mahalliy kompaniyalarning investitsiyaviy jozibadorligini baholashning mamlakatda mavjud metodologiyalarini tahlil qilish;

ekonometrik tahlil asosida kompaniyaning fond bozoridagi investitsiyaviy jozibadorligiga ta'sir qiluvchi omil belgilarni aniqlash;

ekonometrik tahlil natijasida aniqlangan, kompaniyaning fond bozoridagi investitsiyaviy jozibadorligiga kuchli ta'sir qiluvchi omillarni ta'sirini oshirish/susaytirish yuzasidan takliflar ishlab chiqish;

fond bozori instrumentlaridan foydalangan holda kompaniyaning investitsiyaviy jozibadorligini oshirish yo'llarini takomillashtirish bo'yicha takliflar va tavsiyalar ishlab chiqish.

**Tadqiqotning ob'ekti** sifatida Toshkent Respublika fond birjasida listingdan o'tgan aksiyadorlik jamiyatlari, xususan, Markaziy Osiyoda ishlab chiqarish ixtisosligiga ko'ra yagona hisoblangan O'zbekiston Metallurgiya Kombinati aksiyadorlik jamiyati tanlangan.

**Tadqiqotning predmetini** kompaniyaning fond bozoridagi investitsiyaviy jozibadorligini oshirish jarayonida yuzaga keladigan iqtisodiy munosabatlar tashkil etadi.

**Tadqiqotning usullari.** Dissertatsiya oldiga qo'yilgan vazifalarni hal etishda, xususan, mavjud holatni tadqiq etish va xorijiy tajribani o'rganishda kuzatish va taqqoslash, iqtisodiy-statistik tahlil, muammolarni o'rganishda deduktiv tahlil, ijtimoiy-iqtisodiy hodisalarning tizimli tahlili, tadqiqot oldiga qo'yilgan gipotezalarni tekshirishda korrelyatsion-regressiya ekonometrik tahlili kuzatish usullaridan foydalanilgan.

**Tadqiqotning ilmiy yangiligi** quyidagilardan iborat:

1. listingga kirgan kompaniyalarning investitsiyaviy jozibadorligini baholash moliyaviy ( $MK = 0,6$ ) va nomoliyaviy ( $NMK = 0,4$ ) ko'rsatkichlar nisbatiga

asoslangan hamda ESG va korporativ boshqaruv omillari bilan to'ldirilgan integral reyting indeksi yordamida takomillashtirilgan;

2. yashil loyihalarni moliyalashtirishda loyihaning real pul oqimlariga bog'langan, daromad manbasi aniq belgilab qo'yilgan yashil sekyuritizatsiyalangan obligatsiyalarni qo'llash asoslanib, emissiya qilinishi rejalashtirilgan yashil sekyuritizatsiyalangan obligatsiyalarning kupon daromadliligi va rentabelligining 2030-yilga qadar prognoz ko'rsatkichlari ishlab chiqilgan;

3. IPO orqali erkin muomaladagi aksiyalar ulushini oshirishning savdo hajmi, likvidlik va spread ko'rsatkichlariga ta'sirini baholovchi hamda investitsiyaviy jozibadorlikning prognoz ssenariylarini shakllantiruvchi model asosida olingan natijalarning "yuqori jozibadorlik" (9-10 ball: sarmoya kiritish tavsiya etiladi), "o'rtacha jozibadorlik" (6-8 ball: risklarni tahlil qilish kerak) va "past jozibadorlik" (<6 ball) miqdoriy qiymatlari taklif etilgan;

4. mikroiqtsodiy omil (sof foyda) va makroiqtisodiy instrument (Markaziy banking asosiy stavkasi) ni birlashtirgan dividend siyosatining gibrid modeli asosida "O'zmetkombinat" AJ tomonidan to'lanadigan dividend koeffitsiyentining 2030-yilga qadar prognoz ko'rsatkichlari ishlab chiqilgan.

**Tadqiqotning amaliy natijalari** quyidagilardan iborat:

kompaniyaning fond bozoridagi mavjud instrumentlarining investitsiyaviy jozibadorligining ilmiy-nazariy asoslari tahlil qilingan;

investitsiyaviy jozibadorlikka ta'sir qiluvchi omillarni yirik guruhlariga bo'lib o'rganish maqsadida ularning tasniflanishi ishlab chiqilgan;

xorijiy kompaniyalarning fond bozori orqali investitsiyalarni jalb qilish mexanizmlari tahlil qilingan;

Toshkent RFB da listingdan o'tgan kompaniyalarning birjadagi faolligi, ularning investitsiyaviy jozibadorligini baholashning mavjud mexanizmlari tahlil qilingan;

O'zmetkombinat AJ tomonidan oldingi yillarda chiqarilgan obligatsiyalar emissiyasi tahlil qilingan;

O‘zmetkombinat AJ ning investitsiyaviy jozibadorligiga ta’sir qiluvchi qarz majburiyatlarini barqarorlashtirishning moliyaviy strategiyasi ishlab chiqilgan;

Toshkent RFB da listingdan o‘tgan kompaniyalarning transparentlik darajasi Korporativ boshqaruv qoidalari joriy qilinganligi darajasini baholash metodologiyasiga amal qilish darajasi tahlil qilingan;

Kompaniya aksiyasining sotib olish va sotish narxi o‘rtasidagi spread investitsiyaviy jozibadorlikka salbiy ta’sir qilganligi sababli uning darajasini pasaytirish choralari tavsiya etilgan;

Dividend nazariyalari va siyosati tahlil qilinib, O‘zmetkombinat AJ tomonidan IPO o‘tkazilgan taqdirda keyingi besh yilda taklif etilgan gibridd dividend siyosati asosida aksiyadorlarga sof foydaning dividendga yo‘naltiriladigan qismining prognoz ko‘rsatkichlari ishlab chiqilgan.

**Tadqiqot natijalarining ishonchliligi.** Dissertatsiya tadqiqotida olingan ilmiy natijalarning ishonchliligi ishda qo‘llanilgan uslubiy yondashuv va ushbu usullarning maqsadga muvofiqligi, axborot bazasining rasmiy manbalardan, xususan, O‘zbekiston Respublikasi Istiqbolli loyihalar milliy agentligi Korporativ axborot yagona portali, “Toshkent” Respublika fond birjasining va tadqiqot ob’ektlarining rasmiy ma’lumotlaridan olinganligi, shuningdek, xulosa, taklif va tavsiyalarning amalda sinovdan o‘tkazilganligi hamda fond bozori instrumentlari orqali kompaniyaning investitsiyaviy jozibadorligini oshirish mexanizmlarini takomillashtirish doirasida olingan natijalarning tegishli tashkilotlar tomonidan ma’qullanganligi bilan izohlanadi.

**Tadqiqot natijalarining ilmiy va amaliy ahamiyati.** Tadqiqot natijalarining ilmiy ahamiyati tadqiqot natijalari, xulosalari va tavsiyalaridan fond bozori instrumentlari asosida kompaniyaning investitsiyaviy jozibadorligini oshirish haqidagi nazariy va amaliy bilimlar doirasini kengaytirish, qimmatli qog‘ozlar bozorida kompaniyaning investitsiyaviy jozibadorligini aniqlashning konseptual jihatlarini chuqur o‘rganishga bag‘ishlangan maxsus ilmiy ishlarda manba sifatida foydalanish mumkinligi bilan belgilanadi.

Ilmiy ishning amaliy ahamiyati tadqiqot amaliy natijalari, xulosalari va tavsiyalaridan kelgusida milliy kompaniyalarga fond bozorida faollikni va investitsiyaviy jozibadorlikni oshirish, kompaniyalarning investitsiyaviy jozibadorligini oshirish uchun qarorlar qabul qilish va amaliy chora-tadbirlarni belgilashda, tadqiqot g'oyalari va materiallaridan oliy ta'lim muassasalarida o'quv dasturlarini takomillashtirish, darsliklar, o'quv-metodik qo'llanmalar tayyorlash, shuningdek, "Moliya", "Moliyaviy bozorlar", "Kapital bozorlar" va "Investitsiya" kabi fanlarni o'qitishda foydalanish mumkinligi bilan belgilanadi.

**Tadqiqot natijalarining joriy qilinishi.** Fond bozori instrumentlari asosida kompaniyaning investitsiyaviy jozibadorligini oshirish mexanizmlarini takomillashtirish bo'yicha ishlab chiqilgan ilmiy takliflar asosida:

listingga kirgan kompaniyalarning investitsiyaviy jozibadorligini baholash moliyaviy (MK = 0,6) va nomoliyaviy (NMK = 0,4) ko'rsatkichlar nisbatiga asoslangan hamda ESG va korporativ boshqaruv omillari bilan to'ldirilgan integral reyting indeksi yordamida takomillashtirish taklifi O'zbekiston Metallurgiya Kombinati aksiyadorlik jamiyati tomonidan qabul qilingan (O'zbekiston Metallurgiya Kombinati aksiyadorlik jamiyatining 2025 yil 9-oktabrdagi 01/01-01-01/822-son-sonli ma'lumotnomasi). Natijada kompaniyaning mas'ul xodimlari tomonidan investitsiyaviy jozibadorlik indeksi taklif etilgan uslub bo'yicha hisoblanganda, kompaniyaning hozirgi investitsiyaviy jozibadorlik indeksi 10 ballik baholash tizimida 6 ball ekanligi aniqlanib, 2026-yilda investitsiyaviy jozibadorlik indeksini eng kamida 9 ballga chiqarish yuzasidan chora-tadbirlar rejasi ishlab chiqilgan;

yashil loyihalarni moliyalashtirishda loyiha real pul oqimlariga bog'langan, daromad manbasi aniq belgilab qo'yilgan yashil sekyuritizatsiyalangan obligatsiyalarni qo'llash asoslanib, emissiya qilinishi rejalashtirilgan yashil sekyuritizatsiyalangan obligatsiyalarning kupon daromadlilik va rentabelligining 2030-yilga qadar prognoz ko'rsatkichlaridan foydalanish taklifi O'zbekiston Metallurgiya Kombinati aksiyadorlik jamiyati tomonidan 2025-yilda ishga tushiriladigan "Quyish-prokat majmuasi" loyihasi doirasida qo'llanilishi

belgilangan (O‘zbekiston Metallurgiya Kombinati aksiyadorlik jamiyatining 2025 yil 9-oktabrdagi 01/01-01-01/822-son-sonli ma’lumotnomasi). Natijada kompaniyaning obligatsiyalari yillik 3,5 foizlik kupon bilan London fond birjasida chiqarilishi, kompaniya yashil sekyuritizatsiyalangan obligatsiyalarning kupon daromadlaridan korporativ obligatsiyalarning kupon daromadlariga qaraganda o‘rtacha 2 foizgacha iqtisod qilishi va ESG tamoyillariga amal qiluvchi yangi xorijiy investorlar bazasini shakllantirishi rejalashtirilgan;

IPO orqali erkin muomaladagi aksiyalar ulushini oshirishning savdo hajmi, likvidlik va spread ko‘rsatkichlariga ta’sirini baholovchi hamda investitsiyaviy jozibadorlikning prognoz ssenariylarini shakllantiruvchi model asosida olingan natijalarning “yuqori jozibadorlik” (9-10 ball: sarmoya kiritish tavsiya etiladi), “o‘rtacha jozibadorlik” (6-8 ball: risklarni tahlil qilish kerak) va “past jozibadorlik” (<6 ball) miqdoriy qiymatlaridan foydalanish taklifi O‘zbekiston Metallurgiya Kombinati aksiyadorlik jamiyati tomonidan qabul qilingan (O‘zbekiston Metallurgiya Kombinati aksiyadorlik jamiyatining 2025 yil 9-oktabrdagi 01/01-01-01/822-son-sonli ma’lumotnomasi). Natijada kompaniya O‘zbekiston Respublikasi Vazirlar Mahkamasining 2022-yil 15-avgustdagi “Davlat ishtirokidagi yirik korxonalar aksiyalarini fond birjasida birlamchi va ikkilamchi ommaviy joylashtirish to‘g‘risida”gi №446-sonli qarorining ijrosi sifatida O‘zmetkombinat aksiyadorlik jamiyati 2026-yilda IPOga chiqishi hamda buning natijasida erkin muomaladagi aksiyalar ulushini qariyb 14,7 foizgacha oshirish, kompaniyaning investitsiyaviy jozibadorlik darajasini 9,1 punktga oshirish prognozi ishlab chiqilgan;

mikroiqtisodiy omil (sof foyda) va makroiqtisodiy instrument (Markaziy bankining asosiy stavkasi)ni birlashtirgan dividend siyosatining gibrid modeli asosida “O‘zmetkombinat” AJ tomonidan to‘lanadigan dividend koeffitsiyentining 2030-yilga qadar prognoz ko‘rsatkichlaridan foydalanish taklifi O‘zbekiston Metallurgiya Kombinati aksiyadorlik jamiyati tomonidan qabul qilingan (O‘zbekiston Metallurgiya Kombinati aksiyadorlik jamiyatining 2025 yil 9-oktabrdagi 01/01-01-01/822-son-sonli ma’lumotnomasi). Natijada kompaniya

tomonidan sof foydaning ma'lum bir qismi va mamlakat Markaziy bankining qat'iy moliyalashtirish stavkasining yig'indisiga bog'langan dividend siyosati kompaniyani 2027-yilga kelib O'zbekistonda kam sonli "dividend aristokratlari" kompaniyalari ro'yxatiga kirishiga va o'z-o'zidan investitsiyaviy jozibadorligini oshishiga olib kelishi rejalashtirilmoqda.

**Tadqiqot natijalarining aprobatsiyasi.** Tadqiqot natijalari 8 ta, jumladan 3 ta respublika va 5 ta xalqaro ilmiy-amaliy konferensiyalarda muhokamadan o'tkazilgan.

**Tadqiqot natijalarining e'lon qilinganligi.** Dissertatsiya mavzusi bo'yicha jami 12 ta ilmiy ish, shu jumladan, O'zbekiston Respublikasi Oliy ta'lim, fan va innovatsiyalar vazirligi huzuridagi Oliy attestatsiya komissiyasining doktorlik dissertatsiyalari asosiy ilmiy natijalarini chop etish bo'yicha tavsiya etgan ilmiy nashrlarda 4 ta ilmiy maqola, jumladan, 3 tasi respublika va 1 tasi xorijiy jurnallarda chop etilgan.

**Dissertatsiyaning tuzilishi va hajmi.** Dissertatsiya ishi kirish, uchta bob, xulosa, foydalanilgan adabiyotlar ro'yxati va ilovalardan iborat. Dissertatsiyaning umumiy hajmi 140 betni tashkil etadi.

## **I BOB. AKSIYADORLIK JAMIYATLARINING INVESTITSIYAVIY JOZIBADORLIGINI OSHIRISHNING NAZARIY-HUQUQIY ASOSLARI**

### **1.1. Aksiyadorlik jamiyatlarining investitsiyaviy jozibadorligi va uni oshirishga oid nazariy qarashlar**

Dunyo ko‘plab mamlakatlar, millatlar va qarashlar o‘rtasida yuzaga kelayotgan geosiyosiy ziddiyatlar sababli kuchli o‘zgarishlarga yuz tutmoqda. Bunday vaziyatda mamlakatlar va tarmoqlar rivojlanish darajasi moliyaviy resurslar yetishmasligi natijasida pasayish tendensiyalarini namoyish etmoqda. Xususan, Jahon banki 2024-yilda global iqtisodiy o‘shishni 2,7 foizni tashkil etishini, bu 2010-2019 yillardagi o‘rtacha 3,2 foizdan ancha past bo‘lishini prognoz qilgan<sup>6</sup>. Ushbu pasayish doimiy geosiyosiy keskinliklar, jumladan, tovar bozorlarini buzgan va inflyatsiya bosimini oshirgan Rossiya-Ukraina o‘rtasidagi ziddiyat bilan bog‘liq.

Bugungi geosiyosiy vaziyat, ayniqsa, rivojlanayotgan bozorlar va rivojlanayotgan mamlakatlarga sezilarli ta‘sir ko‘rsatmoqda hamda prognozlarga ko‘ra kelgusi ikki yil ichida aholi jon boshiga to‘g‘ri keladigan daromadlar yiliga o‘rtacha 2,8% ni tashkil etadi, bu 2019 yilgacha bo‘lgan o‘rtacha ko‘rsatkichdan to‘liq foiz punktiga past demakdir<sup>7</sup>.

Mazkur vaziyatda xalqaro moliyaviy tashkilotlar va investorlarning qo‘rquv darajasi oshishi, investitsiyalarning qaytishiga oid risklarni ko‘payib ketishi natijasida mamlakatlar va tarmoqlarga kiritilayotgan investitsiyalar ko‘rsatkichi ham pasayib ketmoqda. Xususan, global to‘g‘ridan-to‘g‘ri xorijiy investitsiyalar 2023-yilda 2 foizga yoki 1,3 trillion dollargacha qisqardi, bu birinchi navbatda global iqtisodiy o‘shishning sekinlashishi va geosiyosiy ziddiyatlarning kuchayishi zamirida yuz bermoqda<sup>8</sup>. Biroq, aynan hozir har qanday soha avvalgidanda investitsiyalarga muxtoj.

---

<sup>6</sup> Jahon banki ma‘lumotlari. Global Economic Prospects. 2024. <https://www.worldbank.org/en/publication/global-economic-prospects>

<sup>7</sup> Oldingi iqtibosga qarang.

<sup>8</sup> BMT ma‘lumotlari. <https://desapublications.un.org/publications/world-economic-situation-and-prospects-mid-2024>

Global geosiyosiy vaziyatdan tashqari mamlakatlar va kompaniyalarning investitsiyaviy jozibadorligi investitsiyalar oqimiga to'g'ridan-to'g'ri ta'sir qiladigan muhim element hisoblanadi. Ayniqsa, milliy iqtisodiyotni rivojlantirishda aksiyadorlik jamiyatlarining (AJ) investitsiyaviy jozibadorligi asosiy o'rin tutadi.

Investitsiyaviy jozibadorlik kompaniyalarning barqaror o'sish va bozorda raqobatbardoshligini ta'minlab, ichki va tashqi investitsiyalarni jalb qilish qobiliyatini belgilaydi. Investitsiyaviy jozibadorlikning nazariy jihatlarini o'rganish, ayniqsa, O'zbekiston kabi bozorlari rivojlanayotgan mamlakatlarda uni oshirishning samarali strategiyalarini shakllantirish uchun zarurdir.

Investitsiyaviy jozibadorlik konsepsiyasi, ayniqsa, moliyaviy barqarorlik va o'sish ko'pincha tashqi investitsiyalar ta'sirida bo'ladigan rivojlanayotgan bozorlarda aksiyadorlik jamiyatlarining rivojlanishi va raqobatbardoshligining hal qiluvchi elementi hisoblanadi. Investitsiyaviy jozibadorlik deganda kompaniyaning moliyaviy salomatligi, bozor salohiyati, boshqaruv amaliyoti va umumiy strategik yo'nalishi asosida salohiyatli investorlarni jalb qilish darajasi tushuniladi.

Iqtisodiy adabiyotlarda investitsiyaviy jozibadorlikka oid ko'plab nazariy qarashlar keltirilgan bo'lib, ularni quyidagi jadval ko'rishda taqdim etamiz (1.1-jadval).

### 1.1-jadval

#### Investitsiyaviy jozibadorlikka oid nazariy qarashlar

Mualliflar	Investitsiyaviy jozibadorlikka berilgan ta'rif
Harry Markowitz (1952)	Investitsiyaviy jozibadorlik - bu diversifikatsiyalangan portfelda kutilgan daromad va xavf o'rtasidagi muvozanat. <sup>9</sup>
William Sharpe (1964)	Investitsiyaviy jozibadorlikni investitsiyaviy aktivning beta-versiyasiga va kutilayotgan bozor mukofotiga e'tibor qaratgan holda, riskga qarab moslashtirilgan daromad sifatida ta'kidlangan. <sup>10</sup>

<sup>9</sup> Markowitz, H. (1952). Portfolio selection. The Journal of Finance, 7(1), 77-91. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1952.tb01525.x>

<sup>10</sup> Sharpe, W. F. (1964). Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. The Journal of Finance, 19(3), 425-442. <https://doi.org/10.2307/2329291>

Michael Jensen (1976)	Samarali korporativ boshqaruv va xarajatlarini minimallashtirish natijasida investitsiyaviy jozibadorlikni tadqiq qilgan. <sup>11</sup>
Peter Drucker (1985)	Investitsiyaviy jozibadorlikni korxonaning innovatsion salohiyati va bozorga moslashuvi bilan bog‘liqligini ta’kidlagan. <sup>12</sup>
John Dunning (1993)	Investitsiyaviy jozibadorlikni to‘g‘ridan-to‘g‘ri investitsiyalar uchun OLI (egalik, joylashish, ichkilashtirish) paradigmasi orqali aniqlangan. <sup>13</sup>
Aswath Damodaran (2002)	Moliyaviy samaradorlik va shaffoflik asosida uzoq muddatli qiymat yaratish salohiyati sifatida investitsiya jozibadorligini ta’kidlagan. <sup>14</sup>
Richard Baldwin (2006)	Investitsiyaviy jozibadorlikni mamlakatning global ta’minot zanjirlariga integratsiyalashuvi, savdo va investitsiyalar uchun ochiqligi bilan bog‘liqligini ta’kidlagan. <sup>15</sup>
Joseph Stiglitz (2013)	Barqaror rivojlanishni ta’kidlab, uzoq muddatli investitsiyaviy jozibadorlik ijtimoiy, ekologik va boshqaruv omillariga bog‘liqligini ta’kidlagan. <sup>16</sup>

Eugene Famaning fikriga ko‘ra aktivning investitsiyaviy jozibadorligi bozor samaradorligi omillarini hisobga olgan holda uning risksiz stavkasidan ortiq daromad olish qobiliyati bilan belgilanadi.<sup>17</sup> Shuningdek, investitsiyaviy

<sup>11</sup> Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360. <https://doi.org/10.2139/ssrn.94043>

<sup>12</sup> Drucker, P. F. (1985). *Innovation and entrepreneurship: Practice and principles*. Harper & Row. <https://doi.org/10.1108/eb046283>

<sup>13</sup> Dunning, J. H. (1993). *Multinational enterprises and the global economy*. Addison-Wesley. <https://doi.org/10.1057/9780230514813>

<sup>14</sup> Damodaran, A. (2002). *Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset*. John Wiley & Sons. <https://www.damodaran.com/>

<sup>15</sup> Baldwin, R. (2006). *Globalisation: The great unbundling(s)*. Economic Council of Finland Publication. Retrieved from <https://voxeu.org/article/globalization-and-growth>

<sup>16</sup> Stiglitz, J. E. (2013). *The price of inequality: How today’s divided society endangers our future*. W.W. Norton & Company. <https://doi.org/10.1093/acprof:oso/9780199288144.001.0001>

<sup>17</sup> Fama, E.F. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance*, 25(2), 383-417.

jozibadorlik uning turli iqtisodiy kuchlarga nisbatan sezgirligi asosida aktivning prognoz daromadini ko'p omilli baholash asosida ifodalaydi.<sup>18</sup>

J.Binda va boshqa olimlar tomonidan olib borilgan tadqiqotda investitsiyalarning tabiati va ularning tashabbuskorlarining maqsadlaridan kelib chiqqan holda sanoat korxonalarining investitsiyaviy jozibadorligini baholashning uslubiy masalalari bayon etilgan.<sup>19</sup>

Yana bir xorijiy tadqiqot ishida investitsiyalarni jalb qilishning aniq mexanizmi kapital bozori, ya'ni aksiyadorlik jamiyatlari orqali amalga oshirilishi keltirilib, Moldova Respublikasining kapital bozorining rivojlanish darajasi va investitsiyalarni jalb qilish imkoniyatlari tahlil qilingan.<sup>20</sup>

Qimmatli qog'ozlarning investitsiyaviy jozibadorligi investorlarning xatti-harakatlariga, kapital taqsimotiga va bozor samaradorligiga ta'sir qiladigan element bo'lganligi sababli moliya sohasida tadqiqotlarning muhim yo'nalishi hisoblanadi. Qimmatli qog'ozlar, masalan, qimmatli qog'ozlar, obligatsiyalar va derivativlar risk-daromadlilik profili, likvidligi va bozor sharoitlariga qarab baholanadi.

Kompaniyaning moliyaviy ko'rsatkichlari uning qimmatli qog'ozlarining jozibadorligining asosiy omilidir. Bir birlik aksiyaga nisbatan daromad (EPS), narx-daromad nisbati (P/E) va dividendlar daromadlilik kabi ko'rsatkichlar investorlar tomonidan qimmatli qog'ozlarni baholash uchun keng qo'llaniladi. Damodaranga ko'ra, diskontlangan pul oqimi (DCF) tahlili kabi baholash modellari uzoq muddatli investitsiya qarorlari uchun juda muhim bo'lgan qimmatli qog'ozlarning ichki qiymatini baholash uchun mustahkam asos yaratadi<sup>21</sup>. Xuddi shunday, Fama va French investorlar uchun asosiy e'tibor bo'lgan qimmatli qog'ozlar daromadlarini

---

<sup>18</sup> Ross, S.A. (1976). The Arbitrage Theory of Capital Asset Pricing. *Journal of Economic Theory*, 13(3), 341-360.

<sup>19</sup> Binda, J. B., Prokopenko, M., Ramskiy, A., Shuplat, O., Halan, L., & Mykhaylenko, D. (2020). Assessment of investment attractiveness of industrial enterprises. *International Journal of Management (IJM)*, 11(2), 27-35.

<sup>20</sup> Efros, Damian. Investment attractiveness analysis of joint stock companies in the Republic of Moldova. In: Simpozion științific al tinerilor cercetători, Ed. 21, 7-8 aprilie 2023, Chișinău. Chișinău Republica Moldova: "Print-Caro" SRL, 2023, Ediția 21, Vol.3, pp. 228-231. ISBN 978-9975-180-04-7

<sup>21</sup> Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. John Wiley & Sons;

tushuntirishda obuna kitobi o'Ichami va bozor nisbati kabi omillarning muhimligini ta'kidlaydilar<sup>22</sup>.

Chen, Roll va Ross makroiqtisodiy o'zgaruvchilar aktivlarning daromadlilikiga qanday ta'sir qilishini tadqiq qilgan<sup>23</sup>. Foiz stavkalari, inflyatsiya va YaIMning o'sishi kabi makroiqtisodiy omillar qimmatli qog'ozlarning jozibadorligiga sezilarli ta'sir ko'rsatadi. Masalan, foiz stavkalarining oshishi odatda obligatsiyalar kabi qat'iy daromadli qimmatli qog'ozlarning jozibadorligini pasaytiradi, chunki ularning belgilangan kupon to'lovlari yuqori daromadli yangi emissiyalarga nisbatan kamroq jozibador bo'lishini isbotlagan.

Yaqin xorij olimlaridan A.Safronov, N.Verbin, A.Abramov, L.Andrianova, A.Kuzubov, Yu.Anishenko, N.Kelchevskaya, A.Ivanov, V.Vishnever va boshqalar korxonaning investitsiyaviy jozibadorlik masalarini turl xil yondashuvlar, xususan, qimmatli qog'ozlar misolida, korporativ boshqaruv misolida, ichki va tashqi omillar misolida o'rganishga harakat qilgan. <sup>24</sup>

Xususan V.Vishnever institutsional investorlar tomonidan investitsiyalarning o'sishini ko'rsatib, bu emitentlarga raqamli texnologiyalar orqali modernizatsiya qilish uchun qo'shimcha moliyalashtirishni ta'minlash imkonini berishini tadqiq qilgan. Mazkur tadqiqot ishida turli usullar, jumladan qiyosiy tahlil, diskontlangan

---

<sup>22</sup> Fama, E. F., & French, K. R. (1992). The Cross-Section of Expected Stock Returns. *Journal of Finance*, 47(2), 427-465.

<sup>23</sup> Chen, N., Roll, R., & Ross, S. A. (1986). Economic Forces and the Stock Market. *Journal of Business*, 59(3), 383-403.

<sup>24</sup> Alexander Arkadyevich Safronov, Alexey Ivanovich Sazonov (2021). Assessing the Investment Attractiveness of Shares: The Joint Use of Fundamental and Technical Analysis. *Universal Journal of Accounting and Finance*, 9(5), 908- 915. DOI: 10.13189/ujaf.2021.090502.; Вербин, Н. Е. "Анализ факторов, влияющих на инвестиционную привлекательность ценных бумаг." *Национальные экономические системы в контексте формирования глобального экономического пространства*. 2016.; Абрамов, А. Е., Радыгин, А. Д., & Чернова, М. И. (2019). Влияние дивидендного фактора на инвестиционную привлекательность акций российских компаний. *Экономическое развитие России*, 26(5), 38-46.; Андрианова, Л. Н. (2021). К вопросу об инвестиционной привлекательности акций негосударственных пенсионных фондов. *Сибирская финансовая школа*, (2), 87-91.; Кузубов, А. А., & Овдей, Е. В. (2018). Теоретические основы оценки инвестиционной привлекательности акций. *Актуальные вопросы современной экономики*, (8), 24-42.; Анищенко, Ю. А., & Логачева, И. А. (2009). Сравнительный анализ подходов к оценке инвестиционной привлекательности предприятий. *Сибирский аэрокосмический журнал*, (2), 422-427.; Кельчевская, Н. Р., Черненко, И. М., & Попова, Е. В. (2017). Влияние корпоративной социальной ответственности на инвестиционную привлекательность российских компаний. *Экономика региона*, 13(1), 157-169.; Иванов, А. П., Сахарова, И. В., & Хрусталева, Е. Ю. (2006). Финансовые методы управления инвестиционной привлекательностью компании. *Аудит и финансовый анализ*, (1), 124-141.; Vishnever, V. Y. (2021). Investment Attractiveness Of Securities: Issues Of Theory And Evaluation. In S. I. Ashmarina, V. V. Mantulenko, M. I. Inozemtsev, & E. L. Sidorenko (Eds.), *Global Challenges and Prospects of The Modern Economic Development*, vol 106. *European Proceedings of Social and Behavioural Sciences* (pp. 647-652). European Publisher. <https://doi.org/10.15405/epsbs.2021.04.02.78>

pul oqimi va samaradorlik koeffitsientlari kabi usullar orqali investitsiyaviy jozibadorlikni baholash amalga oshirilgan.<sup>25</sup>

Shuningdek, N. E. Verbinning tadqiqot ishi qimmatli qog'ozlarning investitsiyaviy jozibadorligini aniqlashda qanday asosiy omillar ta'sir qilishini o'rganishga bag'ishlangan bo'lib, muallif har xil turdagi qimmatli qog'ozlarga investorlarning qiziqishiga ta'sir qilishi mumkin bo'lgan ichki va tashqi omillarni tadqiq qilgan<sup>26</sup>.

Investitsiyaviy jozibadorlik, u qanday kontekstda tahlil qilinmasin, mamlakatimiz olimlari tomonidan ham ko'plab tadqiq qilingan mavzulardan biri hisoblanadi. N.Karimov, I.Butikov, M.Eshov, Sh.Mustafakulov, F.Muxamedov, A.Burxanov, Sh.Muminov, J.Zaynalov, S.Elmirzayev, X.Xudoyqulov<sup>27</sup> va boshqalar investitsiyalarning iqtisodiy ahamiyati, hududlar iqtisodiyotida investitsiyalar va investitsiyaviy jozibadorlikning tutgan o'rni, davlatning investitsiyaviy siyosati kabi mavzularda tadqiqotlar olib borishgan.

Mahalliy olimlardan Sh.Mustafakulov asosan hududlarning investitsiyaviy jozibadorligini tadqiq qilgan bo'lib, qanday omillar hududlarning investitsiyaviy jozibadorligiga ta'sir etishi tahlil qilingan<sup>28</sup>. Muallif mintaqaning investorlar uchun jozibadorligini oshirishga ko'p qirrali yondashuv muhimligini ta'kidlaydi, bu esa pirovardida iqtisodiy o'sish va rivojlanishni ta'minlaydi degan xulosani olg'a surgan.

---

<sup>25</sup> Vishnever, V. Y. (2021). Investment Attractiveness Of Securities: Issues Of Theory And Evaluation. In S. I. Ashmarina, V. V. Mantulenko, M. I. Inozemtsev, & E. L. Sidorenko (Eds.), *Global Challenges and Prospects of The Modern Economic Development*, vol 106. European Proceedings of Social and Behavioural Sciences (pp. 647-652). European Publisher. <https://doi.org/10.15405/epsbs.2021.04.02.78>

<sup>26</sup> Вербин, Н. Е. "Анализ факторов, влияющих на инвестиционную привлекательность ценных бумаг." Национальные экономические системы в контексте формирования глобального экономического пространства. 2016.

<sup>27</sup> Karimov, N. G. (2007). Iqtisodiy integratsiyalashuv sharoitida investitsiya faoliyatini moliyalashtirishning bozor mexanizmlarini joriy etish masalalari. T.: Fan va texnologiya, 240.; Бутиков И. Рынок ценных бумаг. Учебник. – Т.: Консаудитинформ, 2001. - 496 б.; Mansur, E. (2016). Investment and market structure deployment in the implementation of enterprise value advancement: Case of Uzbekistan. *Journal of Management Value and Ethics*, 6(1).; Mustafakulov, S. (2017). Investment attractiveness of regions: Methodic aspects of the definition and classification of impacting factors. *European Scientific Journal*, 13(10), 433-449.; Мухамедов Ф.Т. Ўзбекистонда қимматли қоғозлар бозори савдо тизимларини ривожлантириш йўналишлари. Иқт. фан. докт. (DSc) дисс. автореф. – Тошкент, 2019. – 60 б.; A.U. Burxanov, Sh.X. Muminov, X.X. Xudoyqulov. Investitsiya va innovatsiyalar. Darslik. Innovatsion rivojlanish nashriyot matbaa uvi: 2021.; Элмирзаев С.Э. и др. Финансовый рынок. Учебник. – Тошкент.: "IQTISOD-MOLIYA", 2019/ - 400 с; J.Zaynalov va boshqalar. Investitsiya. Darslik. "Iqtisod-moliya", 2020;

<sup>28</sup> Mustafakulov, S. (2017). Investment attractiveness of regions: Methodic aspects of the definition and classification of impacting factors. *European Scientific Journal*, 13(10), 433-449.

M.Eshov tomonidan chop etilgan tadqiqot ishi investitsiya strategiyalari, bozor tuzilishi, va O'zbekiston sharoitida korxonalar qiymatini oshirishda investitsiyalarning ahamiyatini o'rgangan<sup>29</sup>. Tadqiqot O'zbekistondagi biznes strategik investitsiyalar va samarali bozor tuzilmasini joriy etish orqali o'z qiymatini qanday oshirishi mumkinligi haqida tushuncha beradi.

Yana bir mahalliy iqtisodchi olim N.Karimov iqtisodiyotni modernizatsiyalash, diversifikatsiyalash va tarkibiy o'zgartirish sharoitida oqilona ishlab chiqilgan investitsiyaviy siyosat va uzoq muddatga mo'ljallangan keng qamrovli investitsiya dasturlarining amalga oshirilishi o'zining ijobiy samarasini berishini tadqiq qilgan<sup>30</sup>.

Yuqorida keltirilgan adabiyotlarning keng ko'lamli tahlili asosida investitsiyaviy jozibadorlikning quyidagi mualliflik ta'rifi ishlab chiqildi:

*“Investitsiyaviy jozibadorlik - moliyaviy, boshqaruv, institutsional, ijtimoiy va ekologik omillarni, shuningdek, uzoq muddatli o'sish salohiyatini har tomonlama baholash asosida investitsiya ob'ektining barqaror rentabellikni ta'minlash va investorlar uchun xavflarni minimallashtirish qobiliyatidir.”*

Mavzuga oid adabiyotlar tahlili shuni ko'rsatdiki, investitsiyaviy jozibadorlik to'g'risida mahalliy olimlarimiz tomonidan ko'plab ilmiy-tadqiqot ishlari olib borilgan bo'lsada, investitsiyaviy jozibadorlik tor doirada, ya'ni kompaniyalar, xususan aksiyadorlik jamiyatlari misolida ularning fond bozorida investorlarni jalb qilish masalalari deyarli o'rganilmagan. Aynan shu sababdan aksiyadorlik jamiyatlarining fond bozoridagi investitsiyaviy jozibadorligi masalalarini tadqiq qilishni o'z oldimizga maqsad qilib belgiladik.

Aksiyadorlik jamiyatlari uchun investitsiyaviy jozibadorlik shaffof va samarali korporativ boshqaruv, kuchli bozor ko'rsatkichlari va aksiyadorlar huquqlarini himoya qiluvchi me'yoriy-huquqiy hujjatlarga rioya qilish orqali ta'minlanadi. Ko'pgina hollarda, fond bozori vositalari orqali investitsiyalarni rag'batlantirish kompaniyaning jozibadorligini shakllantirishda hal qiluvchi rol o'ynaydi.

---

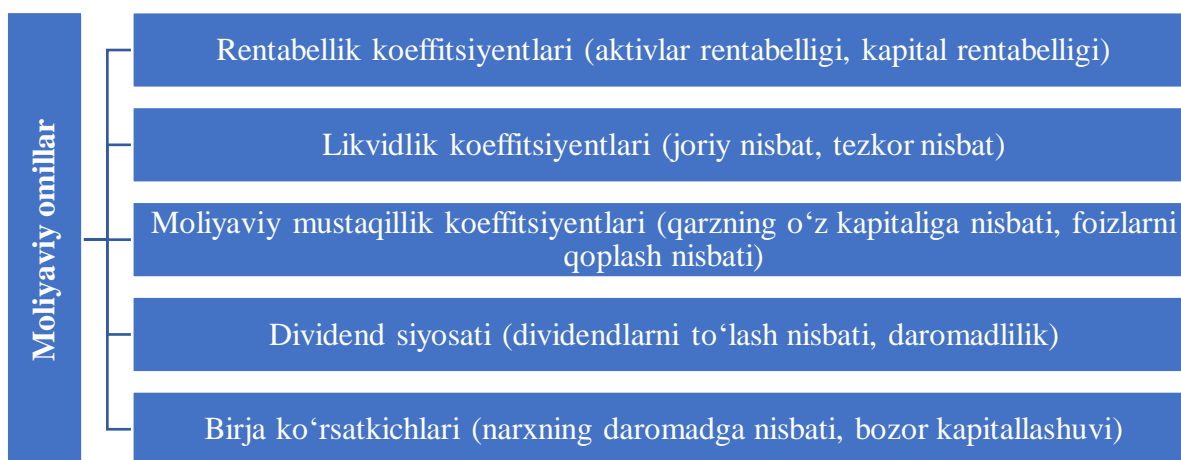
<sup>29</sup> Mansur, E. (2016). Investment and market structure deployment in the implementation of enterprise value advancement: Case of Uzbekistan. Journal of Management Value and Ethics, 6(1).;

<sup>30</sup> Karimov, N. (2020). O'zbekistonda qulay investitsion muhitni shakllantirish orqali investitsion jozibadorlikni oshirish istiqbollari. Arxiv nauchnix issledovaniy, 33(1).

Mamlakatda moliyaviy bozorlarning rivojlanishi kompaniyalarga nafaqat kapital oqimini, balki tashkilotning uzoq muddatli o‘sishi va barqarorligini ta’minlab, ularning investitsiyaviy jozibadorligini oshirish uchun turli yo‘llarni paydo qiladi.

Demak, investitsiyaviy jozibadorlik - bu kompaniyaning moliyaviy barqarorlik, rentabellik va o‘shish salohiyatini namoyish etish orqali investorlarni jalb qilish qobiliyatini anglatadi. Investitsiyaviy jozibadorlikka turli omillar ta’sir qilib, ularni tabiati va ta’siriga qarab turli toifalarga bo‘lish mumkin. Asosiy tasniflarga moliyaviy, iqtisodiy, boshqaruv, bozor, institutsional va tashqi makroiqtisodiy omillar kiradi.

Moliyaviy ko‘rsatkichlar kompaniyaning rentabelligi, barqarorligi va investorlar uchun daromad olish qobiliyatini aks ettirishi sababli uning investitsiyaviy jozibadorligining asosi hisoblanadi. Investorlar risklarni va kelajakdagi daromadlarni baholash uchun rentabellik, likvidlik, moliyaviy mustaqillik va aksiyalarning samaradorligi kabi asosiy moliyaviy ko‘rsatkichlarni tahlil qiladilar.

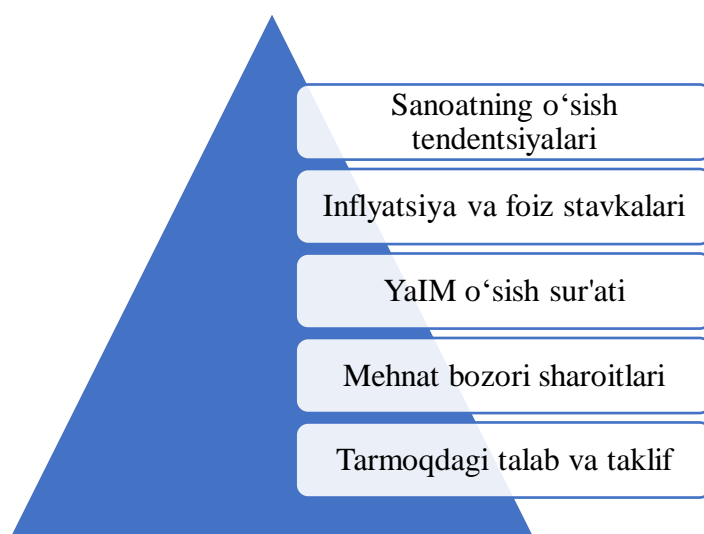


**1.1-rasm. Investitsiyaviy jozibadorlikka ta’sir etuvchi moliyaviy omillar<sup>31</sup>**

Aniqki doimiy daromadga, past qarz darajasiga va shaffof dividend siyosatiga ega bo‘lgan moliyaviy jihatdan kuchli kompaniya uzoq muddatli o‘shish salohiyati va moliyaviy barqarorlikni o‘zida mujassam etgani uchun investitsiyalarni jalb qilish ehtimoli ko‘proq bo‘ladi. Umuman olganda, kompaniyaning investitsiyaviy jozibadorligiga ta’sir qiluvchi moliyaviy omillar 1.1-rasmda keltirilgan.

<sup>31</sup> Muallif ishlanmasi

Kompaniyaning iqtisodiy muhiti uning investitsiyaviy jozibadorligiga sezilarli ta'sir ko'rsatadigan yana bir omil hisoblanadi. YaIMning o'sishi, inflyatsiya darajasi, foiz stavkalari va umumiy sanoat tendentsiyalari kabi omillar biznesning barqarorligi va rivojlanish istiqbollarini belgilaydi (1.2-rasm). Kuchli iste'mol talabi va qulay makroiqtisodiy sharoitlar bilan tez rivojlanayotgan sanoatdagi kompaniya odatda xavfsizroq va istiqbolli sarmoya hisoblanadi. Aksincha, iqtisodiy pasayish, yuqori inflyatsiya yoki bozorning to'yinganligi noaniqlik va risklarning kuchayishi tufayli investorlarni sarmoya kiritishdan qaytaradigan asosiy sabablar hisoblanadi.



**1.2-rasm. Investitsiyaviy jozibadorlikka ta'sir etuvchi investitsiyaviy muhit omillari<sup>32</sup>**

Samarali boshqaruv va korporativ boshqaruv investitsiya jozibadorligini oshirishda hal qiluvchi rol o'ynovchi yana bir muhim omil hisoblanadi. Investorlar ko'pincha tajribali yetakchilik, aniq strategik yo'nalish va kuchli risklarni boshqarish siyosatiga ega kompaniyalarni qidiradi. Shaffof hisobot, axloqiy biznes amaliyoti va innovatsiyalarga e'tibor ham investorlarning ishonchini oshirishga xizmat qiladi. To'g'ri qaror qabul qilish va bozor o'zgarishlariga moslashish obro'siga ega bo'lgan yaxshi boshqariladigan kompaniya kapitalni jalb qilish va uzoq muddatli muvaffaqiyatni saqlab qolish ehtimoli ko'proq bo'ladi.

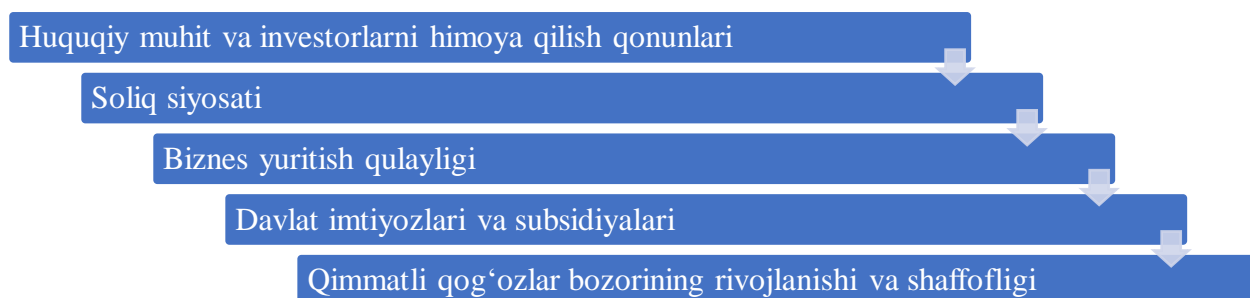
Kompaniyaning bozordagi o'rni va raqobatbardosh ekanligi uning investorlar uchun jozibadorligiga to'g'ridan-to'g'ri ta'sir qiluvchi yana bir muhim omil hisoblanadi. Bozor bilan bog'liq omillarga brend obro'si, bozor ulushi, mijozlarning

---

<sup>32</sup> Muallif ishlanmasi

sodiqli va mahsulotni diversifikatsiya qilish kiradi. O'z sohalarida yetakchilik qiladigan, kuchli raqobatbardosh ustunlikka ega bo'lgan hamda mahsulot va xizmatlarda innovatsiyalarni namoyish etuvchi kompaniyalar investorlarni ko'proq jalb qilishi aniq.

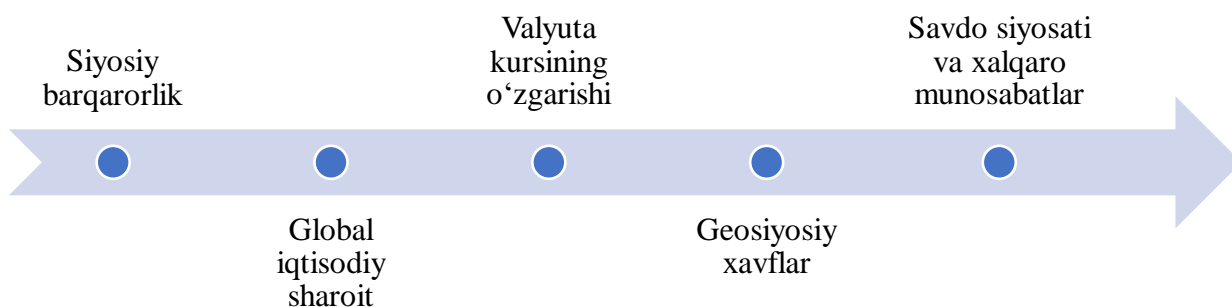
Investitsiyaviy jozibadorlikka ta'sir qiluvchi yana bir muhim omil bu mamlakatda iqtisodiy o'sish, kompaniyaning va investorlarning huquqlarini himoya qilishga qaratilgan huquqiy va tartibga soluvchi muhitning yaratilgani hisoblanadi. Investorlar investitsiya qarorlarini qabul qilishda biznes yuritishning qulayligini, soliq siyosatini, investorlarni himoya qilish normalari va davlat imtiyozlarini sinchiklab o'rganadi. Kuchli va puxta qonunchilik bazasi, shaffof tartib-qoidalar va qulay soliq siyosatiga ega mamlakatlar biznesning rivojlanishi uchun sharoit yaratadi, bu esa bunday manzillarda faoliyat yuritayotgan kompaniyalarni sarmoya uchun jozibador ob'ektga aylanish imkoniyatini beradi (1.3-rasm).



### 1.3-rasm. Investitsiyaviy jozibadorlikka ta'sir etuvchi institutsional omillar<sup>33</sup>

Siyosiy barqarorlik, valyuta kursining o'zgarishi va global savdo siyosati kabi kompaniyaning nazorati ostida bo'lmagan makroiqtisodiy sharoitlar investitsiya qarorlariga sezilarli ta'sir qiluvchi muhim omillardan hisoblanadi. Investorlar, rejalashtiriladigan iqtisodiy siyosatga ega siyosiy barqaror mintaqalardagi kompaniyalarga kapital ajratishga ko'proq moyil bo'lib, davlatning ichki va tashqi siyosatidagi har qanday noaniqlik ularni sarmoya kiritishdan qaytaradi. Shuningdek, savdo kelishuvlari va ta'minot zanjiri barqarorligi kabi global iqtisodiy tendensiyalar, xalqaro aloqalari o'rnatilgan, tovar va xizmatlarni chet elda ayirboshlay oladigan kompaniya uchun investitsiyaviy jozibadorlik nihoyatda muhim ahamiyat kasb etadi (1.4-rasm).

<sup>33</sup> Muallif ishlanmasi



#### 1.4-rasm. Investitsiyaviy jozibadorlikka ta'sir etuvchi tashqi siyosiy va iqtisodiy omillar<sup>34</sup>

Muxtasar qilib aytganda, barqaror va investorlar uchun qulay muhitda ishlaydigan kompaniyalar ko'proq uzoq muddatli investitsiyalarni jalb qila oladi.

Aksiyadorlik jamiyatlarining fond bozorida investitsiyaviy jozibadorligini tadqiq etishda birinchi navbatda fond bozori va uning kompaniyalar uchun investitsiyaviy jozibadorlik maydoni sifatidagi vazifasini anglash zarur.

Umuman olganda qimmatli qog'ozlar bozorining funksiyalari sifatida quyidagilarni keltirish mumkin:

Investitsiya funksiyasi - aksiyalar va obligatsiyalar chiqarish orqali kompaniyalarga kapitalga kirishni ta'minlaydi.

Narx belgilash funksiyasi - talab va taklif asosida moliyaviy aktivlarning bozor qiymatini belgilaydi.

Qayta taqsimlash funksiyasi - investitsiyalarni iqtisodiyotning eng istiqbolli va samarali tarmoqlariga yo'naltiradi.

Axborot funksiyasi - bozor ishtirokchilariga joriy narxlar, emitentlarning moliyaviy ko'rsatkichlari va boshqa bozor omillari to'g'risida ma'lumot beradi.

Xedjlash funksiyasi - bozor ishtirokchilariga moliyaviy vositalar orqali risklarni kamaytirish imkonini beradi.

#### 1.5-rasm. Qimmatli qog'ozlar bozorining asosiy funksiyalari<sup>35</sup>

Qimmatli qog'ozlar bozori - bu qimmatli qog'ozlarni chiqarish va muomalaga kiritish bo'yicha iqtisodiy munosabatlar tizimi bo'lib, kapitalning ishtirokchilar o'rtasida qayta taqsimlanishini ta'minlaydi. Uning asosiy maqsadi korporativ sektorga sarmoya kiritish orqali bo'sh moliyaviy resurslarni safarbar etish va ulardan samarali foydalanish hisoblanadi. Qimmatli qog'ozlar bozori birlamchi va ikkilamchi bozorlardan iborat. Birlamchi bozor - bu qimmatli qog'ozlarning yangi

<sup>34</sup> Muallif ishlanmasi

<sup>35</sup> Muallif ishlanmasi

emissiyalari joylashtiriladigan bozor, ikkilamchi bozor esa keyinchalik ular investorlar o'rtasida sotib olinadi va sotiladi.

Qimmatli qog'ozlar bozori investitsiyalarni jalb qilishning muhim vositasi bo'lib, kompaniyalarga uzoq muddatli moliyalashtirish imkoniyatini beradi. Fond bozorining investitsiyalarni jalb qilish maydoni sifatidagi faoliyatiga oid quyidagi yo'nalishlarni va ta'sir mexanizmlarini alohida ajratib ko'rsatish mumkin:

1. Ommaviy joylashtirish (taklif etish) (IPO/SPO/FPO) orqali to'g'ridan-to'g'ri moliyalashtirish - dastlabki ommaviy takliflar (IPO) va keyingi aksiyalarni ommaviy joylashtirish (SPO/FPO) kompaniyalarga katta miqdordagi kapitalni jalb qilish, ishlab chiqarishni kengaytirish, yangi loyihalarni moliyalashtirish va biznesni diversifikatsiya qilish imkonini beradi.

2. Uzoq muddatli investitsiyalarni rag'batlantirish - investorlar kompaniyalarning bozor qiymati oshishi va dividendlar olinishini ko'zda tutgan holda kompaniyalarga sarmoya kiritishadi. Fond bozori esa bu kutilmalarni ro'yobga chiqarishi mumkin bo'lgan joy hisoblanadi.

3. Shaffoflik va korporativ boshqaruvni takomillashtirish – birja savdolariga kirish va unda qolish uchun listing qoidalari o'rnatilgan bo'lib, bu qoidalar yuqori shaffoflik va korporativ boshqaruv standartlariga rioya qilishni talab qiladi, bu esa investorlarning ishonchini oshiradi.

4. Kompaniyaning bozor qiymatini shakllantirish - kompaniyaning aksiyalari qiymati bilan belgilanadigan bozor kapitallashuvi investitsiya jozibadorligi va moliyaviy barqarorlikning muhim ko'rsatkichi bo'lib, kompaniyaning bozor kapitallashuvi darajasi aynan fond bozorida, kompaniyaning aksiyalariga bo'lgan talab va taklif orqali shakllanadi.

5. Bank kreditlariga qaramlikni kamaytirish - fond bozoridan mablag'larni jalb qilish uchun foydalanadigan kompaniyalar qarz yukini kamaytiradi va moliyaviy risklarni kamaytiradi. Misol uchun, kompaniya tomonidan obligatsiyalarning emissiya qilinishi kompaniyani bank kreditlariga bo'lgan talabni qondiradi.

Shunday qilib, fond bozori likvidlikni ta'minlash, kapitalni qayta taqsimlash va iqtisodiy o'sishni rag'batlantirishda juda muhim rol o'ynaydi va investitsiyalarni jalb qilishning muhim vositasi - maydoniga aylantiradi.

Investitsiyaviy jozibadorlikni o'rganishning ilmiy yondashuvlari hozirga qadar bozor ishtirokchilarining oqilona xulq-atvoriga asoslangan klassik tushunchalardan xulq-atvor va atrof-muhit omillarini hisobga oladigan zamonaviy modellarga tomon o'zgarib kelgan. Investitsiyaviy jozibadorlikni anglashga oid klassik modellardan zamonaviy modellarga qadar bo'lgan jarayonni quyida batafsil ko'rib chiqamiz.

Investitsiyaviy jozibadorlikni anglashga oid klassik modellarning eng birinchilari Jeyms Tobinning "Q" konespsiyasiga borib taqaladi. Ushbu konsepsiya dastavval Nikolas Kaldor tomonidan 1966 yilda chop etilgan maqolada taqdim etilgan<sup>36</sup>. Biroq, taxminan o'n yildan so'ng ushbu konsepsiya Tobin tomonidan o'zgartirishlar kiritilgan holda keng jamoatchilikka olib chiqilgan<sup>37</sup>. Keyinchalik, 1981-yilda Tobin aynan shu tadqiqoti uchun Nobel mukofoti sovrindori bo'lgan. Mazkur konsepsiyaga ko'ra kompaniyaning investitsiyaviy jozibadorligi bozor va uning aktivlarining balans qiymati nisbati bilan belgilanadi:

$$q = \frac{\text{Kompaniyaning bozor qiymati}}{\text{Jami aktivlarni almashtirish qiymati}} \quad (1.1)$$

bunda, agar  $q > 1$  bo'lsa, kompaniya investitsiyalar uchun jozibador hisoblanadi, chunki bozor uni o'z aktivlari qiymatidan yuqori baholaydi.

Agar  $q < 1$  bo'lsa, investorlar uchun kompaniya aksiyalariga investitsiya qilishdan ko'ra real aktivlarni sotib olish foydaliroq degan xulosa kelib chiqadi.

Investorlarga aksiyadorlik jamiyatlarining investitsiyaviy jozibadorligini aniqlashda bu konsepsiyani qo'llash kompaniyaning rivojlanish istiqbollarini baholash imkonini beradi. Bunda "q" qiymati qanchalik yuqori bo'lsa, kompaniya shunchalik kuchli raqobatdosh ustunliklarni va investorlarning yuqori ishonchini bildiradi.

---

<sup>36</sup> Kaldor, Nicholas C. (1966). "Marginal Productivity and the Macro-Economic Theories of Distribution: Comment on Samuelson and Modigliani". *The Review of Economic Studies*. 33 (4): 309–319. doi:10.2307/2974428. JSTOR 2974428.

<sup>37</sup> *Asset Markets and the Cost of Capital*. James Tobin and W.C. Brainard, 1977, Economic Progress, Private Values and Public Policy

Iqtisodiyot sohasida yana bir Nobel mukofoti sovrindori Garri Markovitz ham investitsiyaviy jozibadorlikni anglashga oid o‘z qarashlarini keltirgan. Garri Markovitz 1990 yilda Nobel mukofotiga sazovor bo‘lgan “Portfelni tanlash” (Portfolio Selection) asarida zamonaviy portfel investitsiyalari nazariyasiga asos solgan<sup>38</sup>. Mazkur nazariyaga asosan investorlar ma’lum bir risk darajasi uchun portfel daromadini maksimal darajada oshiradilar. Shuningdek, past korrelyatsiyali aksiyalarning kombinatsiyasi portfelning volatilligini pasaytiradi. Markovitzning samarali chegarasi - bu risk va daromad o‘rtasidagi eng yaxshi almashinuvni ta’minlaydigan portfellar to‘plamidir. Investorlarga aksiyadorlik jamiyatlarining investitsiyaviy jozibadorligini aniqlashda bu nazariyani qo‘llash o‘zgaruvchanligi past va barqaror dividendlarga ega kompaniyalar diversifikatsiyalangan portfellarni yaratadigan institutsional investorlar uchun jozibador hisoblanishi bilan izohlanadi.

Franko Modigliani va Merton Miller o‘zlarining “Kapital qiymati, korporatsiya moliyasi va investitsiyalar nazariyasi” (The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment) nomli maqolalarida soliqlar va moliyaviy cheklovlar mavjud bo‘lmaganda kompaniyaning qiymati kapital tuzilishi (qarzning o‘z kapitaliga nisbati) ga bog‘liq emasligini isbotlagan<sup>39</sup>. Oradan besh yil o‘tib, 1963-yilda ular kompaniyaning qiymatini hisoblashda soliq ta’sirini ham hisobga olib, qarzlar yuqori bo‘lgan kompaniyalar kreditlar bo‘yicha foizlar soliqqa tortiladigan daromadlarni kamaytirishi sababli soliq imtiyozlariga ega bo‘lishini namoyon etishgan. Aynan shuning uchun, kapitalning maqbul tuzilmasi kompaniyaning investitsiyaviy jozibadorligiga ta’sir etuvchi kapital qiymati va moliyaviy risklar o‘rtasidagi muvozanatni hisobga olishi aksiyadorlik jamiyatlari uchun investorlarni jalb qilishda ta’minlanishi kerak bo‘lgan muhim indikatorlardan biri hisoblanadi.

Yuqorida ta’kidlab o‘tganimizdek, investitsiyaviy jozibadorlikni anglashga oid zamonaviy modellar ham bo‘lib, ushbu modellar iqtisodiyotlarning baynalminallashuvi ortidan zamonga moslashib kelmoqda. Shunday zamonaviy modellardan biri – xulq-atvor iqtisodiyotiga asoslangan yondashuvdir.

---

<sup>38</sup> Markowitz, H. (1952). Portfolio Selection. *The Journal of Finance*, 7(1), 77–91. <https://doi.org/10.2307/2975974>

<sup>39</sup> Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261–297. <http://www.jstor.org/stable/1809766>

Klassik nazariyalar sarmoyadorlarni oqilona deb hisoblardi, lekin aslida qarorlar qabul qilishga ko‘pincha hissiyotlar va kognitiv jihatlar ta’sir qiladi. Xulq-atvor iqtisodiyoti yo‘nalishida tadqiqot olib borgan Daniel Kahneman va Richard Thaler iqtisodiyotiga qo‘shgan hissalar uchun Nobel mukofotiga (2002, 2017-yillar) sazovor bo‘lishgan<sup>40</sup>. Ularning fikriga ko‘ra investorlar oldingi narxlarga qarab qaror qabul qiladilar (Langar effekti), investorlar o‘zlarining prognozlarini ortiqcha baholashga moyil (Haddan tashqari ishonch effekti) va bozor ishtirokchilari o‘zlarining taxminlarini fundamental tahlilga emas, balki so‘nggi voqealarga qarab o‘zgartiradilar (Moslashuvchan taxminlar gipotezasi). Bundan kelib chiqadiki, xulq-atvor omillari kompaniyalar uchun obro‘ va axborot shaffofligini boshqarish muhimligi sababli bozor kapitallashuviga ta’sir qiladi. Investitsiyaviy jozibadorlik bu nazariyaga asoslanib aytadigan bo‘lsak nafaqat moliyaviy ko‘rsatkichlarga, balki investorlarning xulq-atvoriga, ommaviy vahima yoki eyforiyasiga ham bog‘liq bo‘ladi.

Zamonaviy modellardan yana biri - 2000-yillarning o‘rtalaridan boshlab faol rivojlana boshlagan - ESG - kompaniyalarni ekologik, ijtimoiy va boshqaruv omillari asosida baholash investitsiya tendensiyasi (Atrof-muhit, Ijtimoiy, Boshqaruv) yuzaga kelgan (1.6-rasm).

Bunda, ESG investitsiyalari Ekologiya (E) - energiya samaradorligi, ekologik javobgarlik, zaharli uglerod gazlarini kamaytirish; Ijtimoiy siyosat (S) - ishchilarning huquqlari, mehnat sharoitlari; Korporativ boshqaruv (G) - shaffoflik, korrupsiyaning yo‘qligi, mustaqil direktorlar kengashi kabi elementlarni o‘z ichiga oladi. Investitsiyaviy jozibadorlikni kun tartibiga qo‘yadigan har qanday kompaniya bugungi kunda ESG va SDG tamoyillariga amal qilishi kerak. ESG reytinglari xalqaro investorlar uchun muhim mezonga aylangan bo‘lib, faqatgina yuqori ijtimoiy va ekologik mas’uliyatga, kuchli va adekvat boshqaruv ega bo‘lgan kompaniyalar imtiyozli moliyalashtirish va institutsional investorlarning qiziqishini oshirishlari mumkin.

---

<sup>40</sup> Kahneman, D., Knetsch, J. L., & Thaler, R. (1986). Fairness as a Constraint on Profit Seeking: Entitlements in the Market. *The American Economic Review*, 76(4), 728–741. <http://www.jstor.org/stable/1806070>

## Atrof-muhit (Environmental)

- Iqlim o'zgarishi (Climate change)
  - Issiqxona gazlari chiqindilari
  - Resurslar tanqisligi, jumladan suv
  - Chiqindilar va ifloslanish
  - O'rmonlarning kesilishi

## Ijtimoiy (Social)

- - Ish sharoitlari, jumladan qullik va bolalar mehnati
- Mahalliy aholi, jumladan tub aholi va mojaroli hududlar
- Sog'liqni saqlash va xavfsizlik
- Xodimlar bilan munosabatlar va xilma-xillik

## Korporativ boshqaruv (Governance)

- - Rahbarlarning ish haqi
- Poraxo'rlik va korrupsiya
- Siyosiy lobbichilik va xayriya mablag'lari
- Boshqaruv kengashining tarkibi va xilma-xilligi
- Soliq strategiyasi

### 1.6-rasm. ESG investitsiyalar tamoyillari<sup>41</sup>

Morningstar kompaniyasining ma'lumotlariga ko'ra 2021 yilda global ESG fondlari 3,2 trillion dollardan oshgan bo'lib, bu tendensiya ESG omillarining investitsiya jozibadorligining hal qiluvchi omiliga aylanib borayotganini ko'rsatadi<sup>42</sup>.

Investitsiyaviy jozibadorlik nazariyalarining rivojlanishi shuni ko'rsatadiki, klassik modellar hali ham dolzarb bo'lib qolmoqda, ammo ular yangi omillar - xulq-atvor jihatlari va barqaror rivojlanish nazariyalari bilan integratsiyalashmoqda. Jahon va mahalliy bozorlarda aksiyadorlik jamiyatlari investitsiyaviy jozibadorlikni oshirish uchun nafaqat moliyaviy ko'rsatkichlarni, balki obro', ekologik javobgarlik va korporativ boshqaruv sifati kabi nomoddiy aktivlarni ham hisobga olishlari muhim ahamiyatga ega.

---

<sup>41</sup> Muallif ishlanmasi

<sup>42</sup> Global ESG Fund Flows Increase in Q4. <https://www.morningstar.com/sustainable-investing/global-esg-fund-flows-increase-q4>

1.2-jadval

Investitsiyaviy jozibadorlikni aniqlashning asosiy ko'rsatkichlari<sup>43</sup>

Ko'rsatkich	Formula	Tavsifi	Baholash mezonlari
<b>ROE (Return on Equity) – O'z kapital rentabelligi</b>	$ROE = \frac{\text{Sof foyda}}{\text{Xususiy kapital}} \times 100\%$	Kompaniyaning aksiyadorlar kapitalidan qanchalik samarali foydalanganligini ko'rsatadi.	<b>Yuqori:</b> kompaniya foydali va yaxshi boshqarilmoqda. <b>Past:</b> samaradorlik past yoki qarzlar ko'p.
<b>EBITDA – Foizlar, soliqlar va amortizatsiya oldidan daromad</b>	$EBITDA = \text{Operatsion foyda} + \text{Amortizatsiya}$	Kompaniyaning asosiy faoliyatidan qancha foyda olayotganini baholaydi.	<b>Yuqori:</b> kompaniya foydali va barqaror. <b>Past:</b> operatsion daromad past.
<b>P/E (Price-to-Earnings) – Narx/foyda nisbati</b>	$P/E = \frac{\text{Aksiya bahosi}}{EPS}$	Investorlar kompaniyaning \$1 sof foydasi uchun qancha pul to'lashga tayyorligini ko'rsatadi.	<b>Yuqori:</b> investorlar kelajakda o'sishni kutmoqda. <b>Past:</b> kompaniya past baholangan yoki muammolarga ega.
<b>Likvidlik darajasi – Aksiyalar likvidligi</b>	O'rtacha kunlik savdo hajmi va spred (sotib olish va sotish narxlari o'rtasidagi farq)	Investorlar aksiyalarni tez sotish yoki sotib olish imkoniyatiga ega yoki yo'qligini ko'rsatadi.	<b>Yuqori:</b> aksiyalar oson sotiladi, investorlar qiziqadi. <b>Past:</b> talab kam yoki likvidlik past.
<b>P/B (Price-to-Book) – Narx/balans qiymati</b>	$P/B = \frac{\text{Bozor kapitallashuvi}}{\text{Kapitalning balans qiymati}}$	Kompaniya aksiyalarining balansdagi qiymatiga nisbatan qanday baholanganligini ko'rsatadi.	<b>P/B &lt; 1:</b> kompaniya arzon baholangan, yaxshi investitsiya bo'lishi mumkin. <b>P/B &gt; 1:</b> kompaniya qimmat baholangan bo'lishi mumkin.
<b>D/E (Debt-to-Equity) – Qarz/o'z kapitali nisbati</b>	$D/E = \frac{\text{Jami qarz}}{\text{Xususiy kapital}}$	Kompaniya qarzga qanchalik bog'liqligini baholaydi.	<b>Yuqori:</b> kompaniya katta qarz bosimi ostida. <b>Past:</b> moliyaviy barqarorlik yaxshi.
<b>Operatsion marja</b>	$\text{Operatsion marja} = \frac{\text{Operatsion foyda}}{\text{Sof tushum}} \times 100\%$	Kompaniya daromadidan necha foiz foyda olinayotganini ko'rsatadi.	<b>Yuqori:</b> kompaniya samarali ishlamoqda. <b>Past:</b> ishlab chiqarish xarajatlari yuqori.

<sup>43</sup> Muallif ishlanmasi

Kompaniyaning investitsiyaviy jozibadorligi investorlarga kompaniyaning moliyaviy ahvolini, operatsion samaradorligini, bozor bahosini va biznesning barqarorligini baholash imkonini beradigan turli ko'rsatkichlar bilan belgilanadi (1.2-jadval). Mazkur indikatorlar taalluqliligiga ko'ra moliyaviy, bozor va operatsion guruhlarga ajraladi.

Shunday qilib, aksiyadorlik jamiyatlari moliyaviy barqarorlik, shaffof korporativ boshqaruv, yuqori likvidlik, innovatsion rivojlanish va muvozanatli dividend siyosati tufayli fond bozorida investitsiyaviy jozibador ob'ekt sifatida qaralishi mumkin. Ehtimoliy muvaffaqiyatga erishish uchun kompaniyalar o'zlarining fundamental asoslarini (ko'rsatkichlarini) doimiy ravishda monitoring qilishlari va investorlarning talablariga moslashishlari kerak bo'ladi.

Aksiyadorlik jamiyatlarining fond bozoridagi investitsiyaviy jozibadorligining normativ jihatlari mazkur tadqiqot ishining keyingi qismida ko'rib chiqiladi.

## **1.2. Fond bozori instrumentlari orqali investitsiyalarni jalb qilishning tashkiliy-huquqiy asoslari**

Davlatimiz tomonidan qimmatli qog'ozlar bozori va uning instrumentlariga oid qonun hujjatlari yetarlicha qabul qilingan bo'lib, ularning asosiy maqsadi investorlar huquqlarini himoya qilish, fond bozori munosabatlarini tizimli tartibga solish hamda ishtirokchilar uchun qulay va ishonchli tizim yaratish hisoblanadi.

Umuman olganda milliy qonunchilik hujjatlarini tahlil qilar ekanmiz, qimmatli qog'ozlar bozoriga oid, investitsiyalarni jalb qilishga oid ko'plab qonun hujjatlarining ayro ekanligini, ya'ni yaxlit bir hujjat sifatida qimmatli qog'ozlar bozori va uning instrumentlari orqali investitsiyalarni jalb qilish yoki kompaniyaning investitsiyaviy jozibadorligini fond bozori instrumentlari asosida oshirishga oid qonun hujjatlari ishlab chiqilmaganini anglashimiz mumkin. Faqatgina kompaniyalar ulushlarini ommaviy savdolar orqali sotish hamda buning natijasida mahalliy va xorijiy investorlarni keng jal qilish yuzasidan qator qonun hujjatlari qabul qilinganini ko'rish mumkin.

O‘zbekiston mustaqillikka erishganidan boshlab 2025-yilga qadar qimmatli qog‘ozlarga oid jami 281 ta qonun va qonun osti hujjatlari qabul qilingan<sup>44</sup>. Faoliyat sohasidan qat’iy nazar investitsiyalarni jalb qilishga oid qabul qilingan qonun va qonun osti hujjatlari esa 43 tani tashkil etadi.

O‘zbekiston Respublikasi Prezidentining 2023-yil 11-sentabrdagi ““O‘zbekiston-2030” strategiyasi to‘g‘risida” gi PF-158-sonli farmonida investitsiyaviy jozibadorlik tushunchasi mamlakatga nisbatan ishlatilgan bo‘lib, Strategiyaning iqtisodiyotga oid qismining 49-maqsadlar bandida quyidagicha keltirilgan: *“Mamlakatimizning investitsiyaviy jozibadorligini yanada oshirish va qimmatli qog‘ozlar bozorini jadal rivojlantirish”*<sup>45</sup>. Aynan shu farmonga asosan qimmatli qog‘ozlar bozori va investitsiyaviy jozibadorlik bog‘langan quyidagi vazifalarni amalga oshirish belgilangan:

<b>“O‘zbekiston-2030” strategiyasi</b>	Mamlakatimizda 250 milliard dollarlik investitsiyalarni o‘zlashtirish, jumladan 110 milliard dollar xorijiy investitsiyalar va 30 milliard dollar davlat-xususiy sheriklik doirasidagi investitsiyalarni jalb qilish.
	Erkin muomaladagi qimmatli qog‘ozlar savdolari hajmini 8 milliard dollarga yetkazish.
	Umumiy qiymati 150 milliard dollarlik 500 dan ziyod strategik ahamiyatiga ega bo‘lgan texnologik va infratuzilmaviy loyihalarni amalga oshirish.
	Hududlarning investitsion reytingini yuritish, har bir hududning imkoniyatlaridan kelib chiqib, uning investorlar uchun jozibadorligini yanada oshirish.
	Pay va venchur jamg‘armalar faoliyatini yo‘lga qo‘yish orqali portfel investitsiyalar hajmini 2 barobarga oshirish.
	40 ta davlat ishtirokidagi korxonalar aksiyalarini «Xalq IPO»siga chiqarish, aholini IPOda qatnashishini rag‘batlantirish mexanizmlarini joriy qilish.
	Chet ellik nominal saqlovchilar hamda kastodian banklarning mahalliy kapital bozorida qatnashishi uchun infratuzilmani yaratish.
	Barcha iqtisodiy zonalarda zarur infratuzilmadan (yo‘l, elektr energiyasi, suv va oqova tizimi) uzluksiz foydalanish imkoniyatlarini yaratish.

### **1.7-rasm. Mamlakatimizning investitsiyaviy jozibadorligini yanada oshirish va qimmatli qog‘ozlar bozorini jadal rivojlantirishga oid vazifalar<sup>46</sup>**

<sup>44</sup> O‘zR qonunchilik ma’lumotlari milliy bazasi. [https://lex.uz/uz/search/all?searchtitle=qimmatli+qog‘ozlar](https://lex.uz/uz/search/all?searchtitle=qimmatli+qog%27ozlar)

<sup>45</sup> O‘zbekiston Respublikasi Prezidentining 2023-yil 11-sentabrdagi ““O‘zbekiston-2030” strategiyasi to‘g‘risida” gi PF-158-sonli farmoni

<sup>46</sup> Oldingi iqtibosga qarang.

Yuqorida keltirilgan vazifalarning ijrosini ta'minlash maqsadida O'zbekiston Respublikasi Vazirlar Mahkamasining, tegishli vazirlik va idoralarning qonunosti hujjatlari ham ishlab chiqilgan bo'lib, ularda mazkur vazifalarni qay tartibda, qancha muddatda va qaysi tashkilotlarning mas'ulligida amalga oshirilishi to'g'risida turli xil ijro mexanizmlari keltirilgan.

Investitsiyaviy jozibadorlikni, ayniqsa, fond bozori instrumentlari orqali oshirish nafaqat mamlakat uchun, balki kompaniyalar uchun ham nihoyatda mushkul vazifa hisoblanadi. Mamlakatda investitsiyaviy muhit yaxshi bo'lmasa-yu, fond bozori instrumentlari orqali kompaniyalar investitsiyalarni jalb qilishi amrimahol. Shuning uchun eng avvalo mamlakat investitsiyalarni qabul qilish va kerak paytida undan keladigan foydalarni chiqarib yuborishga tayyor bo'lsagina kompaniyalarda ham o'z-o'zidan investitsiyalarni jalb qilish va investitsiyaviy jozibadorlikni oshirishga ishtiyoq tug'iladi. Shu bois, umumiy holatda mamlakatga investitsiyalarni jal qilishga oid qonun hujjatlarini tahlil qilishni maqsadga muvofiq hisoblanadi.

O'zbekiston xorijiy investitsiyalarni jalb qilishda mo'tadil siyosat yuritadigan davlat hisoblanadi. Bunda davlat manfaatlari ham, investorlar manfaatlari ham avvalo taroziga qo'yilib, keyinchalik qaror qabul qilinadi. Xorijiy investitsiyalarni mamlakatga jalb qilish to'g'risidagi ilk qonun hujjati mustaqillik yillarida, aniqrog'i, 1991-yilda qabul qilingan "O'zbekiston Respublikasida chet el investitsiyalari to'g'risida"gi qonun bo'lgan<sup>47</sup>. Mazkur qonunda chet el investitsiyalarining maqomi, jalb qilish shartlari, taraflarning huquq va majburiyatlari kabi normalar keltirilgan. Mazkur qonun 2019-yilning 25-dekabrida O'zbekiston Respublikasining "Investitsiyalar va investitsiya faoliyati to'g'risida"gi Qonuni qabul qilinishi ortidan o'z kuchini yo'qotgan. Yangi tahrirda qabul qilingan qonun hujjatida investitsiya va uning atrofidagi atamalarga izoh keltirilgan bo'lib (1.3-jadval), mazkur atamalar orasida investitsiyaviy jozibadorlik atamasi keltirilmagan.

---

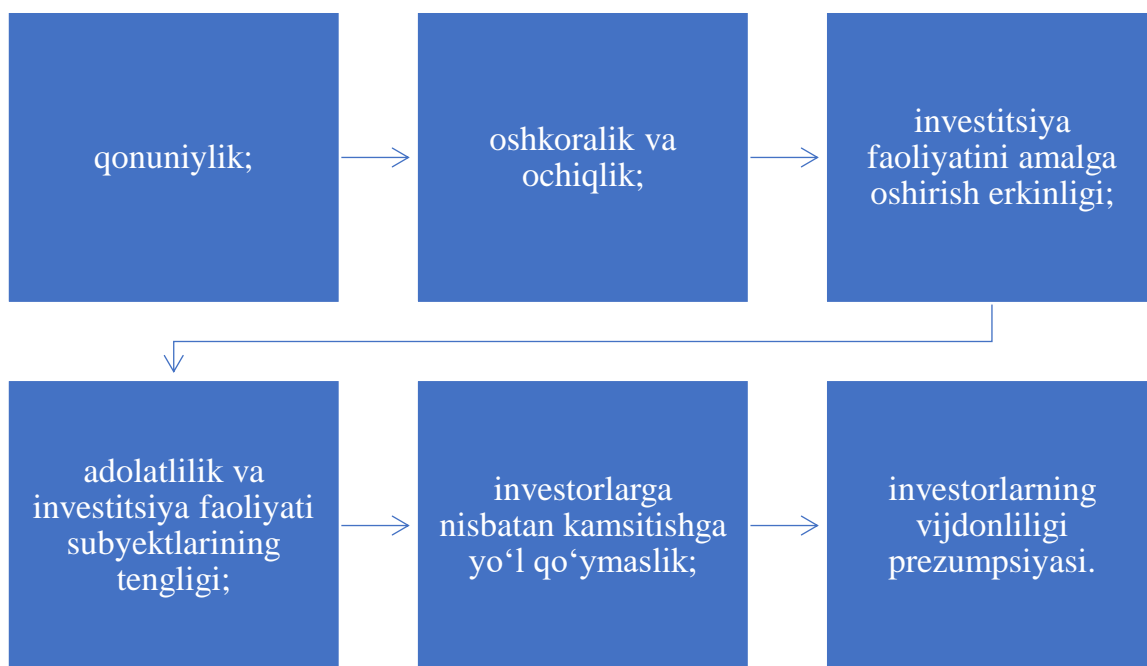
<sup>47</sup> O'zbekiston Respublikasining Qonuni. O'zbekiston Respublikasida chet el investitsiyalari to'g'risida.14.06.1991 yildagi 287-XII-son

**Investitsiyalar va uning atrofidagi atamalarga qonun hujjatlarida keltirilgan izohlar<sup>48</sup>**

<b>Atamalar</b>	<b>Qonunchilikda keltirilgan izohlar</b>
<b>investitsiya loyihasi</b>	iqtisodiy, ijtimoiy va boshqa foyda olish uchun investitsiyalarni amalga oshirishga yoxud jalb etishga qaratilgan, o‘zaro bog‘liq bo‘lgan tadbirlar majmui
<b>investitsiya majburiyati</b>	belgilangan maqsadlarga erishish uchun investor tomonidan qabul qilinadigan majburiyat
<b>investitsiya siyosati</b>	O‘zbekiston Respublikasi iqtisodiyotida va uning alohida tarmoqlarida investitsiyalarning zarur darajasini va tuzilmasini ta‘minlashga, investitsiya faoliyati subyektlarining investitsiya manbalarini topishga va ulardan foydalanishning ustuvor tarmoqlarini aniqlashga yo‘naltirilgan investitsiyaviy faolligini oshirishga doir o‘zaro bog‘liq tadbirlar majmui
<b>investitsiya faoliyati</b>	investitsiya faoliyati subyektlarining investitsiyalarni amalga oshirish bilan bog‘liq harakatlari majmui
<b>investitsiya faoliyatining ishtirokchisi</b>	investitsiyalarning amalga oshirilishini buyurtmalarni bajaruvchi sifatida yoki investorning topshirig‘i asosida ta‘minlaydigan investitsiya faoliyati subyekti
<b>investitsiyalar</b>	investor tomonidan foyda olish maqsadida ijtimoiy soha, tadbirkorlik, ilmiy va boshqa faoliyat turlari obyektlariga tavakkalchiliklar asosida kiritiladigan moddiy va nomoddiy boyliklar hamda ularga bo‘lgan huquqlar, shu jumladan intellektual mulk obyektlariga bo‘lgan huquqlar, shuningdek reinvestitsiyalar bo‘lib, ular quyidagilarni o‘z ichiga olishi mumkin: mablag‘larni, shu jumladan pul mablag‘larini (shu jumladan chet el valyutasini), maqsadli bank omonatlarini, paylarni, ulushlarni, aksiyalarni, obligatsiyalarni, veksellar va boshqa qimmatli qog‘ozlarni; ko‘char va ko‘chmas mol-mulkni (binolar, inshootlar, uskunalar, mashinalar va boshqa moddiy qimmatliklarni);
<b>investor</b>	foyda olish maqsadida investitsiya faoliyati obyektlariga o‘zining mablag‘larini va (yoki) qarz mablag‘larini yoxud jalb qilingan boshqa investitsiya resurslarini investitsiya qilishni amalga oshiruvchi investitsiya faoliyati subyekti
<b>to‘g‘ridan-to‘g‘ri chet el investitsiyalari</b>	chet ellik investorning hukumat kafolatlarisiz, tavakkalchilik sharoitlarida o‘z mablag‘lari yoki qarz mablag‘lari hisobidan investitsiyalari
<b>chet el investitsiyalari</b>	chet ellik investor tomonidan ijtimoiy soha, tadbirkorlik, ilmiy va boshqa faoliyat turlari obyektlariga kiritiladigan moddiy va nomoddiy boyliklar hamda ularga bo‘lgan huquqlar, shu jumladan intellektual mulk obyektlariga bo‘lgan huquqlar, shuningdek reinvestitsiyalar

<sup>48</sup> Qonun hujjatlarini o‘rganish asosida muallif tomonidan ishlab chiqildi

“Investitsiyalar va investitsiya faoliyati to‘g‘risida”gi qonunda investitsiya qilish va investitsiya faoliyatini amalga oshirishning asosiy prinsiplari belgilangan bo‘lib, mazkur prinsiplar investitsiya jarayonining har qanday bosqichida qo‘llaniladi. Qonunchilik normalariga binoan investitsiyalar va investitsiya faoliyatining asosiy prinsiplari sifatida quyidagilar ko‘rsatilgan (1.8-rasm):



**1.8-rasm. Investitsiyalar va investitsiya faoliyatining asosiy prinsiplari<sup>49</sup>**

Aytish joizki, aslini olganda qonun hujjatlarida investitsiyaviy jozibadorlik atamasiga alohida e‘tibor qaratish mutlaqo shart bo‘lmagan harakat bo‘lib, bu barcha qabul qilinayotgan normativ hujjatlarning asl maqsadi pirovardda investitsiyaviy jozibadorlikni oshirishga qaratilgani bilan izohlanadi. Shunday bo‘lsada, kompaniyalarning investitsiyaviy jozibadorligini oshirishga qaratilgan normativ hujjatlar qabul qilinar ekan, mazkur vazifani qay tartibda bajarish, qanday qilib investitsiyaviy jozibador ob‘ektga aylanish va xorijiy investitsiyalarni kompaniyaga qanday jalb qilish kerakligi haqida mexanizmlar ishlab chiqilsa maqsadga muvofiq bo‘lar edi. Ayniqsa, fond bozori instrumentlari cheklangan bozorda kompaniyalarga qanday chora-tadbirlar asosida investitsiyalarni jalb qilish bo‘yicha qonun osti hujjatlari qabul qilinishi bugungi kunda nihoyatda dolzarb masaladir.

<sup>49</sup> Qonun hujjatlarini o‘rganish asosida muallif tomonidan ishlab chiqildi

Demak, fond bozori instrumentlari asosida investitsiyaviy jozibadorlikni oshirishga oid qonun yoki qonun osti hujjatlari qabul qilinmaganligi bois, mavzuga oid normativ hujjatlar tahlilini fond bozorida mavjud instrumentlar, kompaniyalar oldiga qo'yilgan talablar, investitsiyalarni jalb qilishga oid chora-tartiblarni tahlil qilishdan boshlashni afzal bildik. Shu sababli, fond bozori instrumentlari asosida investitsiyalarni jalb qilishning huquqiy asoslarini o'rganishdan oldin mahalliy fond bozorida mavjud bo'lgan moliyaviy instrumentlar va ularga oid qonunchilik normalarini keltirib o'tishni lozim topdik.

Qimmatli qog'ozlar tushunchasining milliy qonun hujjatlarida aks ettirilishi 1996-yilda boshlangan bo'lib, aynan o'sha davrda "Qimmatli qog'ozlar bozorining faoliyat ko'rsatish mexanizmi to'g'risida"gi Qonun qabul qilingan<sup>50</sup>. Mazkur qonun 2008-yilda shu yo'nalishda yangi qonunning qabul qilinishi sababli o'z kuchini yo'qotgan<sup>51</sup>. "Qimmatli qog'ozlar bozori to'g'risida"gi Qonun bugungi kunga qadar uch marta o'zgartirish kiritilgan bo'lib, 2015-yilda qabul qilingan nusxasi yangi tahrirda qabul qilingan, aktual hamda batafsil yoritilgan nusxa hisoblanadi. Mazkur qonun hujjatiga ko'ra O'zbekiston fond bozorida muomalaga kiritilishi mumkin bo'lgan moliyaviy instrumentlar quyidagilar hisoblanadi (1.4-jadval).

Milliy qonunchilik hujjatlarida qimmatli qog'ozlarning ko'plab turlari keltirilgan bo'lsada, amalda mahalliy fond bozorida faqatgina aksiyalar va obligatsiyalar savdosi amalga oshiriladi.

Qonunchilik normalariga ko'ra aksiyalar, korporativ, infratuzilmaviy va davlat obligatsiyalariga, shuningdek qimmatli qog'ozlarning boshqa turlariga kiritiladigan investitsiyalar moliyaviy investitsiyalar jumlasiga kiradi<sup>52</sup>.

Qimmatli qog'ozlar bozoriga oid qonun hujjatlarini tahlili qilish asosida ushbu hujjatlar investitsiyaviy jozibadorlik bilan bog'liq emasligi, faqatgina qimmatli qog'ozlarni emissiya qilish asosida qo'shimcha kapital – investitsiyalarni jalb qilish haqida cheklangan izohlar keltirib o'tilganini tushunish mumkin.

---

<sup>50</sup> O'zbekiston Respublikasining 1996 yil 25 apreldagi "Qimmatli qog'ozlar bozorining faoliyat ko'rsatish mexanizmi to'g'risida"gi Qonuni

<sup>51</sup> O'zbekiston Respublikasining 2008 yil 27 iyuldagi "Qimmatli qog'ozlar bozori to'g'risida"gi Qonuni

<sup>52</sup> O'zbekiston Respublikasining Qonuni. Investitsiyalar va investitsiya faoliyati to'g'risida. 25.12.2019 yildagi O'RQ-598-son

**“Qimmatli qog‘ozlar bozori to‘g‘risida”gi Qonunida keltirilgan moliyaviy instrumentlar tavsifi<sup>53</sup>**

<b>Moliyaviy instrument nomi</b>	<b>Tavsifi</b>
<b>aksiya</b>	o‘z egasining aksiyadorlik jamiyati foydasining bir qismini dividendlar tarzida olishga, aksiyadorlik jamiyatini boshqarishda ishtirok etishga va u tugatilganidan keyin qoladigan mol-mulkning bir qismiga bo‘lgan huquqini tasdiqlovchi, amal qilish muddati belgilanmagan, egasining nomi yozilgan emissiyaviy qimmatli qog‘oz;
<b>veksel</b>	veksel beruvchining yoxud vekselda ko‘rsatilgan boshqa to‘lovchining vekselda nazarda tutilgan muddat kelganda veksel egasiga muayyan summani to‘lashga doir qat’iy majburiyatini tasdiqlovchi noemissiyaviy qimmatli qog‘oz;
<b>davlat qimmatli qog‘ozlari</b>	O‘zbekiston Respublikasi nomidan chiqarilgan davlat g‘aznachilik obligatsiyalari, xalqaro obligatsiyalar, shuningdek O‘zbekiston Respublikasi Markaziy bankining obligatsiyalari;
<b>depozitar tilxatlar</b>	nominal qiymatga ega bo‘lmagan qimmatli qog‘oz bo‘lib, u taqdim etiladigan qimmatli qog‘ozlarning muayyan soniga bo‘lgan mulk huquqini tasdiqlaydi va uning egasining ushbu qimmatli qog‘oz emitentidan depozitar tilxat o‘rniga taqdim etiladigan qimmatli qog‘ozlarning tegishli sonini olishini hamda taqdim etiladigan qimmatli qog‘ozlar bilan mustahkamlangan huquqlarning depozitar tilxat egasi tomonidan amalga oshirilishi bilan bog‘liq xizmatlar ko‘rsatilishini talab qilish huquqini mustahkamlaydi;
<b>depozit sertifikati</b>	bankka qo‘yilgan omonat summasini va omonatchining (sertifikat saqlovchining) omonat summasini hamda sertifikatda shartlashilgan foizlarni sertifikatni bergan bankdan yoki shu bankning istalgan filialidan belgilangan muddat tugaganidan keyin olish huquqini tasdiqlovchi noemissiyaviy qimmatli qog‘oz;
<b>obligatsiya</b>	emissiyaviy qimmatli qog‘oz bo‘lib, u obligatsiyani saqlovchining obligatsiyaning nominal qiymatini yoki boshqa mulkiy ekvivalentini obligatsiyani chiqargan shaxsdan obligatsiyada nazarda tutilgan muddatda olishga, obligatsiyaning nominal qiymatidan qat’iy belgilangan foizni olishga bo‘lgan huquqini yoxud boshqa mulkiy huquqlarini tasdiqlaydi;
<b>opsion</b>	emissiyaviy qimmatli qog‘oz bo‘lib, u o‘z emitentining muayyan miqdordagi qimmatli qog‘ozlarini unda nazarda tutilgan muddatda, qat’iy belgilangan narx bo‘yicha sotib olishga bo‘lgan huquqini tasdiqlaydi;

<sup>53</sup> Qonun hujjatlarini o‘rganish asosida muallif tomonidan ishlab chiqildi

Aksiyadorlik jamiyatlari va investitsiyaviy jozibadorlik tushunchalarining o‘zaro kesishgan kam sonli normativ hujjatlardan biri O‘zbekiston Respublikasi Birinchi Prezidentining 2015-yil 24-apreldagi “Aksiyadorlik jamiyatlarida zamonaviy korporativ boshqaruv uslublarini joriy etish chora-tadbirlari to‘g‘risida” PF-4720-son Farmoni hisoblanadi. Mazkur qonun hujjatiga ko‘ra to‘g‘ridan-to‘g‘ri xorijiy investitsiyalarni keng jalb etish, aksiyadorlik jamiyatlari faoliyatining samaradorligini tubdan oshirish, bo‘lajak investorlar uchun ularning ochiqqligi va jozibadorligini ta‘minlash, zamonaviy korporativ boshqaruv uslublarini joriy qilish, korxonalarini strategik boshqarishda aksiyadorlar rolini kuchaytirish muhim vazifa hisoblanadi<sup>54</sup>.

Darhaqiqat, bugungi kunda kompaniyalarning investitsiyaviy jozibadorligini aniqlashda foydalaniladigan indikatorlardan biri bu – korporativ boshqaruvdir.

Milliy qonunchilikda aksiyadorlik jamiyatlarida investitsiyaviy jozibadorlikni oshirishga oid bevosita qonun hujjatlari bo‘lmasada, investitsion harakatlarini huquqiy asoslarini belgilab beruvchi ikkita qonun qabul qilingan:

1. O‘zbekiston Respublikasining 03.06.2015 yildagi “Qimmatli qog‘ozlar bozori to‘g‘risida”gi O‘RQ-387-son Qonuni;

2. O‘zbekiston Respublikasining 06.05.2014 yildagi “Aksiyadorlik jamiyatlari va aksiyadorlarning huquqlarini himoya qilish to‘g‘risida”gi O‘RQ-370-son Qonuni.

Mazkur qonun hujjatlarida aksiyadorlik jamiyatlariga xorijiy investitsiyalarni jalb qilish tartibi, chet ellik investorlarga qo‘yiladigan talablar va investitsion vositachilar to‘g‘risida normalar keltirilgan.

Shuningdek, milliy qonunchilikka asosan aksiyadorlik jamiyatlarida investitsion faoliyatni tartibga soluvchi tashkilotlar sifatida quyidagilar belgilangan:

1. O‘zbekiston Respublikasi Prezidenti huzuridagi Loyiha boshqaruvi milliy agentligi – umumiy nazorat, qimmatli qog‘ozlar bozorini nazorat qiladi;

---

<sup>54</sup> O‘zbekiston Respublikasi Birinchi Prezidentining 2015-yil 24-apreldagi “Aksiyadorlik jamiyatlarida zamonaviy korporativ boshqaruv uslublarini joriy etish chora-tadbirlari to‘g‘risida” PF-4720-son

2. O‘zbekiston Respublikasi Davlat aktivlarini boshqarish agentligi – ulushida davlat mulki mavjud bo‘lgan aksiyadorlik jamiyatlarini nazorat qiladi;

3. O‘zbekiston Respublikasi Investitsiyalar, sanoat va savdo vazirligi – mamlakatga, mahalliy kompaniyalarga investitsiyalarni jalb va nazorat qiladi.

Bundan tashqari barcha aksiyadorlik jamiyatlarida investitsiyalarni jalb qilish va investitsion jozibadorlikni doimiy oshirib borish bilan shug‘ullanadigan tuzilmalar (bo‘limlar) ham mavjud bo‘lib, ular xorijiy investorlarga kompaniyaning imkoniyatlari va istiqbollarini batafsil ochib beradi.

Kompaniyalarning investitsiyaviy jozibadorligining tashkiliy-huquqiy asoslarini o‘rganar ekanmiz, bunda investitsiyaviy jozibadorlikka ta’sir etuvchi omillarning normativ asoslarini ko‘rib chiqish orqali qonunchilik normalarini tahlil qilishimiz mumkin.

Xususan, investitsiyaviy jozibadorlikka ta’sir etuvchi omillarni birinchi bobning birinchi rejasida keltirib o‘tganimizdek, har qanday kompaniya, eng avvalo, shaffoflik talablariga rioya qilishi investitsiyaviy jozibadorlikni oshiruvchi eng muhim omil hisoblanadi. Agarda kompaniyaning ochiqlik siyosati yuqori bo‘lib, amaldagi faoliyati to‘g‘risida ma’lumotlarni to‘liq oshkor etib kelayotgan bo‘lsa, bu kabi kompaniyalarga investorlarning qiziqishi o‘z-o‘zidan ortadi.

Mamlakatimizda kompaniyalarning faoliyat shaffofligiga rioya etish borasida qator qonun hujjatlari qabul qilingan. Xususan, “Qimmatli qog‘ozlar bozori to‘g‘risida” gi Qonunning 6-bobi to‘lig‘icha fond bozorida barcha ishtirokchilar tomonidan ma’lumotlarni oshkor etish normalariga bag‘ishlangan bo‘lib, unga ko‘ra qimmatli qog‘ozlar bozorida axborot ochiq va oshkoradir, qonunda belgilangan hollarda oshkor qilinadigan maxfiy axborot bundan mustasnodir. Mazkur Qonun talablaridan kelib chiqadigan bo‘lsak, normalar majburiy tavsiyaviy emas, majburiy xarakterda bo‘lib, ularga amal qilmaslik tegishli tartibda qonunchilikda belgilangan tartibda jazo qo‘llanilishiga sabab bo‘ladi.

Aksiyadorlik jamiyatlarining barqaror rivojlanishini ta’minlash, investitsiya jozibadorligini oshirishda fond bozori orqali investisiyalarni jalb etishning tashkiliy-huquqiy asoslari muhim ahamiyat kasb etmoqda. Tahlil davomida fond bozorini

tartibga soluvchi asosiy qonun hujjatlari, qimmat qog'ozlar bozorining asosiy moliyaviy instrumentlari va shaffoflikka oid qoidalar keltirildi.

Qimmatli qog'ozlar bozorining qonunchilik bazasi operatsiyalarning shaffofligini, investorlar huquqlarini himoya qilishni va moliya sektori barqarorligini ta'minlaydi. Yuqorida keltirilgan eng muhim huquqiy normalar axborotni oshkor qilish talablaridan tashqari korporativ boshqaruv qoidalari va minoritar aksiyadorlarni himoya qilish mexanizmlari ham investitsiyaviy jozibadorlikni oshirishda muhim rol o'ynaydi. Bundan tashqari, ommaviy takliflar (IPO/SPO), obligatsiyalar va derivativlar kabi moliyaviy instrumentlar kompaniyalarga kapitalni jalb qilish uchun keng imkoniyatlar yaratadi.

Xulosa o'rnida shuni ta'kidlash mumkinki, fond bozorining tashkiliy-huquqiy asoslarini yanada rivojlantirish, xususan, qonunchilik hujjatlarining rivojlangan fond bozorlarida mavjud yoki paydo bo'layotgan yangi moliyaviy instrumentlar (blokcheyn, ETF va h.k.) ga oid bandlar bilan to'ldirilishi davlatning va aksiyadorlik jamiyatlarining investitsiyaviy jozibadorligini oshirishda muhim omil bo'lmoqda.

### **1.3. Qimmatli qog'ozlar yordamida kompaniyalarning investitsiyaviy jozibadorligini oshirishning ilg'or xorij tajribalari**

Ko'pgina rivojlangan xorijiy mamlakatlarda fond bozori kompaniyalarning investitsiyalarni jalb qilish manbai (makoni) sifatida tanlanadi va bu bir nechta sabablar bilan izohlanadi (1.9-rasm).

Xorijiy kompaniyalar kapitalni jalb qilish, investitsiyaviy jozibadorligini oshirish va bozordagi mavqeini mustahkamlash uchun fond bozorida asosiy investitsion maydon sifatida foydalanadilar. Qimmatli qog'ozlar bozori kompaniyalar va investorlar o'rtasida ko'prik bo'lib, mablag'larni jalb qilish, likvidlikni yaxshilash va global ta'sirni oshirish uchun zarur muhitni ta'minlaydi.

Chet el kompaniyalarining fond birjasida ro'yxatdan o'tishlari uchun asosiy motivlardan biri bu yirik miqdordagi kapitalni jalb qilish imkoniyatidir. Davlat va kompaniya investorlarga qimmatli qog'ozlarni chiqarish orqali biznesni

kengaytirish, kompaniyalarni sotib olish, tadqiqot va ishlanmalar (R&D) va boshqa strategik tashabbuslarni moliyalashtirishni ta'minlashi mumkin. Bank kreditlari yoki xususiy kapital kabi an'anaviy moliyalashtirish usullaridan farqli o'laroq, fond bozori orqali jalb qilingan kapital darhol qaytarish yoki foiz majburiyatlarini talab qilmaydi.



**1.9-rasm. Xorijiy kompaniyalarning fond bozorida investitsiya maydoni sifatida foydalanishi sabablari<sup>55</sup>**

Xorijiy tajribadan misol keltiradigan bo'lsak, Alibaba kompaniyasining 2014-yilda Nyu-York fond birjasidagi (NYSE) listingi ommaviy savdolar doirasida 25 milliard dollar yig'ib, o'sha paytdagi eng yirik IPO ga aylandi, bu esa kompaniyaga Xitoy chegaralaridan chiqib, masshtablashib, global operatsiyalarini kengaytirish imkonini bergan<sup>56</sup>.

Bundan tashqari qimmatli qog'ozlar bozorida kompaniyaning listingi kompaniya aksiyalarining likvidligini oshiradi hamda investorlarga qimmatli qog'ozlarni osongina sotib olish va sotish imkonini beradi. Bunda likvidlik ortib borishi sayin kompaniyani institutsional va chakana investorlar uchun yanada jozibador qiladi. Qolaversa, ochiq savdogaga qo'yilgan kompaniyalar bozor ularning qiymatini o'sish istiqbollari va moliyaviy ko'rsatkichlarga qarab belgilanishi bois ko'pincha xususiy kompaniyalarga nisbatan yuqori kapitalizatsiya ko'rsatkichlaridan foyda ko'radi. Xususan, Saudi Aramco kompaniyasining

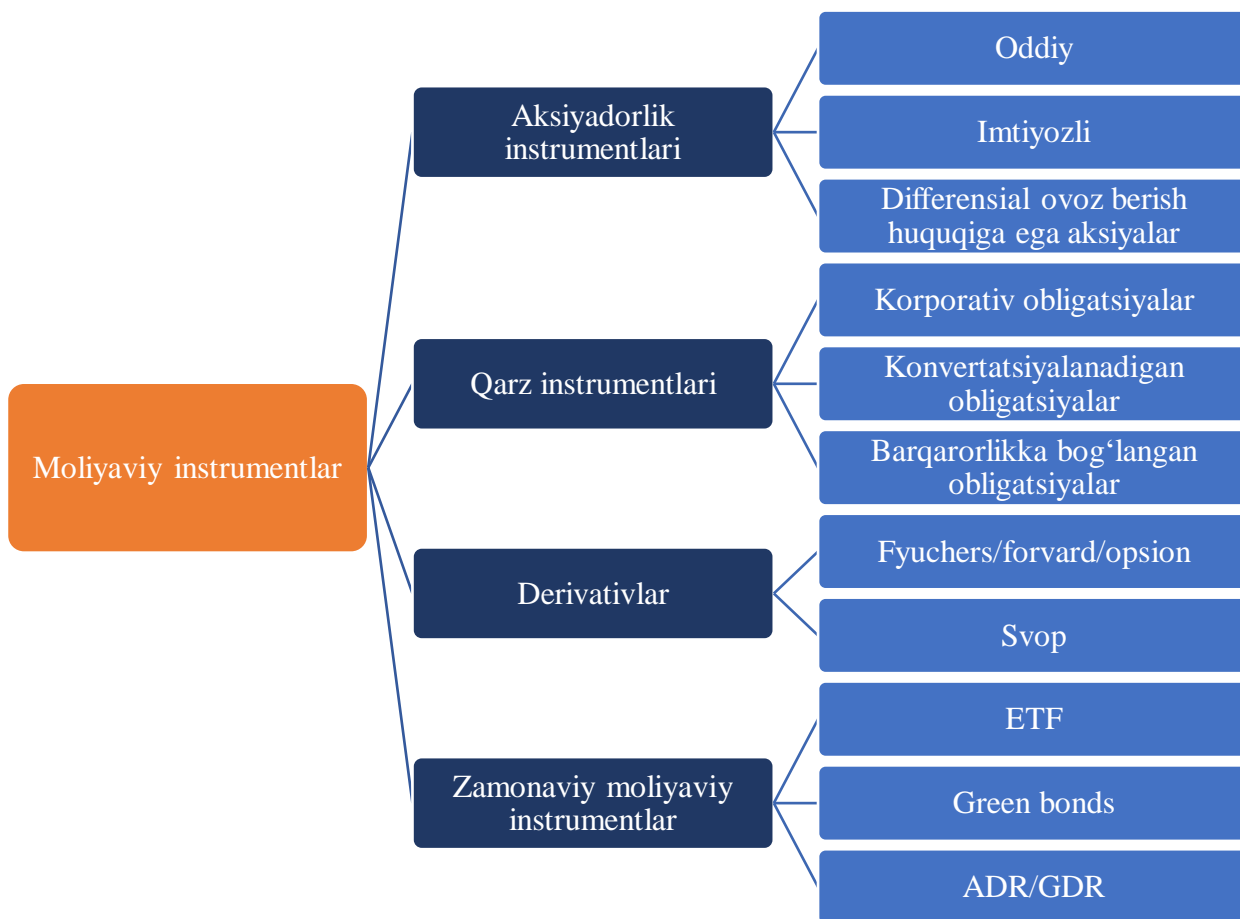
<sup>55</sup> Muallif ishlanmasi

<sup>56</sup> Why Did Alibaba Choose to Go Public in the U.S.? Investopedia.

<https://www.investopedia.com/articles/investing/112614/alibaba-ipo-why-list-us.asp>

2019-yilda Tadawul fond birjasida o‘tkazilgan IPOsi kompaniya uchun 29,4 milliard dollar kapitalni jalb qilib, uning bozor kapitalizatsiyasini sezilarli darajada oshirgan va o‘sha paytdagi dunyodagi eng qimmat kompaniyalardan biriga aylanishiga sabab bo‘lgan<sup>57</sup>.

Rivojlangan nufuzli xalqaro fond birjalarida (NYSE, NASDAQ, London fond birjasi va h.k.) da har qanday kompaniyaning listing qilinishi o‘sha kompaniyaga nisbatan investorlarning ishonchini va investitsiyaviy qarashini o‘zgartiradi. Ommaviy listing kompaniyaning moliyaviy barqarorlik, shaffoflik va xalqaro tartibga solish standartlariga muvofiqligini bildiradi hamda ko‘proq investorlar va mijozlarni jalb qilish mexanizmi sifatida foydalaniladi.



**1.10-rasm. Xorijiy fond bozorlarida foydalaniladigan moliyaviy instrumentlar<sup>58</sup>**

<sup>57</sup> What Is Saudi Aramco? Its History, IPO, and Financials. Investopedia. <https://www.investopedia.com/what-is-saudi-aramco-4682590>

<sup>58</sup> Muallif ishlanmasi

Shuningdek, qimmatli qog'ozlar bozori listingga kirish xorijiy kompaniyalarga turli xil investorlar, xususan institutsional investorlar (hedj fondlari, pensiya fondlari va investitsiya fondlari) va chakana investorlarga kirish imkonini beradi. Turli geografik mintaqalardan investitsiyalarni jalb qilish orqali kompaniyalar yagona bozorga qaramlikni kamaytirishi va o'z mamlakatlaridagi iqtisodiy tanazzul bilan bog'liq risklarni yumshatish imkoniga ega bo'ladi. Baidu va JD.com kabi Xitoy texnologiya kompaniyalari Xitoyning ichki bozorlaridan tashqari kengroq sarmoyadorlar doirasiga kirish uchun AQSh fond birjalarida ro'yxatga olinishi ham aynan yuqoridagi gaplarning isbotidir<sup>59</sup>. Aslini olgandan ham ko'pgina Xitoy va Yevropa kompaniyalari o'zlarining rivojlangan kapital bozorlari, investorlar uchun qulay qoidalar va o'z mamlakatlariga nisbatan likvidlik va investorlar doirasining kengligi afzalliklari tufayli AQShda IPO qilishni tanlaydi.

Umuman olganda, kompaniyalar investitsiyaviy jozibadorligini fond bozori instrumentlari orqali oshirishda xorij tajribasida ko'plab moliyaviy (fond bozori) instrumentlar va mexanizmlardan foydalaniladi (1.10-rasm, 1.5-jadval).

Xorijiy kompaniyalar aksiyalar, obligatsiyalar, derivativlar chiqarish va bozorni strategik boshqarishni birlashtirgan kompleks yondashuvdan foydalanadilar. Ushbu instrumentlar risklarni kamaytirishga, likvidlikni oshirishga va investorlar uchun jozibador sharoitlarni yaratishga yordam beradi. Bundan tashqari xorijiy kompaniyalar o'sish ko'rsatkichlari, sektori va strategiyasiga qarab turli xil moliyaviy instrumentlardan foydalanadilar. Yirik korporatsiyalar IPO, obligatsiyalar va ETF larni ma'qul ko'rsa, startap kompaniyalar venchur moliyalashtirishni, SPAC va ICOlarni, innovatsion kompaniyalar esa ko'proq DeFi va STOlarni afzal ko'radi.

Xorijiy kompaniyalarning fond bozori instrumentlari orqali investitsiyalarni jalb qilish tajribalarini ular qo'llagan mexanizmlar bilan birgalikda tahlil qilish

---

<sup>59</sup> Baidu.com, Inc. Announces Initial Public Offering. <https://ir.baidu.com/news-releases/news-release-details/baiducom-inc-announces-initial-public-offering>  
China's JD.com Files for U.S. IPO.  
<https://www.wsj.com/articles/SB10001424052702303519404579353592094262898>

uchun 1.10-rasmda keltirilgan har bir moliyaviy instrumentlarga yoki instrumentlar guruhiga alohida to‘xtalib o‘tish maqsadga muvofiq.

## 1.5-jadval

### Xorijiy fond bozorlarida foydalaniladigan moliyaviy mexanizmlar<sup>60</sup>

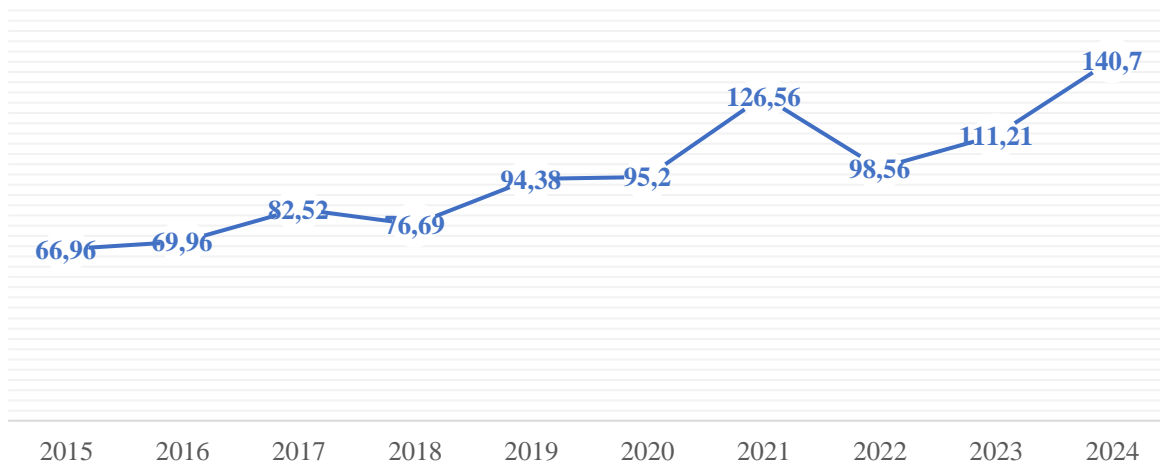
<b>Moliyaviy mexanizm nomi (qisqartmasi)</b>	<b>Izohi</b>
<b>Aksiyalarni ommaviy joylashtirish (IPO, SPO, FPO)</b>	Investorlardan kapital jalb qilish uchun kompaniya aksiyalarini fond birjasida birlamchi joylashtirish (IPO); FPO - bu IPO dan so‘ng kompaniya qimmatli qog‘ozlarining qo‘shimcha paketini chiqarish jarayoni; Ikkilamchi ommaviy taklif (SPO) kapitalni oshirish uchun allaqachon ochiq kompaniya aksiyalarining qo‘shimcha chiqarilishini anglatadi.
<b>Qayta sotib olish dasturi (Buyback)</b>	Kompaniya o‘z aksiyalarini qiymatini va jozibadorligini oshirish uchun qayta sotib olish nazarda tutiladi.
<b>Xususiy joylashtirish orqali investitsiyalarni jalb qilish mexanizmi (Private placement)</b>	Xususiy joylashtirish aksiyalarni ommaviy joylashtirishsiz cheklangan miqdordagi investorlarga to‘g‘ridan-to‘g‘ri sotishni anglatadi.
<b>Maxsus maqsadli sotib olish kompaniyasi (SPAC)</b>	Istiqbolli korxonalar bilan qo‘shilish va ommaviy kompaniyaga aylanish uchun yaratilgan operatsion faoliyatsiz kompaniyalarni anglatadi.
<b>Xodimlar uchun opsiya dasturlari (ESOP - Employee Stock Ownership Plan)</b>	Kompaniya xodimlariga ularning motivatsiyasi va sadoqatini oshirish uchun aksiyalarni berishni anglatadi.

Aksiyalar bozori butun dunyodagi fond bozorlarining eng faol va volatil bozori hisoblanadi. Xususan, 2025-yil yanvar holatiga ko‘ra aksiya bozorining jami bozor kapitallashuvi 140,7 trillion AQSh dollarini tashkil etgan<sup>61,62</sup>.

<sup>60</sup> Muallif ishlanmasi

<sup>61</sup> Statista.com. Total market capitalizations of companies listed on stock exchanges worldwide from 2013 to 2023

<sup>62</sup> SIFMA, Capital Markets Fact Book, 2024

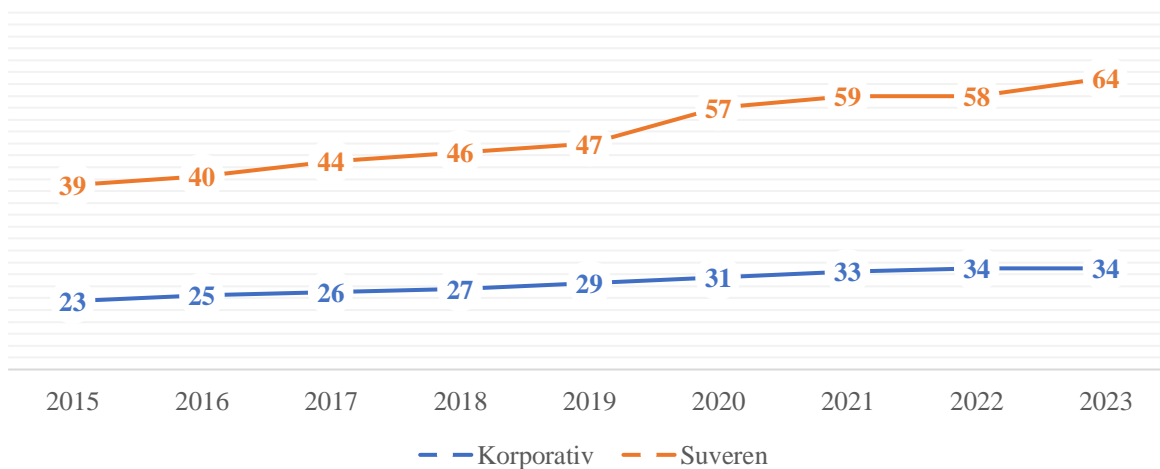


**1.11-rasm. Aksiya bozorining bozor kapitallashuvi, trln AQSh dollarida<sup>63</sup>**

Umuman olganda, so‘nggi 5 yillik statistik ma’lumotlarga nazar tashlasak, postpandemiya davrida moliyaviy bozorlarning, ayniqsa, qimmatli qog‘ozlar bozori ko‘rsatkichlarining o‘shish tendensiyasini kuzatishimiz mumkin.

Xalqaro moliyaviy bozorlarda qarz instrumentlari, xususan, obligatsiyalar ulardan keladigan daromadlarning kafolatlanganligi bois ko‘plab investorlarning eng afzal ko‘radigan moliyaviy instrumenti sifatida qaraladi.

So‘nggi besh yil ichida jahon obligatsiyalari bozori chiqarilgan vositalarning hajmi va turlari bo‘yicha sezilarli o‘shishni ko‘rsatmoqda. Xususan, 2024 yilning boshiga jami jahon obligatsiyalari bozori taxminan 98 trillion dollarga baholanib, bu ham davlat qarzining kengayishi, ham korporativ sektorning faol rivojlanishini aks ettiradi.



**1.12-rasm. Obligatsiyalar bozorining bozor kapitallashuvi, trln AQSh dollarida<sup>64</sup>**

<sup>63</sup> Jahon banki, SIFMA va Jahon Birjalar Federatsiyasi ma’lumotlari asosida muallif tomonidan ishlab chiqildi

<sup>64</sup> OECD. Global Debt Report 2024. Bond Markets in a High-Debt Environment

Obligatsiyalar bozorida dominant bozorlar sifatida g'aznachilik obligatsiyalari (Treasury bills, T-bills) bozori yuqori likvid bo'lgan Qo'shma Shtatlar, shuningdek rivojlangan Yevropa bozorlari (Buyuk Britaniya, Germaniya, Fransiya) va Yaponiya bo'lib qolmoqda.

Obligatsiyalarning eng ko'p tarqalgan turlari suveren va korporativ obligatsiyalar bo'lib, kompaniyalar tomonidan emissiya qilinadigan asosir turi – bu korporativ obligatsiyalardir. Shunday bo'lsada, 1.12-rasm ma'lumotlaridan kelib chiqib aytadigan bo'lsak, suveren obligatsiyalar (ya'ni davlatlar tomonidan chiqariladigan obligatsiyalar) qiymat jihatdan korporativ obligatsiyalarga qaraganda bozorni kattaroq qismini egallagan.

## 1.6-jadval

### Korporativ obligatsiyalarning bank kreditlari va omonatlaridan afzalliklari<sup>65</sup>

<b>Korporativ obligatsiyalarning bank kreditlaridan afzalliklari</b>	<b>Korporativ obligatsiyalarning bank omonatlaridan afzalliklari</b>
<i>Emitent uchun</i>	<i>Investor uchun</i>
Bir yoki ikkita bankdan qarz olish o'rniga, kompaniyalar ko'plab investorlarga obligatsiyalarni sotishlari mumkin. Bu riskni diversifikatsiya qilish orqali yetarli miqdorda naqd pul olishni osonlashtiradi.	Korporativ obligatsiyalar odatda bank depozitlariga qaraganda yuqori foiz stavkalarini to'laydi, ya'ni investorlar ko'proq daromad olish imkoniga ega bo'ladi.
Agar kompaniya yaxshi kredit reytingiga ega bo'lsa, u ko'pincha banklardan olinishi mumkin bo'lgan kredit foiz stavkasidan pastroq foizda obligatsiyalar chiqarad.	Obligatsiyalar investorlarga investitsiya portfelini va moliyaviy risklarni diversifikatsiya qilish imkonini beradi.
Bank kreditlari odatda ko'plab qoidalar bilan mustahkamlanadi. Obligatsiyalar odatda kamroq va sodda shartlar asosida emissiya qilinadi.	Ko'pgina korporativ obligatsiyalar ommaviy bozorlarda sotiladi, shuning uchun agar investorda naqd pulga ehtiyoj paydo bo'lsa, obligatsiyalarni muddatli bank depozitini buzishdan ko'ra osonroq va qimmatroq sotish imkoniyati mavjud
Obligatsiyalar chiqarish orqali kompaniyalar o'z balanslarini yaxshilashlari mumkin. Har xil turdagi mablag'larning (obligatsiyalar va kapital) aralashmasiga ega bo'lish kompaniyani kelajakdagi investorlar uchun kuchliroq ko'rsatadi.	Garchi obligatsiyalar bank depozitlariga qaraganda ko'proq riskli bo'lsada, daromad va narxlarning o'sishi nuqtai nazaridan har doim bank depozitlariga qaraganda jozibador hisoblanadi.

<sup>65</sup> Muallif ishlanmasi

Korporativ obligatsiyalar bir vaqtning o'zida ham kompaniya (emitent) uchun, ham investor uchun bir qancha afzalliklarga ega bo'lib, xalqaro moliyaviy bozorlarda qarz instrumentlarining bank kreditlari turidan keyingi eng asosiy turi hisoblanadi. Bu kabi moliyaviy instrumentlari nafaqat kompaniya uchun qarz olishning kreditga nisbatan arzonligi yoki investor uchun bank depozitlariga qaraganda ko'proq daromadning qaytishi, balki bir qator boshqa sabablar uchun ham jozibador hisoblanadi (1.6-jadval).

Xorijiy kompaniyalarning fond bozorida investitsion jozibadorligini oshirishga xizmat qilayotgan yana bir moliyaviy instrumentlar guruhi – bu derivativlar yoki hosilaviy qimmatli qog'ozlardir. Xalqaro fond bozorlarida eng ko'p foydalaniladigan derivativlar – fyucherslar va opsionlar sanaladi. 2023-yilda dunyo fond bozorlarida fyuchers va opsionlar savdosining qiymati 134,4 mlrd. AQSh dollarini tashkil etgan<sup>66</sup>.

Forvardlar, fyucherslar, opsionlar va svoplar kabi derivativlar o'z-o'zidan kompaniya uchun to'g'ridan-to'g'ri foyda keltirmaydi, ammo ulardan foydalanish bir qancha sabablar tufayli investitsiya jozibadorligini sezilarli darajada oshirishi mumkin.

Derivativlar kompaniyaga valyuta, foiz stavkalari, tovar va kredit risklarini himoya qilishga imkon beradi. Bu instrumentlar yordamida kompaniyaning moliyaviy oqimlari barqarorlashadi va natijalarning kutilmagan tarzda yomonlashishi riski kamayadi.

Derivativlardan foydalanish moliyaviy operatsiyalarni yanada moslashuvchan tuzilmaga aylantirish imkoniyatlarini yaratadi. Masalan, svoplar kompaniyaga uning qarz strukturasi optimallashtirishda yordam berishi, shu bilan birga opsionlar investorlarga qo'shimcha imtiyozlarni taklif qilishi mumkin (masalan, opsionlar xodimlarni rag'batlantirish dasturining bir qismi sifatida qo'llaniladigan ESOP sxemalari orqali). Bu derivativlardan to'g'ridan-to'g'ri foyda olinmasa ham, kompaniyaning moliyaviy bozorlarda jozibadorligini oshirishga yordam beradi.

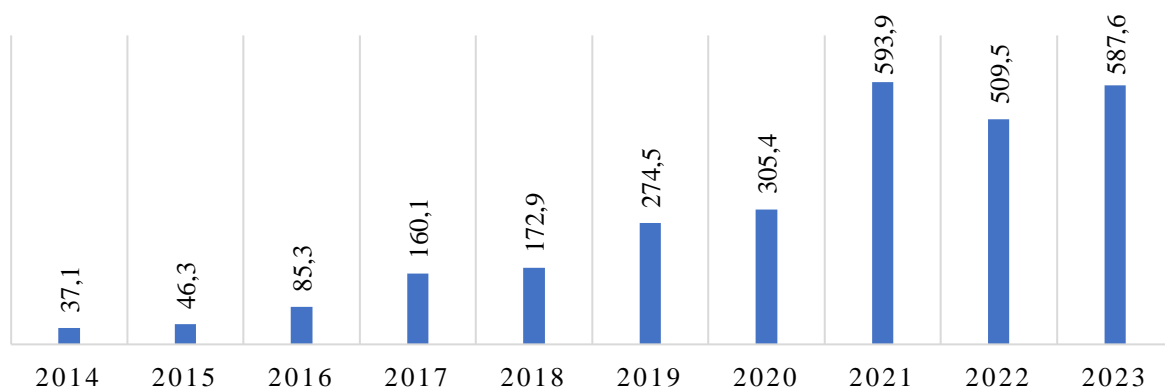
---

<sup>66</sup> Exchange-traded derivatives contracts traded worldwide in 2023, by asset class. <https://www.statista.com/statistics/1538303/derivatives-trading-volume-by-type/>

Derivativlardan foydalanish kompaniyaning rivojlangan korporativ boshqaruv tizimiga ega ekanligini va moliyaviy risklarni boshqarishga qodirligini ko‘rsatadi. Ko‘pgina investorlar uchun risklarni samarali boshqarish biznesning ishonchliligi va barqarorligining muhim signalidir, bu kompaniyaning bahosiga ijobiy ta‘sir ko‘rsatadi va qarz olish xarajatlarini kamaytiradi.

Aksiyalar bozorida farqli o‘laroq, obligatsiyalar bozori doimiy yangilanish, zamonaviy trendlar markazi sifatida ham qaraladi. Ya’ni mazkur bozorda an’anaviy shaklda emissiya qilinadigan obligatsiyalar savdosi bilan birga yangi tendensiyalarga, zamonaviy chaqiruvlarga javob beradigan obligatsiyalar savdosi ham amalga oshiriladi. Ana shunday zamonaviy instrumentlar qatoriga ESG tamoyillariga moslashuvchi obligatsiyalar (yashil, ijtimoiy, va barqarorlik bilan bog‘liq obligatsiyalar) va konvertatsiyalanadigan obligatsiyalar kiradi.

Yashil obligatsiyalar (ESG obligatsiyalar) ekologik barqarorlikni, ijtimoiy mas’uliyatni va korporativ boshqaruvni takomillashtirishni rag‘batlantiradigan loyihalarni moliyalashtirish uchun chiqarilgan qarz vositalari hisoblanadi. Ularning tarixi 2007–2008 yillarda, Yevropa investitsiya banki va Jahon banki birinchi marta issiqxona gazlari chiqindilarini kamaytirish, energiya samaradorligi va qayta tiklanadigan energiya manbalarini rivojlantirish loyihalarini moliyalashtirishga qaratilgan obligatsiyalar chiqargan paytdan boshlanadi<sup>67</sup>. O‘shandan beri yashil obligatsiyalar bozori jadal o‘sib (1.13-rasm), hozirda global qarz bozorining ajralmas qismi hisoblanadi.

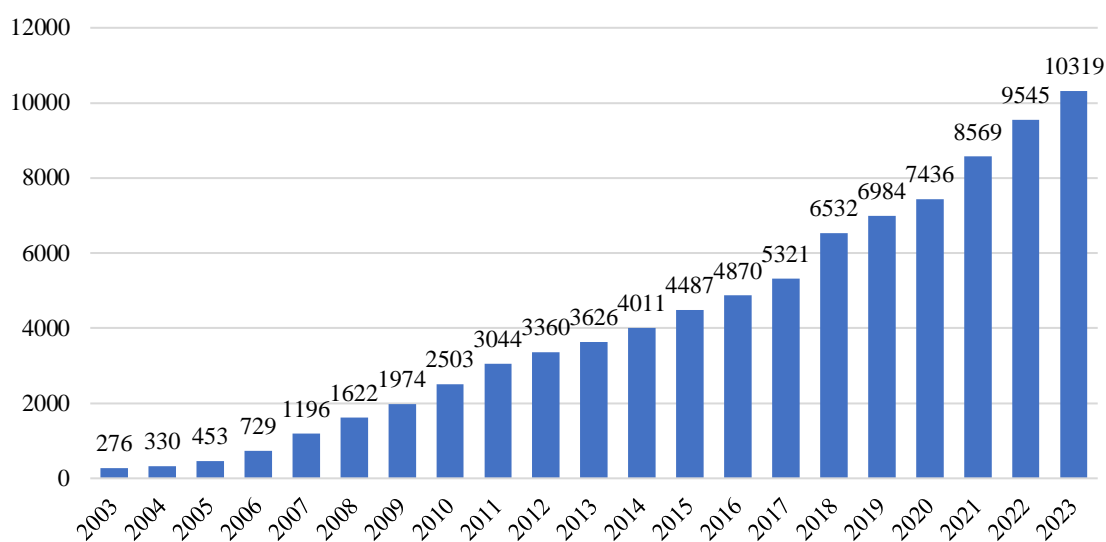


**1.13-rasm. Yashil obligatsiyalarning emissiya qilinishi ko‘rsatkichlari, \$mlrd<sup>68</sup>**

<sup>67</sup> <https://www.pimco.com/gbl/en/resources/education/understanding-green-social-and-sustainability-bonds>

<sup>68</sup> Value of green bonds issued worldwide from 2014 to 2023. <https://www.statista.com/statistics/1289406/green-bonds-issued-worldwide/>

Yashil obligatsiyalarning emitentlar uchun bir qancha afzalliklari mavjud bo‘lib, birinchidan, bunday obligatsiyalarni chiqarish kompaniyalar va davlat tashkilotlariga barqaror rivojlanish va ijtimoiy mas’uliyatga sodiqligini namoyish etish imkonini beradi, hamda ularning obro‘si va investorlarning ishonchini oshirishga xizmat qiladi. Ikkinchidan, yashil obligatsiyalar ko‘pincha investorlarning keng doirasini, shu jumladan institutsional investorlarni jalb qiladi, bu esa qarz olish xarajatlarini kamaytirishga yordam beradi. Bundan tashqari, ba’zi mamlakatlar yashil obligatsiyalar emitentlari uchun soliq imtiyozlari yoki boshqa imtiyozlarni taklif qilib, bu bilan mazkur zamonaviy moliyaviy instrumentni yirik infratuzilma va ekologik loyihalarni moliyalashtirish uchun jozibador qiladi.



**1.14-rasm. Yashil obligatsiyalarning emissiya qilinishi ko‘rsatkichlari, \$mlrd<sup>69</sup>**

Yaqin o‘tmishda paydo bo‘lgan moliyaviy instrumentlardan yana biri – bu ETF lar hisoblanadi. Birja investitsiya fondlari (ETF) - bu oddiy kompaniya aksiyalari kabi aksiyalari fond birjalarida sotiladigan investitsiya fondlari. ETFlar aktivlar savati (aksiya, obligatsiyalar, tovarlar, valyutalar va hatto kriptovalyutalar) sifatida namoyon bo‘lib, investorlarga individual aktivlarni sotib olmasdan diversifikatsiya qilish imkonini beradi. Birinchi ETF 1990-yilda Kanadada ishga tushirilgan - Toronto 35 Index Participation Units (TIPs) bo‘lgan. Biroq, haqiqiy muvaffaqiyat 1993-yilda, Amerika Qo'shma Shtatlarida birinchi yirik fond – SPDR paydo bo‘lganida hamda bozorga S&P birja indeksiga bog‘langan S&P 500 ETF Trust

<sup>69</sup> Statista.com. <https://www.statista.com/statistics/278249/global-number-of-etfs/>

(SPY) moliyaviy instrumenti chiqarilganida kelgan. Shunga qaramasdan, ETF larning jadal rivojlanishi 2003-yillarga borib taqaladi, chunki aynan shu yilda ommaviy ETF lar paydo bo‘la boshlagan va 2024-yilning boshiga ularning soni 10 mingtadan ziyod ko‘rsatkichni qayd etgan (1.14-rasm).

Xorijiy tajribada kompaniyalar tomonidan fond bozori instrumentlari va mexanizmlaridan foydalangan holda investitsiyalarni jalb qilishning minglab misollarini topish mumkin. Shulardan eng mashhurlari bilan quyida batafsil tanishtirib chiqamiz.

AQShning innovatsion texnologiyalarga asoslangan yirik ishlab chiqarish kompaniyalaridan biri Tesla 2003 yilda tashkil topgan bo‘lib, avtomashinalar ishlab chiqarish kompaniyasi hisoblanadi. Tashkil topganiga endigina 20 yildan ozgina ko‘proq muddat bo‘lgan bu kompaniya bozor kapitallashuvi ko‘rsatkichlariga ko‘ra hozirda dunyoning TOP-10 kompaniyalari qatoriga kiradi<sup>70</sup>. Kompaniya fond bozorida investitsiyalarni jalb qilish maqsadida 2010-yilda o‘z IPOsini o‘tkazgan hamda 13,3 mln dona aksiyasini 17 dollardan NASDAQ birjasida sotgan<sup>71</sup>. IPOdan keyingi birinchi kunning o‘zida Tesla kompaniyasi aksiyasining narxi – 23,89 dollarga ko‘tarilgan.

E’tiborli jihati shundaki, Tesla kompaniyasi ilk elektromobilini IPOdan 16 oy oldin – 2009-yilning fevral oyida ishlab chiqargan bo‘lib, mazkur avtomobil Tesla Roadster bo‘lgan va uning qiymati 109 ming AQSh dollariga teng bo‘lgan. Tesla kompaniyasi IPO da muvaffaqiyat qozonish sirlaridan biri uning kelajak uchun investorlarga taqdim etgan strategiyasi juda puxta o‘ylangan hamda haqiqatda jozibador bo‘lgan.

Qolaversa, Tesla kompaniyasi 2013-yilda elektromobillar ishlab chiqarish uchun 600 million dollarlik konvertatsiya qilinadigan yashil obligatsiya chiqargan hamda AQShda yashil obligatsiyalar orqali investitsiyalarni jalb qilgan birinchi yirik kompaniyalardan biri bo‘lgan<sup>72</sup>.

---

<sup>70</sup> <https://companiesmarketcap.com/>

<sup>71</sup> Tesla IPO: 7 Years On. <https://www.investopedia.com/news/tesla-ipo-7-years/>

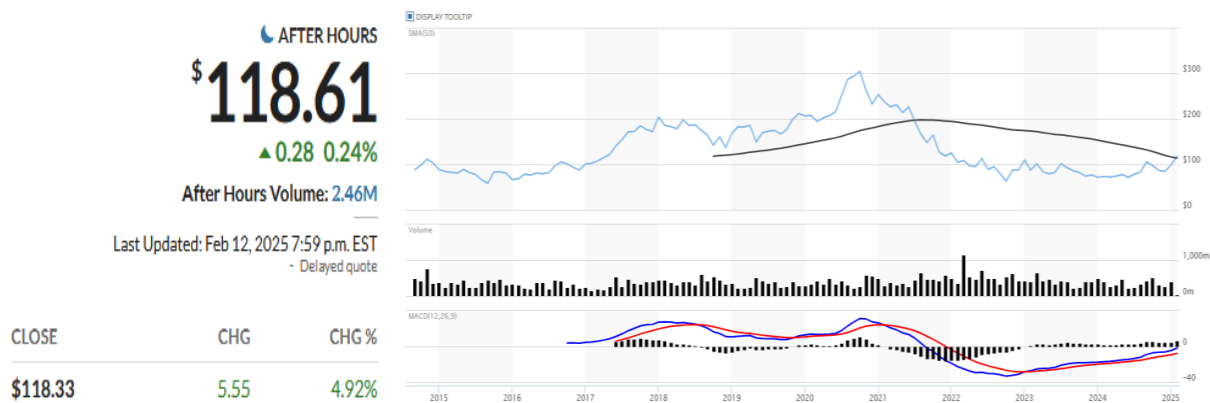
<sup>72</sup> Green Bonds Offer Opportunities — and Risks — for Socially Responsible Investors. <https://www.key.com/kpb/our-insights/articles/green-bonds.html>

2020-yilda Tesla Motors kompaniyasi S&P 500 indeksiga kiritilgan hamda uning aksiyalari 600 dollardan 900 AQSh dollarigacha ko‘tarilgan hamda kompaniyani bozor kapitallashuvi bo‘yicha dunyoning eng qimmat kompaniyalari orasiga kirishiga sabab bo‘lgan.

Teslani tajribasidan kelib chiqib xulosa qiladigan bo‘lsak, investorlarni jalb qilish va investitsiyaviy jozibadorlikni oshirish uchun IPO va yashil obligatsiyalardan foydalanish Tesla Motorsga elektr avtomobil ishlab chiqarishni kengaytirish va innovatsion texnologiyalarga sarmoya kiritish uchun zarur bo‘lgan moddiy resurslarni taqdim etgan. S&P 500 indeksiga kiritilishi esa kompaniya aksiyalarining likvidligini oshirib, institutsional investorlarning ishonchini va bozor kapitallashuvining keskin ortishiga olib kelgan.

Investitsiyaviy jozibadorlikni fond bozori instrumentlari orqali oshirishning yana bir xorijiy misoli sifatida Xitoyning yirik savdo platformasi Alibaba Group Holding kompaniyasini misol qilib keltirish mumkin.

Alibaba 2014-yilda Xitoy hamda Amerika birjalarida IPO ga chiqishi va ulkan daromadga ega bo‘lishi bilan birga, investitsiyaviy jozibadorligini yanada oshirish uchun AQSh birjalarida Amerika depozit sertifikatlari (ADR) chiqargan.



1.15-rasm. Alibaba ADRlari narxining grafigi<sup>73</sup>

Amerika depozit sertifikatlari (ADR) AQSh depozitariy banki tomonidan chet el kompaniyasi aksiyalarining ma’lum miqdordagi aksiyalarini (odatda bitta ADR – bu bitta aksiya) ifodalovchi muomalaga chiqariladigan sertifikatlardir. ADR har

<sup>73</sup> [https://www.marketwatch.com/investing/stock/baba/charts?mod=mw\\_quote\\_advanced](https://www.marketwatch.com/investing/stock/baba/charts?mod=mw_quote_advanced)

qanday mahalliy aksiyalar kabi AQSh fond bozorlarida sotiladigan moliyaviy instrumentlardir.

ADRLar amerikalik investorlarga xorijdagi kompaniyalarning mahalliy bozorlarda mavjud bo'lmagan aksiyalarni sotib olish yo'lini taklif qiladi. Ya'ni, misol uchun Alibaba aksiyasi NYSE yoki NASDAQ birjalarida sotilmasa, u holda kompaniya o'zining ADR larini birjaga chiqaradi va har bir ADR kompaniyaning bir aksiyasini ifodalaydi. ADRLar xorijiy kompaniyalarga AQSh fond birjalarida amerikalik investorlar va kapitalni jalb qilish qiyinchilik va xarajatlarsiz imkonini bergani sababli xorijiy kompaniyalar bu instrumentdan ko'p foydalanadi.

### **I-Bob bo'yicha xulosa**

1. Investitsiyaviy jozibadorlik bir qancha omillarga bog'liq bo'lib, ular kompaniyaning tarixi, amaldagi holati va kelajagini aks ettiruvchi barcha ko'rsatkichlarda namoyon bo'ladi. Mazkur bobda xorijiy va mahalliy olimlar tomonidan fond bozori instrumentlarining investitsiyaviy jozibadorligi tushunchasining nazariy jihatlarini o'rgandik. Bibliografik tahlil natijasida investitsiyaviy jozibadorlik tushunchasini izohlashga mualliflik yondashuvini (tarifini) ishlab chiqdik.

2. O'zekistonda aynan investitsiyaviy jozibadorlik tushunchasini ochib berishga qaratilgan qonun hujjatlari mavjud emasligini aniqladik. Biroq, investitsiyaviy jozibadorlikka ta'sir qiluvchi barcha omillar, xususan, moliyaviy, iqtisodiy, siyosiy, ijtimoiy va madaniy omillarning elementlariga oid bir qancha normativ hujjatlarni tahlil qildik. Tahlil davomida investitsiyaviy jozibadorlikka katta ta'sir ko'rsatadigan korporativ boshqaruv elementi – faoliyat shaffofligiga oid ko'plab qonun hujjatlari qabul qilinganligi va bu borada birja ishtirokchilari uchun ochiq o'yin qoidalari amal qilishini ko'rib chiqdik.

3. Tadqiqot doirasida investitsiyaviy jozibadorlikni anglashga oid klassik modellardan zamonaviy modellarga qadar bo'lgan jarayonni tahlil qilingan bo'lib, klassik modellar sifatida – Tobinning “Q” va Garri Markovitz modellari hamda Franko Modigliani va Merton Millerning nazariyasi tadqiq qilindi. Bundan tashqari Daniel Kahneman va Richard Talerlarning “Xulq-atvor iqtisodiyoti” nazariyasi ham

o'rganilib, unga ko'ra investitsiyaviy jozibadorlik nafaqat moliyaviy ko'rsatkichlarga, balki investorlarning xulq-atvoriga, ommaviy vahima yoki eyforiyasiga ham bog'liq bo'lishi ochiqlandi.

4. Dissertatsiya ishining I-bobida investitsiyaviy jozibadorlikni anglashga oid klassik modellardan tashqari zamonaviy modellar ham tadqiq etilib, zamonaviy modellar sifatida – ESG investitsiyalari o'rganildi. Hozirgi kunda ESG reytinglari xalqaro investorlar uchun muhim mezonga aylangan bo'lib, faqatgina yuqori ijtimoiy va ekologik mas'uliyatga, kuchli va adekvat boshqaruv ega bo'lgan kompaniyalar imtiyozli moliyalashtirish va institutsional investorlarning qiziqishini oshirishlari va buning natijasida investitsiyaviy jozibadorliklarini oshirishlari mumkinligi aniqlandi.

5. Tadqiqot doirasida fond bozori instrumentlari asosida investorlarni jalb qilgan kompaniyalar, xususan, Tesla Motors va Alibaba Group Holding kompaniyalari tahlil qilindi. Tahlil natijalariga ko'ra mazkur kompaniyalar investitsiyalarni jalb qilishda IPO mexanizmidan foydalanganligi, keyinchalik boshqa instrumentlardan, xususan, yashil obligatsiyalar va ADR lardan foydalanganligi keltirildi. Har ikkala kompaniya IPO da muvaffaqiyat qozongani bilan fond bozori orqali muntazam ravishda investorlarni jalb qilishga harakat qilishi, ularga kompaniya aksiyalaridan tashqari boshqa moliyaviy instrumentlarni ham taklif qilishi aniqlandi.

## **II-BOB. FOND BOZORI INSTRUMENTLARI YORDAMIDA AKSIYADORLIK JAMIYATLARINING INVESTITSIYAVIY JOZIBADORLIGINI OSHIRISHNING AMALDAGI HOLATINING TAHLILI**

### **2.1. Toshkent Respublika fond birjasi listingida mavjud milliy kompaniyalarning investitsiyaviy jozibadorligi tahlili**

Milliy aksiyadorlik jamiyatlari fond instrumentlari orqali investitsiyalarni jalb qilishi mumkin bo'lgan hozircha yagona milliy fond bozori – bu Toshkent Respublika fond birjasi (RFB) hisoblanadi. Mustaqillik yillaridan hozirga qadar mazkur birjada, asosan, moliya bozorining 2 ta instrumenti – aksiyalar va obligatsiyalar savdosi amalga oshirilib kelinmoqda. Bozordagi instrumentlar savdosining bunday cheklanishi kompaniyalar tomonidan instrumentlarning chiqarilmasligida emas, balki birjada bunday imkoniyatning yo'qligidadir.

2025-yilning yanvar holatida milliy birjamizda aksiyalari birja listingiga kiritilgan kompaniyalar soni – 96 tani tashkil etmoqda<sup>74</sup>. Bir yil oldin, ya'ni 2024-yilning yanvar holatiga bu ko'rsatkich 112 ta kompaniyani tashkil etar edi<sup>75</sup>.

2024-yilning yakunlari bo'yicha birja ko'rsatkichlarini tahlil qiladigan bo'lsak, birjada savdolarining umumiy hajmi 21,95 trln so'mni (1,71 mlrd dollar) tashkil etib, o'tgan yilga nisbatan 19,06 trln so'mga yoki 659,3%ga o'sganini kuzatishimiz mumkin. Bunda, 19,56 trln so'm (1,53 mlrd dollar) yoki tuzilgan bitimlarning 89,11 foizi birja kotirovkalash varag'iga kiritilgan qimmatli qog'ozlar bilan tuzilgan bitimlar hissasiga to'g'ri kelgan bo'lsa, qolgan qismi esa uyushgan birjadan tashqari bozordagi (listingdan tashqari savdo maydonchasi - LTSMdagi) bitimlarga to'g'ri kelgan<sup>76</sup>.

2024-yilda birja savdo maydonchalarida tuzilgan bitimlarning umumiy soni 498 381 tani tashkil etib, bu 2023-yilga nisbatan 86 511 taga yoki 21,0% ga ko'p ekanligini anglatadi. Shu bilan birga, birja kotirovkalash varag'iga kiritilgan

---

<sup>74</sup> Toshkent RFB ma'lumotlari. [https://uzse.uz/isu\\_infos?page=2](https://uzse.uz/isu_infos?page=2)

<sup>75</sup> Birjaviy tahlil – 2023-yil. <https://uzse.uz/analytics?page=3>

<sup>76</sup> Toshkent RFB ma'lumotlari. Press-reviz: 2024-yil yakunlari. <https://uzse.uz/analytics>

qimmatli qog'ozlar bilan 446 967 ta bitim, listingdan tashqari savdo maydonchasida esa 51 414 ta bitim tuzilgan (2.1-jadval).

## 2.1-jadval

### Toshkent RFB da aksiyalar bozorining asosiy ko'rsatkichlari (yillar kesimida)<sup>77</sup>

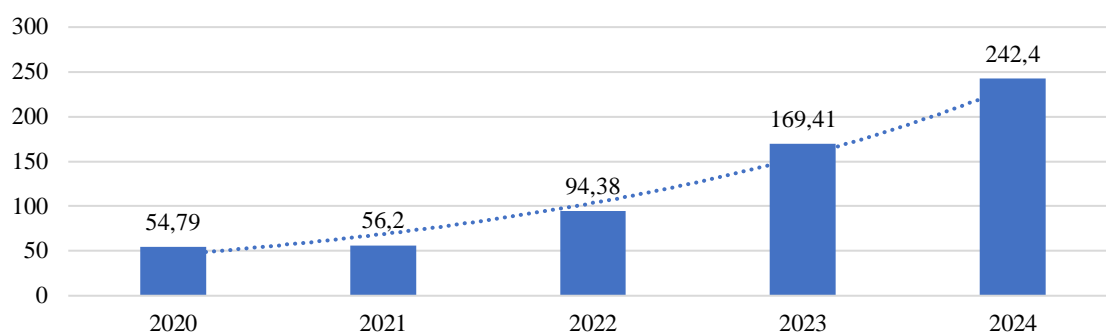
Ko'rsatkichlar	O'lchov birligi	2020	2021	2022	2023	2024
Savdolar hajmi	<i>mln so'm</i>	510 800	1 147 110	4 705 790	2 620 570	19 182 120
O'rtacha kunlik savdolar hajmi	<i>mln so'm</i>	2 003	4 588	19 052	10 567	77 347
Bitta bitimning o'rtacha hajmi	<i>mln so'm</i>	14,2	16,1	58,4	6,4	43,2
Bitimlar soni	<i>dona</i>	35 983	71 187	80 652	411 393	443 849
O'rtacha kunlik bitimlar soni	<i>dona</i>	141	285	327	1 659	1 790

Aksiyalar bozoridagi savdolar hajmi 19,18 trln so'mni (\$1,5 mlrd) tashkil etdi. O'tgan yilga nisbatan savdolar hajmi 16,56 trln so'mga yoki 632,0% ga oshgan. Shu bilan birga, savdolarining asosiy hajmi (18,6 trln so'm) aksiyalarni birlamchi joylashtirish bo'yicha bitimlar va ikkilamchi bozorda blok-bitimlar amalga oshirilgan pulsiz hisob-kitoblar platformasiga (Free of Payment Board, FoP) to'g'ri kelgan. FoP maydonchasida bitimlar hajmining sezilarli darajada o'sishi birjadan tashqari uyushmagan bozordan bitimlar tuzish uchun uyushgan bozordan foydalanishga bosqichma-bosqich o'tayotgan emitentlarning undan faol foydalanishi bilan izohlanadi, bu esa fond bozorida ochiqlik va shaffoflik darajasini oshirishni ta'minlaydi. Bu uyushmagan bozor ulushini 2023-yilgi 94 foizdan 58 foizgacha qisqartirishga olib kelgan. Mos ravishda, uyushgan bozor ulushi 2023-yilgi 6 foizdan 2024-yildagi 42 foizgacha oshgan.

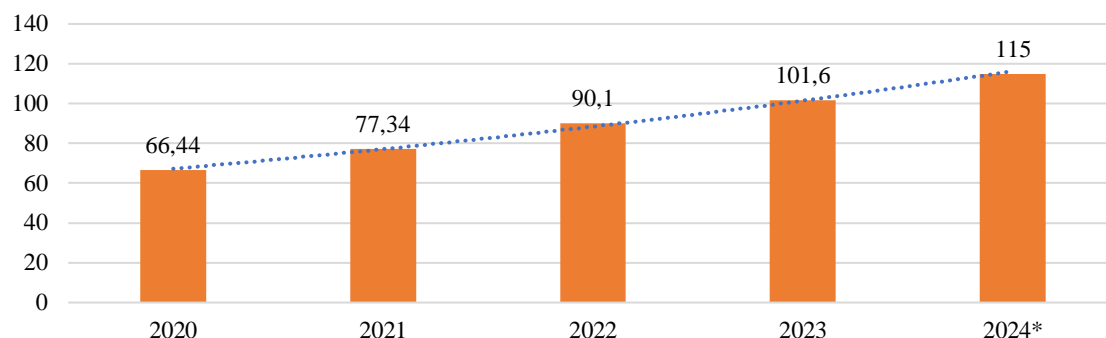
O'tkazilgan savdolarining o'rtacha kunlik hajmi 77,4 mlrd so'mni, tuzilgan bitimlarning o'rtacha kunlik soni esa 1 790 tani tashkil etgan.

<sup>77</sup> Oldingi iqtibosga qarang.

Aksiyalar bozorining kapitallashuvi 72,99 trln so‘mga (\$5,65 mlrd) yoki 43,1 foizga oshgan va 242,4 trln so‘mni (\$18,8 mlrd) yoki YaIMga nisbatan 16,3 foizni tashkil etgan. Taqqoslash uchun aksiyalar bozorining kapitallashuvi ko‘rsatkichi YaIMning 10 foizini tashkil etishni boshlagani 2023-yilga to‘g‘ri kelib, kapitallashuv ko‘rsatkichi aynan shu yil yakunlari bo‘yicha YaIMning 13 foiziga yaqin ko‘rsatkichni qayd etgan (2.1-rasm).



**2.1-rasm. Aksiyalar bozorining kapitallashuvi ko‘rsatkichi (trln. so‘mda)<sup>78</sup>**



**Izoh:** \* - Gazeta.uz nashri ma’lumotlari.

**2.2-rasm. Mamlakatning YaIM ko‘rsatkichi (\$ mlrd.)<sup>79</sup>**

2025-yilning boshiga birja kotirovkalash varag‘ida 93 ta emitentning 142 ta moliyaviy instrumenti mavjud bo‘lgan. 2024-yil davomida birja kotirovkalash varag‘iga 15 ta emitentning 23 ta moliyaviy instrumenti kiritilgan: 7 ta korporativ obligatsiyalar va 16 ta aksiyalar chiqarilishi.

Yil yakuniga ko‘ra, aksiyalar bozorining kapitallashuvi 242,42 trln so‘mgacha (\$18,8 mlrd) o‘sdı va YAIMga nisbatan 16,3 foizni, erkin muomalada bo‘lgan aksiyalarning (free float) bozor kapitallashuvi esa 4,3 trln so‘mni (\$330.3 million) yoki YAIMga nisbatan 0,3 foizni tashkil etgan.

<sup>78</sup> Muallif ishlanmasi

<sup>79</sup> Muallif ishlanmasi

Shuningdek, milliy birjamizning endi rivojlanib kelayotgan yana bir yirik segmenti – obligatsiyalar bozorida birja listingiga kiritilgan va obligatsiyalari birjada oldi-sotdi qilinadigan kompaniyalar soni 32 tani tashkil etmoqda<sup>80</sup>.

Korporativ obligatsiyalar bozorida savdolar hajmi 381 mlrd so‘mni (29,8 mln dollar) tashkil etib, 288,8 mlrd so‘mga yoki 313,3%ga o‘sgan. O‘rtacha kunlik savdolar hajmi 1,5 mlrd so‘mni, o‘rtacha kunlik bitimlar soni 13 tani tashkil etgan (2.2-jadval).

Yil yakuniga ko‘ra, birja kotirovkalash varag‘iga kiritilgan obligatsiyalarning bozor qiymati 817,6 mlrd so‘mni (63,3 mln dollar) yoki YAIMga nisbatan 0,1 foizni tashkil etgan.

## 2.2-jadval

### Toshkent RFB da obligatsiyalar bozorining asosiy ko‘rsakichlari (yillar kesimida)<sup>81</sup>

Ko‘rsatkichlar	O‘lchov birligi	2020	2021	2022	2023	2024
Savdolar hajmi	<i>mln so‘m</i>	67 340	113 400	110 420	92 180	380 960
O‘rtacha kunlik savdolar hajmi	<i>mln so‘m</i>	264	454	447	372	1 536
Bitta bitimning o‘rtacha hajmi	<i>mln so‘m</i>	852,4	375,5	1 555,2	193,2	122,2
Bitimlar soni	<i>dona</i>	79	302	71	477	3 118
O‘rtacha kunlik bitimlar soni	<i>dona</i>	1	1	1	2	13

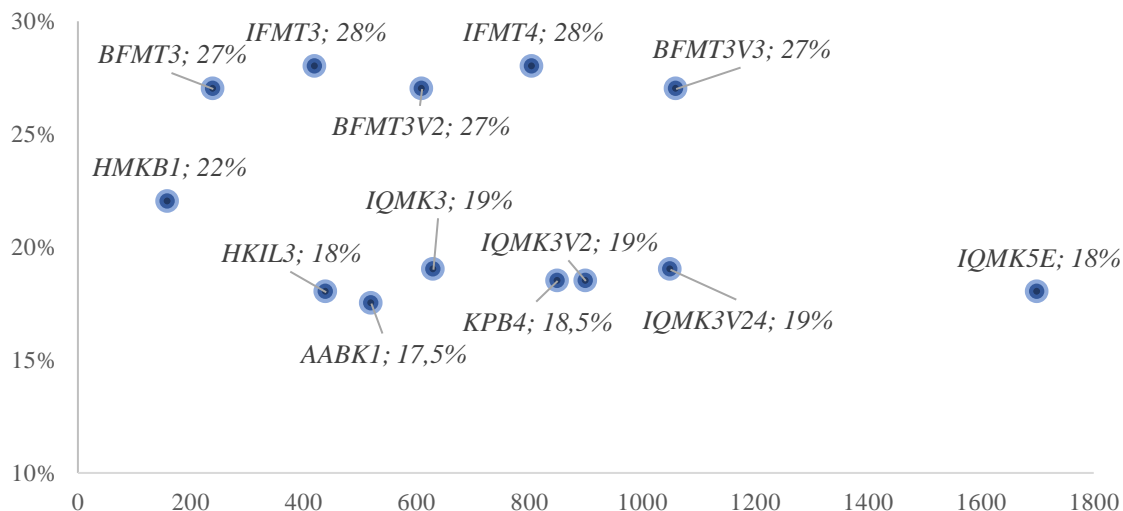
Toshkent RFB da 2025-yilda oldi-sotdi qilinayotgan obligatsiyalarning daromadlilik 6 foizdan 28 foizgacha bo‘lib, eng ko‘p daromad foizlarini Imkon Finans mikromoliya tashkiloti AJ (yillik 28 foiz) taqdim etgan bo‘lsa, eng kamini Akfa Medline MChJ (yillik 6 foiz) taklif etgan. Bundan ma‘lum bo‘ladiki, milliy fond bozorimizda taklif etilayotgan ba‘zi moliyaviy instrumentlar bank bozori

<sup>80</sup> Toshkent RFB ma‘lumotlari. <https://uzse.uz/abouts/bonds/>

<sup>81</sup> Toshkent RFB ma‘lumotlari. Press-reviz: 2024-yil yakunlari.

[https://uzse.uz/system/analytics/pdfs/000/000/257/original/Press-Reliz\\_\\_2024-\\_yil\\_yakunlari.pdf?1739445037](https://uzse.uz/system/analytics/pdfs/000/000/257/original/Press-Reliz__2024-_yil_yakunlari.pdf?1739445037)

instrumentlari (kreditlar va omonatlar) dan narx nuqtai nazaridan jozibadorroq ekan. Shuningdek, milliy kompaniyalar tomonidan emissiya qilingan obligatsiyalarning ko‘pchiligining muddati besh yilga mo‘ljallangan bo‘lib, ulardan ba’zilarini quyidagi grafikda tasvirladik (2.3-rasm).



**2.3-rasm. Ba’zi emitentlarning obligatsiya xaritasi<sup>82</sup>**

Toshkent RFB da so‘nggi yillarda amalga oshirilgan yangiliklardan biri bu FoP – Free of Payment tizimining ishga tushirilishi bo‘ldi. 2023 yildan “Toshkent” RFB Qimmatli qog‘ozlar savdosi qoidalariga o‘zgartirish va qo‘shimchalar kiritish tasdiqlangan paytdan e’tiboran qimmatli qog‘ozlarni oldi-sotdi bitimlarini amalga oshirish yoki “Qimmatli qog‘ozlarni to‘lovsiz kliring qilish va yetkazish” usulini naqd pulsiz hisob-kitoblarsiz chiqarish natijasida emitent tomonidan o‘z qimmatli qog‘ozlarini joylashtirish uchun yangi Free of Payment (FoP) Board savdo maydonchasi ishga tushirilgan. Ushbu savdo maydonchasi ishga tushirilgandan buyon emitent uchun mavjud xarajatlar 41 foizga arzonlagan. Bu birjaning fond bozori ishtirokchilari uchun investitsion jozibadorligini oshirish sari qo‘yilgan qadam bo‘ldi desak mubolag‘a bo‘lmaydi.

Oldingi yillarda Toshkent RFB tomonidan kompaniyalarning fond bozorida investitsion jozibadorligi tahlil qilingan bo‘lib, so‘nggi yillarda bu baholash kompaniyalar tomonidan amalga oshirilishi ko‘zda tutilganligi sababli birjadan ushbu funksiyalar boshqalarga o‘tkazildi (2.3-jadval).

<sup>82</sup> Oldingi iqtibosga qarang.

**Toshkent RFB tomonidan O‘zagrolizing AJ ning investitsiyaviy  
jozibadorligini baholash ko‘rsatkichlari (2015-2017-yillar)<sup>83</sup>**

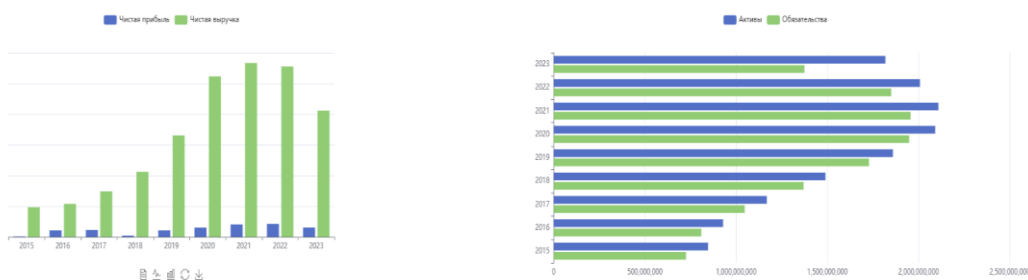
<b>Ko‘rsatkichlar</b>	<b>O‘lch. bir.</b>	<b>2015 y.</b>	<b>2016 y.</b>	<b>2017 y.</b>
Ustav kapitali	so‘m	105 681 835.0	105 681 835.0	105 681 835.0
Xususiy kapital	so‘m	846 272 006.0	928 439 362.0	1 168 670 122.0
Jami aktivlar	so‘m	120 967 181.0	119 355 383.0	121 794 763.0
Sof foyda	so‘m	9 399 449.0	10 757 626.0	11 312 947.0
Bitta oddiy aksiya uchun dividend	so‘m/dona	152.0	152.0	152.0
Bitta aksiyaning nominal qiymati	so‘m	2 535.0	2 535.0	2 535.0
Oddiy aksiyalar miqdori	dona	41 669 087.0	41 669 087.0	41 669 087.0
Bitta oddiy aksiyaning balans qiymati	so‘m	20.0	22.0	28.0
Aktivlar rentabellik ko‘rsatkichi (ROA)	%	0.001	0.012	0.011
Xususiy kapital rentabellik ko‘rsatkichi (ROE)	%	0.01	0.09	0.093
Qoplash koeffitsiyenti (Current ratio)	%	14 551.0	5 597.0	1 372.0
Mutloq likvidlilik koeffitsiyenti (Cash ratio)	%	0.02	0.05	0.05

**Izoh:** Emitentning investitsiyaviy jozibadorligiga oid indikatorlarni hisoblash 2017-yilda to‘xtatilgan.

Yuqorida ta’kidlab o‘tganimizdek, deyarli bir dekada oldin mahalliy fond birjamiz investorlar uchun kompaniyalar haqida shaffof ma’lumotni olish mumkin bo‘lgan “investportal” vazifasini bajarib, kompaniyalarning investitsiyaviy ko‘rsatkichlarini hisoblab investorlarga ma’lumotlar taqdim etib borgan. Hozirda bu vazifani “openinfo.uz” O‘zbekiston Respublikasi Istiqbolli loyihalar milliy agentligi Korporativ axborot yagona portali bajarmoqda va kompaniyalarning investitsiyaviy jozibadorligini muntazam e’lon qilib boradi (2.4-rasm).

<sup>83</sup> Toshkent RFB ma’lumotlari. [https://www.uzse.uz/isu\\_infos/UZ7011500004/detail?locale=uz](https://www.uzse.uz/isu_infos/UZ7011500004/detail?locale=uz)

Йил якуни бўйича молиявий кўрсаткичлар билан график (Минг сўмда)



Йил якуни бўйича асосий молиявий кўрсаткичлар										
Кўрсаткич	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	
Соф Фойда (%)	1.95	19.94	15.27	2.04	6.5	5.85	7.2	7.62	7.46	
Капиталнинг рентабеллиги (ROE) (%)	0.78	9.01	9.29	1.81	8.21	10.68	13.41	13.4	3.46	
Активлар рентабеллиги (ROA) (%)	0.11	1.16	0.97	0.15	0.58	0.73	0.97	1.05	0.84	
Қара Нисбати (%)	85.75	87.14	89.58	91.99	92.96	93.16	92.79	92.14	75.57	
Қарзнинг Капитал нисбати (%)	601.98	677.88	859.54	1148.01	1319.69	1361.2	1287.17	1172.28	309.38	

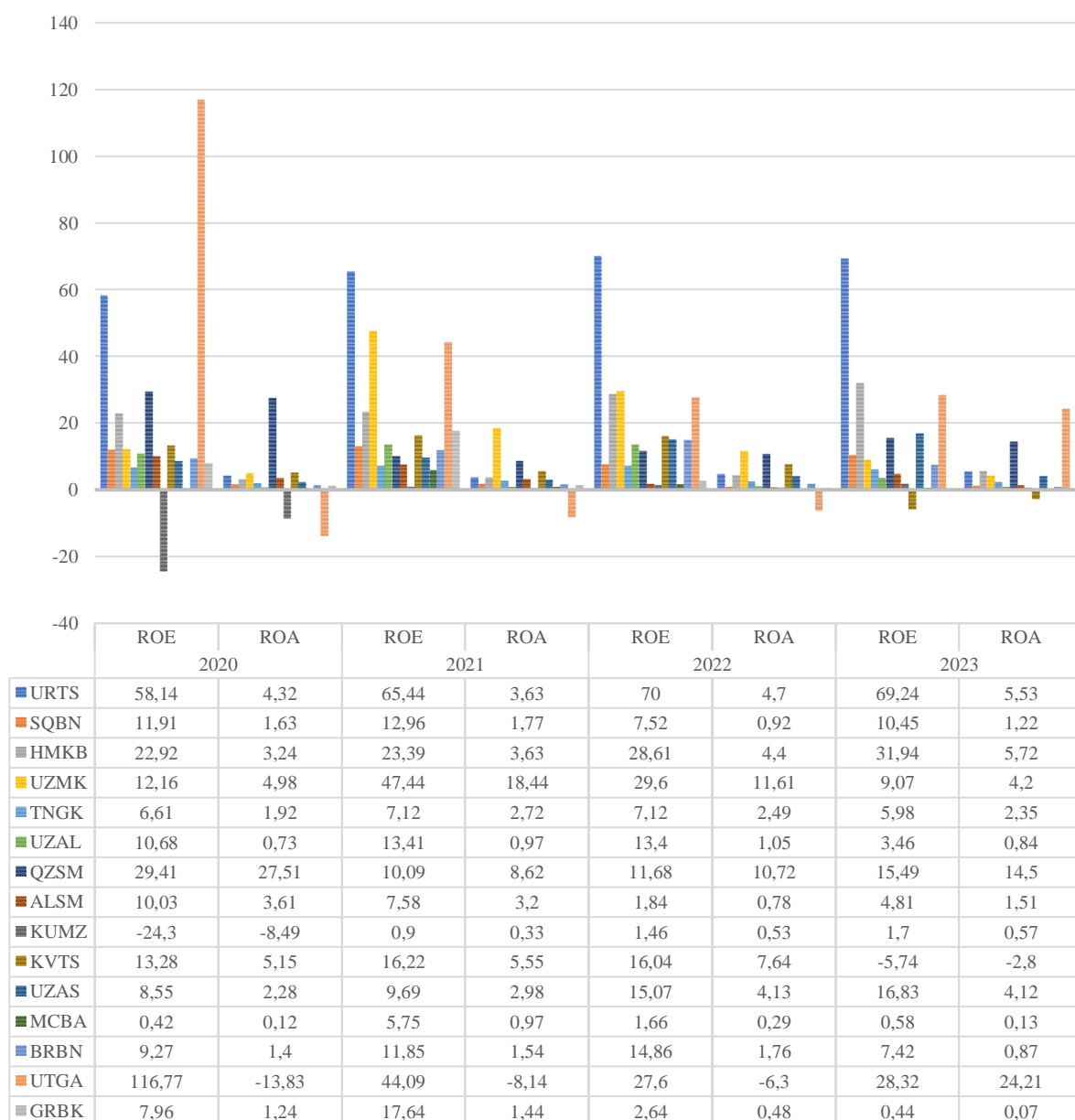
#### 2.4-rasm. O‘zgarolizing AJ ning investitsiyaviy jozibadorligini baholash ko‘rsatkichlari<sup>84</sup>

Xususan, O‘zbekiston Respublikasi Istiqbolli loyihalar milliy agentligi Korporativ axborot yagona portali ma’lumotlariga asosan O‘zbekistondagi kompaniyalarning investitsiyaviy jozibadorligini namoyon etuvchi moliyaviy ko‘rsatkichlari yillar davomida quyidagicha bo‘lgan (2.5-rasm).

2.5-rasm ma’lumotlariga tayanib xulosa qiladigan bo‘lsak, kompaniyalar tomonidan fond bozorida taqdim etilayotgan instrumentlarning jozibadorligini aniqlashda ROE - xususiy kapitalning rentabelligi, ROA – kompaniya aktivlarining rentabelligi kabi ko‘rsatkichlardan foydalanilmoqda. E’tiborli jihati shundaki, kompaniya tomonidan yuqoridagi ko‘rsatkichlar e’lon qilinganda moliyaviy yil manfiy natija bilan yopilgan bo‘lsada, ROE/ROA ning yakuniy natijasi musbat chiqishi va instrumentlarni sotib olishda bu ko‘rsatkichlarga tayanib ish tutish xato ekanligini anglatadi. Xususan, Uztransgaz AJ ning 2020-yildagi xususiy kapital miqdori (-) 3,1 trillion so‘mdan yuqoriroq, sof zarar esa (-) 3,6 trillion so‘mni tashkil etgan. Bu esa kompaniya yilni juda katta zarar bilan yopganini anglatadi. Shunday bo‘lsada kompaniyaning ROE ko‘rsatkichi 116% chiqishi investorlarni chalg‘ituvchi va kompaniyaning moliyaviy natijalarini to‘lig‘icha namoyon etib bermaydigan natija hisoblanadi. Shu sababli investorlar har qanday fond birjasi – u xoh rivojlangan, xoh rivojlanmagan bo‘lsin, kompaniyaning moliyaviy

<sup>84</sup> O‘zbekiston Respublikasi Istiqbolli loyihalar milliy agentligi Korporativ axborot yagona portali ma’lumotlari. <https://new.openinfo.uz/organizations/638>

indikatorlaridan tashqari kompaniyaning moliyaviy natijalar to‘g‘risidagi hisoboti, yillik buxgalteriya balansi, audit xulosalari, agar mavjud bo‘lsa xalqaro standartlar asosida e‘lon qilinadigan moliyaviy hisobotlarini sinchiklab o‘rganishi lozim.



### 2.5-rasm. Toshkent RFB listingidagi AJ larining investitsiyaviy jozibadorligi ko‘rsatkichlari<sup>85</sup>

Bundan tashqari Toshkent RFB tomonidan kompaniyalarning investitsiyaviy jozibadorligi bilvosita yoki bevosita ta’sir qiladigan boshqa omillar birjaningrasmiy sahifasida “Emitentlar reytingi” rukni ostida e‘lon qilib boriladi va bu reytingda quyidagi indikatorlar hisoblab boriladi (2.4-jadval).

<sup>85</sup> O‘zbekiston Respublikasi Istiqbolli loyihalar milliy agentligi Korporativ axborot yagona portali ma’lumotlari. <https://new.openinfo.uz/organizations/638>

**Emitentlar reytingi<sup>86</sup>**

AJ nomi	Free float uchun ball	Aksiyadorlar soni uchun ball	Savdo kunlari uchun ball	Kuzatuv kengashida mustaqil direktorning mavjudligi uchun ball	Choraklik hisoblotlarni o‘z vaqtida e‘lon qilganlik uchun ball	Muhim faktlarni o‘z vaqtida e‘lon qilganlik uchun ball	Saytning mavjudligi uchun ball
...	...	...	...	...	...	...	...

Xususan ushbu reyting baholash asosida 2024-yilda TOP-10 kompaniyalar quyidagicha ko‘rinishga ega bo‘lgan (2.5-jadval). Mazkur jadval ma’lumotlariga ko‘ra eng yuqori ball 95 ballni, eng past 15 ballni tashkil qilgan.

Shunday bo‘lsada, O‘zbekistonda faoliyat ko‘rsatayotgan deyarli biror bir milliy kompaniyaning na nashriy manbalarida, na rasmiy internet sahifalarida investitsiyaviy jozibadorlikka oid ma’lumotlar mavjud emas. Kompaniyalarning rasmiy sahifalaridagi ma’lumotlar faqatgina moliyaviy hisobot bilan cheklangan.

Umuman olganda milliy kompaniyalarning Toshkent RFB da investitsiyaviy jozibadorligini aniqlashda moliyaviy va moliyaviy bo‘lmagan sifat ko‘rsatkichlarini alohida ta’kidlash mumkin. Moliyaviy ko‘rsatkichlar sifatida yuqorida keltirilgan bozor kapitallashuvi darajasi, likvidlik darajasi, ROA/ROE/ROI, moliyaviy mustaqillik, EPS, dividendlar miqdori kabi ko‘rsatkichlarni misol qilib keltirish mumkin. Ushbu tadqiqot ishining I-bobida biz bu ko‘rsatkichlarni hisoblash formulalari va izohlanishini keltirib o‘tgandik.

2.5-jadvalda foydalanilgan indikatorlar ham aslida kompaniyaning haqiqiy investitsiyaviy jozibadorligini namoyon etishdan ancha yiroq bo‘lib, bu indikatorlar asosan birja tomonidan e‘lon qilinadigan va investitorlarga qo‘shimcha ma’lumotlarni taqdim etishi mumkin bo‘lgan ko‘rsatkichlar hisoblanadi.

<sup>86</sup> Toshkent RFB ma’lumotlari. [https://uzse.uz/abouts/bally\\_rates/](https://uzse.uz/abouts/bally_rates/)

**2.5-jadval**

**TOP-10 emitentlar reytingi (2024-yil uchun)<sup>87</sup>**

AJ nomi	Free float uchun ball	Aksiyadorlar soni uchun ball	Savdo kunlari uchun ball	Kuzatuv kengashida mustaqil direktorning mavjudligi uchun ball	Choraklik hisoblotlarni o'z vaqtida e'lon qilganlik uchun ball	Muhim faktlarni o'z vaqtida e'lon qilganlik uchun ball	Saytning mavjudligi uchun ball	Jami reyting ball
Ipak Yo'li aksiyadorlik innovatsiya tijorat banki	5	5	5	2	2	1	1	<b>95</b>
Dori-Darmon Aksiyadorlik Kompaniyasi	5	5	5	1	2	1	1	<b>90</b>
Chilonzor buyum savdo kompleksi aksiyadorlik jamiyati	5	5	5	1	2	1	1	<b>90</b>
Qizilqum sement aksiyadorlik jamiyati	4	5	5	1	2	1	1	<b>85</b>
Qo'qon mexanika zavodi aksiyadorlik jamiyati	5	5	5	2	0	1	1	<b>85</b>
O'zbekiston respublika Tovar-xomashyo birjasi aksiyadorlik jamiyati	5	3	5	1	2	1	1	<b>84</b>
Toshneftgaz qurilish aksiyadorlik jamiyati	5	5	2	2	2	1	1	<b>83</b>
Kattaqo'rg'on yog'-moy aksiyadorlik jamiyati	5	5	3	1	2	1	1	<b>82</b>
Urganch yog'-moy aksiyadorlik jamiyati	4	5	4	1	2	1	1	<b>81</b>
Biokimyo aksiyadorlik jamiyati	5	2	5	1	2	1	1	<b>81</b>

<sup>87</sup> Oldingi iqtibosga qarang.

Kompaniyaning nomoliyaviy ko‘rsatkichlariga korporativ boshqaruv darajasi, rivojlanish strategiyalari, reyting agentliklarining reyting bahosi, faoliyat shaffofligi va boshqa ko‘plab indikatorlar kiradi.

O‘zbekiston Respublikasida aksiyadorlik jamiyatlarida korporativ boshqaruv tizimini joriy etish va uni muntazam ravishda baholab borish maqsadida 2015-yilning 31-dekabrida “Korporativ boshqaruv kodeksi” qabul qilingan bo‘lib, har yili (chorakda) baholash huquqi (litsenziyasi) ga ega bo‘lgan baholash kompaniyalari tomonidan mahalliy kompaniyalarning “Korporativ boshqaruv qoidalari joriy qilinganligi darajasini baholash” tadbirlariga amalga oshirib kelinmoqda. Mazkur baholash bir xil yondashuvga ega bo‘lib, unda 2.6-jadvalda keltirilgan yo‘nalishlar baholab boriladi.

## 2.6-jadval

### Korporativ boshqaruv qoidalari joriy qilinganligi darajasini baholashning umumiy jadvali<sup>88</sup>

T/r	Yo‘nalishlar	Savollar soni	Minimum ball	Maksimum ball
1	Korporativ boshqaruv kodeksini amalga oshirish uchun aksiyadorlik jamiyatini tayyorlash tartib-taomillarini baholash	13	-135	135
2	Korporativ boshqaruv kodeksi tavsiyalariga rioya etilishini baholash	37	-360	360
3	AJ tashkiliy tuzilmasining muvofiqligini baholash	3	-30	30
4	Tanlov o‘tkazilishini baholash	5	-45	45
5	MHXS va XASga muvofiq hisobotlarni oshkor etilishiga o‘tilishini baholash	3	-50	50
6	Zamonaviy boshqaruv tizimlari (ISO, ERP, R&D va boshqalar)ni joriy etilishini baholash	5	-55	55
7	Axborot siyosatini baholash	5	-170	320
8	Moliyaviy natijalarni baholash	4	-150	150
9	Boshqa yo‘nalishlarni baholash	25	-205	55
<b>Jami:</b>		<b>100</b>	<b>-1200</b>	<b>1200</b>

Xususan, tadqiqot ishi doirasida empirik tahlil uchun listing kategoriyalaridan kelib chiqib saralab olingan kompaniyalar misolida so‘nggi uch yil (2022-2024-

<sup>88</sup> Korporativ boshqaruv qoidalari joriy qilinganligi darajasini baholash blankasi. <https://www.uzbeksteel.uz/storage/files/1730878197.pdf>

yillar) davomida aksiyadorlik jamiyatlari tomonidan korporativ boshqaruv qoidalariga amal qilinishi muntazam ravishda baholanib kelishi natijalariga murojaat qildik.

## 2.7-jadval

### Korporativ boshqaruv qoidalari joriy qilinganligi darajasini baholash<sup>89</sup>

№	AJ nomi	AJ tikeri	Listing kategoriyasi	2022	2023	2024
1	O‘zR tovar-xomashyo birjasi AJ	URTS	Premium	1021	1045	1105
2	O‘zbekiston sanoat-qurilish banki ATB	SQBN	Standard	1085	1140	-
3	ChEKI Hamkorbank ATB	HMKB	Standard	985	950	992
4	O‘zbekiston metallurgiya kombinati AJ	UZMK	Standard	801	952	873
5	Toshneftgazqurilish AJ	TNGK	Standard	553	565	598
6	O‘zagrolizing AJ	UZAL	Standard	655	-	-
7	Qizilqumsement AJ	QZSM	Standard	689	714	781
8	Alskom sug‘urta kompaniyasi AJ	ALSM	Standard	619	664	706
9	Qo‘qon mexanika zavodi AJ	KUMZ	Standard	402	385	367
10	Kvarts AJ	KVTS	Standard	740	775	792
11	O‘zagrosug‘urta AJ	UZAS	Tranzit	723	756	795
12	Mikrokreditbank ATB	MCBA	Tranzit	-	781	666
13	Biznesni rivojlantirish banki ATB	BRBN	Tranzit	566	574	593
14	O‘ztransgaz AJ	UTGA	Tranzit	454	487	512
15	Garant bank AJ	GRBK	Tranzit	527	563	590

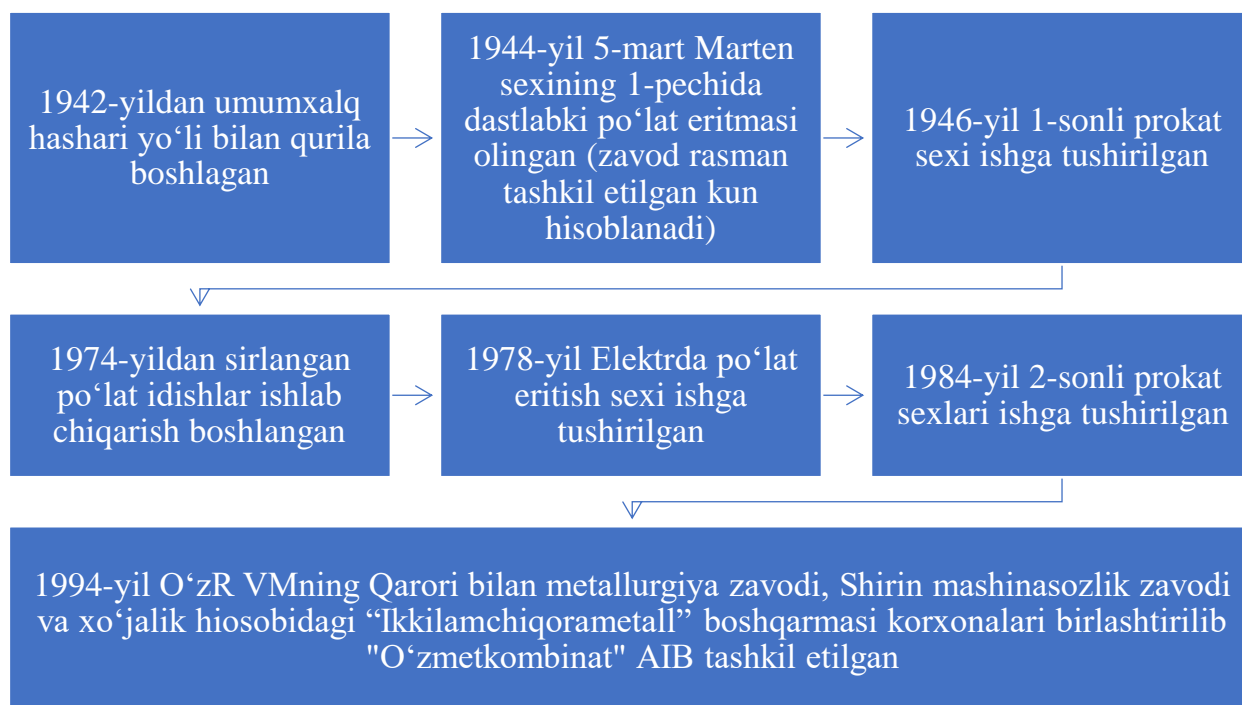
Yuqoridagi jadval ma’lumotlaridan kelib chiqib, investitsiyaviy jozibadorlikning yana bir nomoliyaviy indikatori – faoliyatning shaffofligi va ma’lumotlarning oshkoraligi bo‘yicha ham xulosa chiqarish mumkin. 2.7-jadvalni to‘ldirish maqsadida O‘zmetkombinat AJ va Mikrokreditbank ATB lardan tashqari qolgan biror-bir kompaniyaning rasmiy veb-sahifalarida tadqiqot doirasida ko‘rib chiqayotgan yillarimiz uchun Korporativ boshqaruv qoidalariga rioya etish darajasini baholashga oid hisobotlar topilmadi. Bundan uch xil xulosaga – “kompaniyalar bu baholashda kam baho olgan”, “bu jarayon baholanmagan” yoki “natijalarni e’lon qilishni keraksiz “yumush” sifatida ko‘radi” kabi xulosalarga kelinadi.

<sup>89</sup> Kompaniyalarning rasmiy veb-sahifalari va Korporativ axborot yagona portali ma’lumotlari asosida muallif tomonidan ishlab chiqildi

Umumiy qilib aytadigan bo‘lsak, Toshkent RFB da listingdan o‘tgan va moliyaviy instrumentlari savdo qilinib turgan kompaniyalarning investitsiyaviy jozibadorligini aniqlashda ko‘plab indikatorlarni baholash imkoni mavjud bo‘lsada, bunda sinchkovlik va raqamlarga ehtiyotkorlik bilan yondashish talab etiladi.

## 2.2. “O‘zmetkombinat” AJning investitsiyaviy jozibadorligini oshirishdagi muammolar va ularni bartaraf etish choralari

Tadqiqot ob’ekti sifatida olingan O‘zbekiston Metallurgiya Kombinati (O‘zmetkombinat AJ) – Markaziy Osiyoda XX asrda ilk tashkil etilgan metallurgiya kompaniyalaridan biri bo‘lib (kompaniyaning rivojlanish tarixi 2.6-rasmda keltirilgan), mamlakat iqtisodiyotining strategik tarmoqlaridan birini hisoblanadi. Korxonalar turli xil metall mahsulotlarini ishlab chiqarish, ularni ichki va tashqi bozorlarga yetkazib berish hamda xalqaro standartlarga javob beradigan sifatli mahsulotlarni taqdim etish bilan shug‘ullanadi.<sup>90</sup>

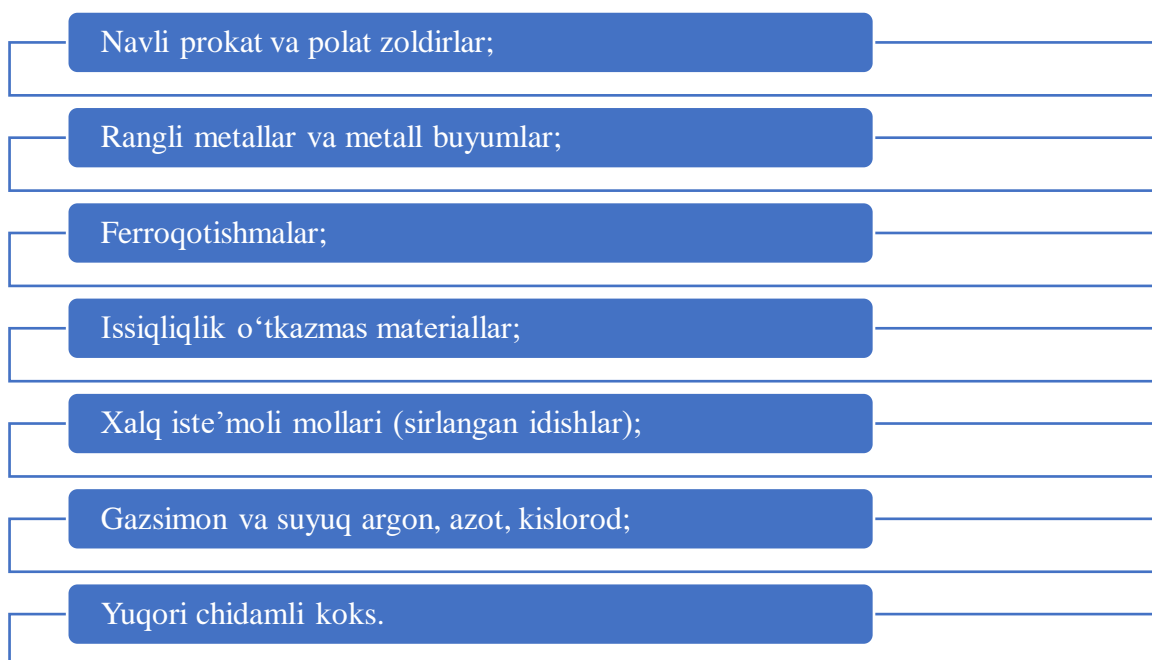


2.6-rasm. O‘zmetkombinat AJning rivojlanish tarixi<sup>91</sup>

<sup>90</sup> O‘zmetkombinat AJ ma’lumotlari. <https://www.uzbeksteel.uz/3/p>

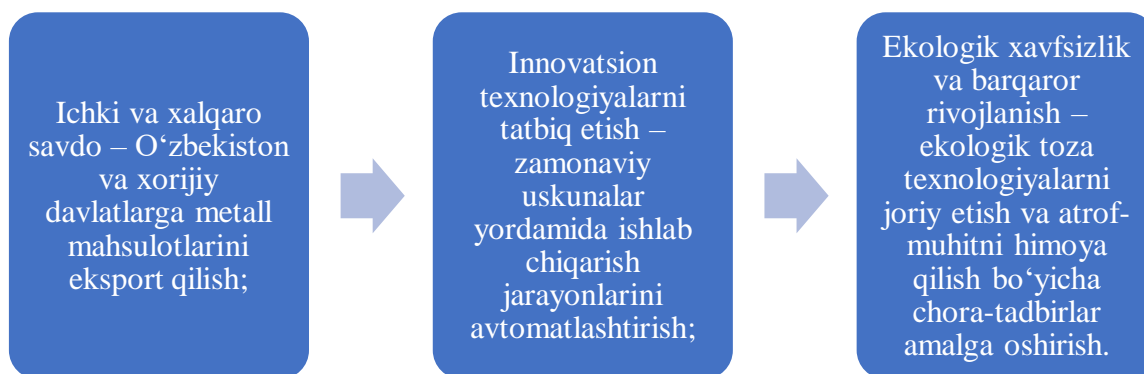
<sup>91</sup> Oldingi iqtibosga qarang.

O'zmetkombinat aksiyadorlik jamiyati quyidagi asosiy yo'nalishlarda faoliyat yuritadi (2.7-rasm):



**2.7-rasm. Kompaniyaning asosiy faoliyat yo'nalishlari<sup>92</sup>**

Yuqoridagi asosiy faoliyat yo'nalishlaridan tashqari kompaniya quyidagi yo'nalishlarda ham faoliyat yuritadi (2.8-rasm):



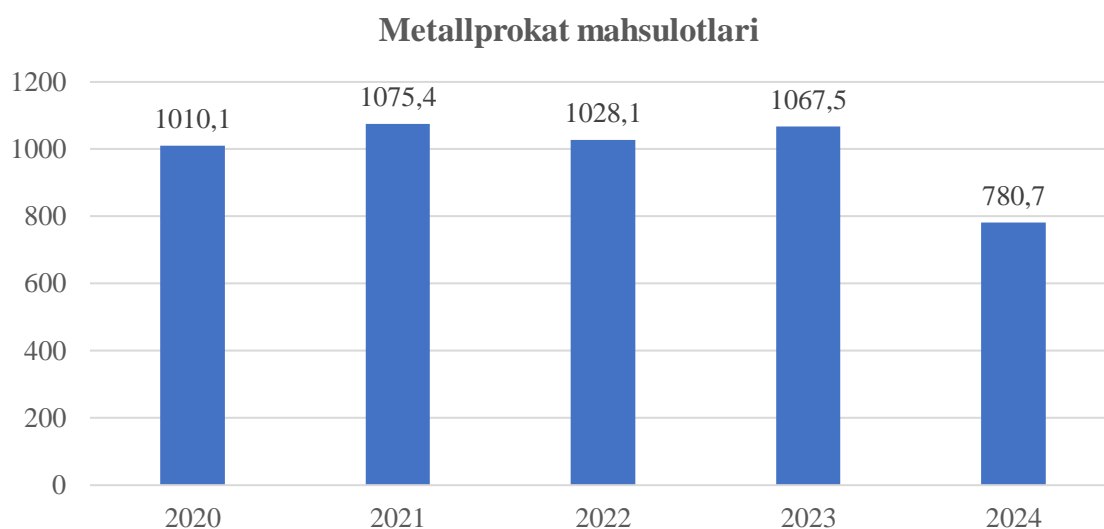
**2.8-rasm. Kompaniyaning asosiy faoliyat yo'nalishlari<sup>93</sup>**

O'zmetkombinat AJ mamlakatdagi eng yirik ishlab chiqaruvchilardan biri bo'lib, metallurgiya sanoatida yetakchi kompaniya hisoblanadi. Bugungi kunda kompaniya 100 dan ortiq turdagi metall mahsulotlari, jumladan, qora va rangli metall hamda xalq iste'mol mollari ishlab chiqaradi. Ichki bozordagi ulushi 30% dan ziyodni tashkil qiladi. Ishlab chiqarish hajmi - yiliga 1 million tonnadan ortiq metall mahsulotlarini ishlab chiqarish quvvatini tashkil etadi. Kompaniya to'qqiz ming

<sup>92</sup> O'zmetkombinat AJ ma'lumotlari. <https://www.uzbeksteel.uz/3/p>

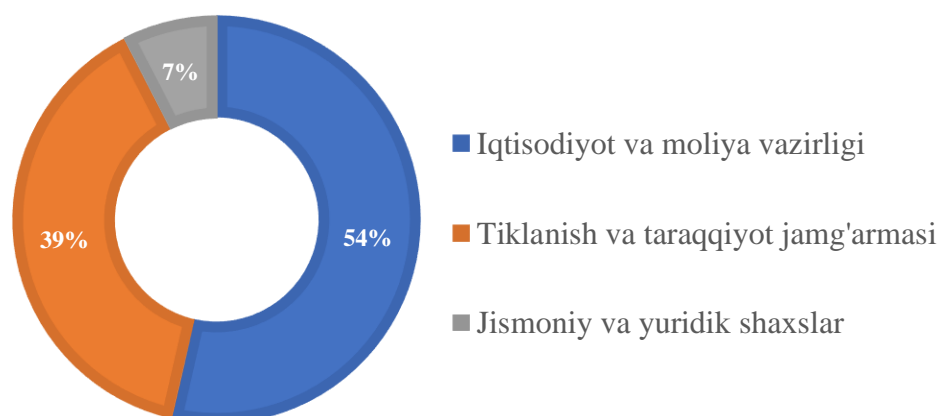
<sup>93</sup> Oldingi iqtibosga qarang.

nafardan ortiq insonlarni ish bilan ta'minlab kelmoqda. Kompaniyaning so'nggi yillardagi ishlab chiqarish ko'rsatkichlari biroz pasaygan bo'lsada (2.9-rasm), u hamon mamlakatdagi eng yirik metal ishlab chiqaruvchi maqomini saqlab qolmoqda.



**2.9-rasm. O'zmetkombinat AJning ishlab chiqarish ko'rsatkichlari<sup>94</sup>**

Kompaniyaning 53 foiziga davlat nomidan O'zbekiston Respublikasi Iqtisodiyot va moliya vazirligi egalik qiladi (2.10-rasm).



**2.10-rasm. O'zmetkombinat AJning aksiyadorlari to'g'risida ma'lumot<sup>95</sup>**

Kompaniya, shuningdek, o'z nomidan boshqa aktivlarga, xo'jalik yurituvchi sub'ektlarda ulushlarga ham ega bo'lib, 2025-yilga kompaniyaning investitsiyaviy portfeli quyidagicha ko'rinishga ega (2.8-jadval):

<sup>94</sup> O'zmetkombinat AJ ma'lumotlari. <https://www.uzbeksteel.uz/Biznes-reja/c>

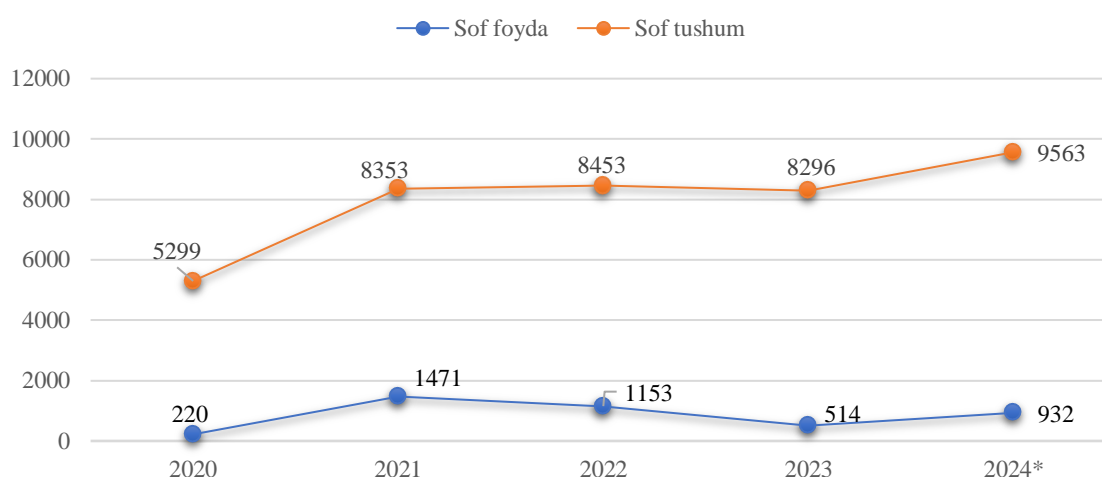
<sup>95</sup> O'zmetkombinat AJ ma'lumotlari. <https://www.uzbeksteel.uz/273/p?lang=uz>

## 2.8-jadval

### O‘zmetkombinat AJning investitsiyaviy portfelinin tuzilishi<sup>96</sup>

T/r	Tashkilotning to‘liq rasmiy nomi	Kompaniyaning tashkilotlar ustav kapitalidagi ulushi
1	MChJ shaklidagi “Metallurg” professional futbol klubi	100%
2	“Hududiy ikkilamchi qora metallar” MChJ	100%
3	“Узбекский металлургический комбинат” savdo uyi MChJ (Qozog‘iston)	100%
4	«Узметкомбинат Таджикистан» savdo uyi MChJ QK (Tojikiston)	51%
5	“Li Da Metal Technology” MChJ QK	51%
6	“O‘zmetkombinat” Yevropa savdo uyi YoAJ	51%
7	“PRO FARRO” MChJ QK	49%
8	“Bekobod DRI Plant” MChJ	25%
9	“Samo High Technology” MChJ QK	19%
10	“O‘zbekiston” dam olish-sog‘lomlashtirish AJ	4,64%
11	“Respublika ko‘p tarmoqli agrosanoat birjasi” AJ	4,39%

Uzoq yillar davomida muntazam ravishda ijobiy moliyaviy ko‘rsatkichlarga erishib kelgan kompaniya so‘nggi yillarda debitorlik qarzlarni ko‘payishi ortidan ko‘rsatkichlarda biroz pasayish kuzatilmoqda (2.11-rasm).



2.11-rasm. O‘zmetkombinat AJ ning moliyaviy ko‘rsatkichlari (mlrd so‘mda)<sup>97</sup>

<sup>96</sup> O‘zmetkombinat AJ ma‘lumotlari. <https://www.uzbeksteel.uz/storage/files/1739360218.pdf>

<sup>97</sup> O‘zmetkombinat AJ ma‘lumotlari. <https://www.uzbeksteel.uz/Hisobotlar/c>

## 2.9-jadval

### O'zmetkombinat AJ ning investitsiyaviy jozibadorligiga oid ko'rsatkichlar<sup>98</sup>

Ko'rsatkichlar	2020	2021	2022	2023	2024	O'zgarish (2023 ga nisbatan)
EBITDA (mlrd. so'm)	553,2	1 969,6	1 744,8	1 015,4	707,6	-307,8
EBIT (mlrd. so'm)	383,9	1 874,3	1 548,8	826,6	554,9	-271,7
EPS	8 528	4 943	3 683	3 322	1 471	-1851
ROS	22,4%	18,1%	33,5%	30,5%	18,6%	-11,9%
ROA	9,6%	4,9%	22,3%	13,7%	6,2%	-7,5%
ROE	23,8%	13,5%	60,8%	33,1%	13,8%	-19,3%
ROI	0,1%	0,0%	0,3%	0,1%	0,0%	-0,1%
P/E	24%	59%	102%	361%	591%	+230%
Joriy likvidlik	2,1	1,7	1,8	1,8	1,1	-0,7
Absolyut likvidlik	0,06	0,28	0,54	0,05	0,03	-0,02
Jami majburiyatlarning aktivlarga nisbati	0,18	0,28	0,14	0,11	0,18	-0,07
Jami majburiyatlarning xususiy kapitalga nisbati	1,47	1,76	1,73	1,41	1,21	+0,1
Investitsiyalarni o'zlashtirish (mln.doll.)	51,4	75,0	63,1	201,5	260,9	+59,4

Shuningdek, kompaniyaning investitsiyaviy jozibadorligini namoyon etuvchi ko'rsatkichlar yillar kesimida 2.9-jadvalda keltirilgan miqdoriy ko'rinishiga ega bo'lgan.

2.9-jadvalda keltirilgan ma'lumotlardan ko'rinib turibdiki, kompaniyaning 2021-2022-yillardagi deyarli barcha ko'rsatkichlari yuqori bo'lgan, biroq keyingi yillarda, ayniqsa 2024-yilda ko'rsatkichlarning deyarli barchasi pasayish kuzatilgan. Shunday bo'lsada kompaniya tomonidan investitsiyalarni jalb qilish va o'zlashtirish ko'rsatkichi yildan-yilga yaxshilanib borayotgani va so'nggi hisobot yilidagi ko'rsatkichlar bazis yiliga taqqoslanganda qariyb 60 mln. AQSh dollariga yaqin investitsiya o'zlashtirilganini ko'rishimiz mumkin. Investitsiyalar, asosan

<sup>98</sup> Oldingi iqtibosga qarang.

korxonaning 2025-2026-yillarda ishga tushirishi mo'ljallangan yangi sexlarini tashkil etish uchun jalb qilingan.

Yuqorida keltirilgan jadvallar va rasmlarda O'zmetkombinat Ajning salohiyati haqida ko'p ma'lumotlar keltirilgan bo'lsada, kompaniya bugungi kunda yanada ko'proq sarmoyaga, investitsiyalarga, ayniqsa, tashqi moliyalashtirish manbalariga muhtojdir.

Kompaniya qarz mablag'larini jalb qilish maqsadida 2021-yilda Toshkent RFB ga o'z obligatsiyalarini chiqarib, qo'shimcha mablag'larni jalb qilgan. Obligatsiyalarni chiqarish to'g'risidagi emissiya risosilga ko'ra nominal qiymati besh million so'm bo'lgan umumiy qiymati 50 milliardga teng bo'lgan jami 10 mingta obligatsiya chiqarilgan (2.10-jadval).<sup>99</sup>

## 2.10-jadval

### O'zmetkombinat AJ tomonidan chiqarilgan obligatsiyalar to'g'risida ma'lumot<sup>100</sup>

T/r	Kompaniya nomi	Tikkeri	Bitimlar soni, dona	Qimmatli qog'ozlar soni, dona	Bitimlar hajmi, so'mda
<b>2021 yil</b>					
1	O'zmetkombinat AJ	UZMB2	12	10000	50610920000,00

Mahalliy sanoat kompaniyalari o'rtasida birinchi bo'lib O'zbekiston Metallurgiya Kombinati aksiyadorlik jamiyati qarz instrumentlariga, ya'ni korporativ obligatsiyalarga murojaat qilib, mazkur emissiya Toshkent respublika fond birjasida muvaffaqiyatli joylashtirilgan. Kompaniyaning mazkur turdagi obligatsiyalari Toshkent respublika fond birjasining "Nego Board" savdo maydonchasida joylashtirish orqali 2021-yilning dekabr oyida UZ6021727AA1 ro'yxatga olish raqami ostida investorlarga sotilgan. Quyidagi jadvallarda kompaniyaning mazkur obligatsiyalarini joylashtirish to'g'risida to'liq ma'lumot taqdim etilgan (2.11-jadval, 2.12-jadval).

<sup>99</sup> O'zmetkombinat AJ ma'lumotlari. <https://www.uzbeksteel.uz/storage/files/1715923734.pdf>

<sup>100</sup> O'zmetkombinat AJ ma'lumotlari. <https://www.uzbeksteel.uz/Emissiya/c>

**O‘zmetkombinat AJ tomonidan emissiya qilingan korporativ obligatsiyalar  
to‘g‘risida ma’lumot<sup>101</sup>**

<b>Taklif parametrlari</b>	
Taklif etilgan obligatsiyalar hajmi, mlrd so‘m	50,0 mlrd so‘m
Muddatliligi	18 oy yoki 543 kun
Lot hajmi	Kamida 1 %
Obligatsiyaning yillik foiz stavkasi, % da	22,0 %
Arizalarni qabul qilish sanasi:	16.12.2021 ga qadar
<b>Talab parametrlari</b>	
Kelib tushgan arizalar soni	12 ta
Kelib tushgan arizalar hajmi, mlrd so‘m	478,5 mlrd so‘m
Kelib tushgan arizalar hajmi, mln AQSh dollari ekvivalentida	44,31 mln AQSh dollari
Taklifga bo‘lgan talab	957 %
<i>Kelib tushgan arizalar hajmining 42,22 foizi norezidentlardan kelib tushgan</i>	
<b>Korporativ obligatsiyalarni joylashtirish natijalari</b>	
Qondirilgan arizalar soni	11 ta
Qondirilgan arizalar hajmi, mlrd so‘m	50,61 mlrd so‘m
Qondirilgan arizalar hajmi, mln AQSh dollari ekvivalentida	4,69 mln AQSh dollari
Qondirilgan arizalar hajmi, rejaga nisbatan %:	100,0 %
Obligatsiyaning minimal sotilish narxi, nominal qiymatga nisbatan % da	101,2218 %
Obligatsiyaning yillik foiz stavkasi, % da	22,0 %

O‘zbekiston tijorat banklaridagi omonatlarning o‘rtacha foiz stavkasi va obligatsiyalarning mazkur emissiyasi doirasidagi foiz stavkalarni taqqoslaganda

<sup>101</sup> Daryo.uz nashri ma’lumotlari. Freedom Finance MChJ XK “O‘zmetkombinat” AJ obligatsiyalari muvaffaqiyatli joylashtirilgani haqida xabar beradi

korporativ obligatsiyalar o'sha davr uchun eng yaxshi tanlov ekanligini tushunish mumkin. Biroq, obligatsiyalarning bir birligining bahosi 5 mln so'm ekanligi va eng kam lot 1% (eng kamida 500 mln so'm) ekanligini inobatga oladigan bo'lsak, bu instrumentlarni bank depozitlariga kam murojaat qiladigan yirik (institutSIONAL) investorlar xarid qilganini anglash mumkin.

## 2.12-jadval

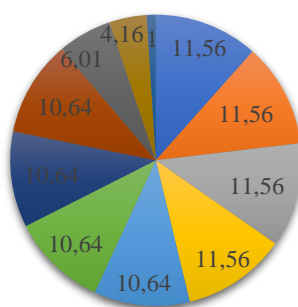
### O'zmetkobinat AJ korporativ obligatsiyalarini fond birjasida joylashtirish to'g'risida ma'lumot<sup>102</sup>

<b>Joylashtirish shartlari</b>	
Savdo o'tkazilgan sana	24.12.2021
Joylashtirish sanasi (T+2)	28.12.2021
Muddati	1,5 yil (543 kun)
E'lon qilingan joylashtirish hajmi	50,0 mlrd so'm
Bir investor xarid qilishi mumkin bo'lgan lot hajmi	Kamida 1 %
Buyurtmalar turi	Cheklangan
Arizalarni qabul qilish sanasi:	16.12.2021 ga qadar
Arizalarni tasdiqlash sanasi:	17.12.2021
Tugash sanasi:	17.12.2021
Deponentlashning yopilish sanasi:	22.12.2021
Kelib tushgan arizalarni qanoatlantirish usuli:	obligatsiyalarni barcha qabul qilingan talabnomalar hajmiga mutanosib ravishda taqsimlash (lekin emissiya hajmining kamida 1 foizi)
Savdo brokeri:	"Freedom Finance" MChJ XK

O'zmetkobinat AJ ning korporativ obligatsiyalarini sotib olgan kompaniyalar (investorlar)ning ulushi quyidagicha ko'rinishda bo'lgan (2.12-rasm):

<sup>102</sup> Oldingi iqtibosga qarang

## Ulush



■ O'zR TIF Milliy banki	■ Hamkorbank	■ Abu Dhabi Uzbek Investment
■ O'zsanoatqurilish bank	■ The Deputy	■ Yellow Lives Matter
■ Blue Horseshoe	■ Anacott Steel	■ Sayyora XK
■ K.Altinbekov	■ A.A.Mamadaliyev	

**2.12-rasm. O'zmetkombinat AJ tomonidan chiqarilgan korporativ obligatsiyalarning investorlar o'rtasidagi taqsimoti<sup>103</sup>**

**2.13-jadval**

**O'zmetkombinat AJ ning debitorlik va kreditorlik qarzlari ko'rsatkichlari (ming so'mda)<sup>104</sup>**

Nomlanishi	31.12.2020 sanasiga	31.12.2021 sanasiga	31.12.2022 sanasiga	31.12.2023 sanasiga	31.12.2024 sanasiga
<b>Debitorlik qarzdorlari, jami</b>	<b>1369582684</b>	<b>2177340442</b>	<b>3652373416</b>	<b>2287066497</b>	<b>1391869389</b>
Mijozlar va buyurtmachilarning debitorlik qarzlari	296905562	647576134	1575282983	1578228375	1104083327
Yetkazib beruvchilar va pudratchilarga berilgan avanslar	1072677122	1529764308	2077090433	708838122	287786063
<b>Kreditorlik qarzlari, jami</b>	<b>883494125</b>	<b>871623124</b>	<b>1287435387</b>	<b>1322262287</b>	<b>900926830</b>
Yetkazib beruvchilar va pudratchilarga kreditorlik qarzlari	621190107	824688327	1175775080	1246501270	810824605
Qabul qilingan avanslar	262304018	46934797	111660306	75761018	90102225
<b>Jami:</b>	<b>2253076809</b>	<b>3048963566</b>	<b>4939808803</b>	<b>3609328785</b>	<b>2292796220</b>

<sup>103</sup> O'zmetkombinat AJ ma'lumotlari. <https://www.uzbeksteel.uz/Hisobotlar/c>

<sup>104</sup> O'zmetkombinat AJ ma'lumotlari. <https://www.uzbeksteel.uz/Hisobotlar/c>

Kompaniya tomonidan fond bozorida yangi instrumentning taklif etilishi albatta uning investitsiyaviy jozibadorligini oshishiga sabab bo'ldi. Biroq shunday bo'lsada, kompaniyaning moliyaviy hisobotlariga nazar tashlaydigan bo'lsak, investorlar uchun kompaniyaning qarz munosabatlari unchalik “yoqimli” ko'rsatkich emasligini anglash mumkin (2.13-jadval, 2.14-jadval).

## 2.14-jadval

### Yil yakunlari bo'yicha kompaniyaning KPI ko'rsatkichlari<sup>105</sup>

Ko'rsatkichlar	2015	2016	2017	2018	2020	2020	2021	2022	2023
Sof foyda (%)	3.32	5.65	3.92	7.27	6.7	4.16	17.62	13.64	6.19
Qarzdorlik koeffitsiyenti (%)	31.52	31.27	57.32	54.92	56.17	59.09	61.12	60.78	53.73
Qarzning xususiy kapitalga nisbati (%)	46.03	45.5	134.28	121.83	128.15	144.41	157.23	154.97	116.12

Yuqoridagi jadval ma'lumotlarini tahlil qilar ekanmiz, kompaniyaning 2024-yildagi debitorlik qarzlari qariyb 1,4 trillion so'mni tashkil etishini va kreditorlik qarzlari 900 milliarddan ko'p ekanligi, ular o'rtasidagi (ijobiy) saldo qariyb 500 milliard ekanligi, kompaniyaning likvidli mablag'lari o'zini ixtiyorida emasligini anglatmoqda. Qarzning xususiy kapitalga nisbati ko'rsatkichining yuqoriligi esa 2017-yildan buyon davom etayotgan bo'lib, bu hukumatning o'zgarishi (aralashuvi) kompaniyaning iqtisodiy ko'rsatkichlariga sezilarli darajada ta'sir etayotganini anglatadi.



2.13-rasm. O'zmetkombinat AJ aksiyalarining narxining o'zgarishi<sup>106</sup>

<sup>105</sup> Korporativ axborot yagona portali ma'lumotlari. <https://new.openinfo.uz/organizations/383>

<sup>106</sup> Oldingi iqtibosga qarang.

O'zmetkombinat AJ mamlakat fond bozorida ham aksiyalari, ham obligatsiyalari savdo qilingan kam sonli kompaniyalardan biri hisoblanadi. Kompaniyaning aksiyalari Toshkent RFB da 2019-yilning 12-mart sanasidan boshlab 15670 so'm ochilish narxi bilan sotila boshlangan.<sup>107</sup> O'zining maksimumida kompaniyaning aksiyalari 165 ming so'mni, eng minimumida esa 3045 so'mni tashkil etgan (2.13-rasm).

Kompaniya aksiyalarining narxi 165 mng so'mdan bugungi 4000 so'm atrofidagi narxlarga tushishi ko'plab sabablarga ko'ra yuz bergan. Xususan, kompaniya 2022-yilning aprel oyida qo'shimcha aksiyalar chiqarish evaziga 1:10 nisbatda aksiyalarini bo'lish to'g'risida qaror qabul qiladi. Shunda bozorda narxi qariyb 170 mingga chiqqan aksiyalar narxi bo'linganidan keyin 17 ming so'mga aylangan. Bu, aslida, fond bozorlarida muntazam uchrab turadigan amaliyot, biroq O'zmetkombinat AJ misolida bu amaliyotning yakuni narxning davomiy tushishi bilan davom etgan. 2025-yilning birinchi yarim yillik yakunlariga ko'ra kompaniya aksiyasining bozor bahosi 4000 so'm atrofida aylanmoqda.

O'zbekistonning eng yirik metal ishlab chiqaruvchi kompaniyasi ekanligiga qaramay, kompaniyani investorlar uchun jozibador kompaniya sifatida talqin qilish mushkul. Buning bir nechta sabablari bor:

- Kompaniya mana bir necha yildirki aksiyadorlarga dividendlar to'lamay kelmoqda. Aksiyaning bozor narxi doimiy tushib borishi sharoitida dividendlar ko'rinishida daromad olish investorlarning yagona tanlovi sifatida qolmoqda;

- Kompaniyaning aksiyadorlari ulushida davlatning ishtiroki yuqori bo'lgani uchun kompaniya mahsulotlari hukumatning aralashuvi bilan davlatning qurilish loyihalariga to'lovlarni kechiktirib to'lash sharti bilan olinadi. Bu o'z navbatida kompaniyaning debitorlik qarzlarning oshib ketishiga, yetkazib beruvchi va pudratchi kreditorlar bilan o'z vaqtida hisob-kitob qilolmasligiga, pirovardda pul mablag'larining yetishmasligi sababli boshqa qarz mablag'larini qidirishga va rivojlanish loyihalarining kechiktirilishiga sabab bo'lmoqda;

---

<sup>107</sup> Toshkent RFB ma'lumotlari.

[https://uzse.uz/isu\\_infos/STK?isu\\_cd=UZ7021720006&begin\\_date=07.01.2019&end\\_date=01.01.2025](https://uzse.uz/isu_infos/STK?isu_cd=UZ7021720006&begin_date=07.01.2019&end_date=01.01.2025)

- Kompaniya tomonidan ishlab chiqariladigan mahsulot chet mamlakatlardan import qilinadigan mahsulotlarning sifat darajasida emas, shuning uchun sotishdan keladigan tushum ham yildan-yilga kamayib bormoqda;

Umuman olganda kompaniyaning investitsiyaviy jozibadorligiga ta'sir qiluvchi yuqorida keltirilgan moliyaviy va nomoliyaviy omillarni hisobga olgan holda tahlil qiladigan bo'lsak, O'zmetkombinat AJ ning barcha ko'rsatkichlari yaxshidek ko'rinadi. Ya'ni kompaniyaning qarz munosabatlarini hisobga olmaganda, boshqa moliyaviy ko'rsatkichlari oz bo'lsada o'suvchi tendensiyaga ega. Shuningdek, kompaniyaning nomoliyaviy xususan, korporativ boshqaruv darajasi, faoliyat shaffofligining yuqoriligi, xalqaro standartlarga - ESG omillarga moslashganlik kabi ko'rsatkichlari ham boshqa milliy kompaniyalar bilan solishtirganda ancha yaxshi natijalarni qayd etgan. Biroq yuqoridagi ijobiy tomonlarga qaramay, investorlarning kompaniya aksiyalariga qiziqishi pastligicha qolmoqda. Tahlillarga asosan ilk savdo kunlaridan bugungi kunga qadar kompaniyaning o'rtacha 5299 ta aksiyalari savdo qilingan. Savdo qilingan aksiyalarning o'rtacha narxi 9000 so'mni tashkil etmoqda.

Moliyaviy barqarorlik har qanday kompaniyaning investitsiyaviy jozibadorligini shakllantirishda, ayniqsa, doimiy sarmoyani ko'p talab qiluvchi metallurgiya sanoatida asosiy rol o'ynaydi. Biroq, hozirgi kunda bir qator moliyaviy muammolar investorlarning "O'zmetkombinat" AJga bo'lgan qiziqishlarini cheklamoqda.

Metallurgiya korxonalarini ko'pincha ishlab chiqarishni modernizatsiya qilish, xom ashyo sotib olish va operatsion xarajatlarni qoplash uchun qarz mablag'lariga murojaat qilishadi. Aslida har qanday kompaniyaning rivojlanishida kompaniya va boshqa tomonlar o'rtasida yuzaga keladigan qarz munosabatlari normal holat. Biroq, qarzdorlik ko'rsatkichlarining yillar davomida ortib borishi investorlarni 2.14-rasmda keltirilgan sabablarga ko'ra tashvishga soladi va kompaniyani investitsiya ob'ekti bo'lishiga salbiy ta'sir ko'rsatadi:

**Qarz majburiyatlarini barqarorlashtirishning tavsiya etilayotgan moliyaviy strategiyasi<sup>108</sup>**

<b>№</b>	<b>Strategiya nomi</b>	<b>Tavsifi</b>	<b>Strategiya doirasida qilinadigan chora-tadbirlar</b>
<b>1</b>	<b>Qarz tuzilmasini optimallashtirish</b>	Qayta moliyalash, muddatlarni uzaytirish, qisqa muddatli qarzni uzoq muddatliga almashtirish	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Hozirgi qarz tuzilmasini tahlil qilish.</li> <li>2. Kreditorlar bilan foiz stavkalarini kamaytirish yoki muddatlarni uzaytirish bo'yicha muzokaralar o'tkazish.</li> <li>3. Yangi kredit liniyalarini qulay shartlarda jalb qilish.</li> <li>4. Qisqa muddatli qarzni obligatsiya chiqarish orqali uzoq muddatli qarzlarga almashtirish.</li> </ol>
<b>2</b>	<b>Operatsion samaradorlikni oshirish</b>	Xarajatlarni optimallashtirish, avtomatlashtirish, biznes jarayonlarni qayta ko'rib chiqish	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Ishlab chiqarish va ma'muriy xarajatlarni tahlil qilish.</li> <li>2. Tejamkor ishlab chiqarish tizimlarini joriy etish (Lean, Kaizen tizimlari sinab ko'rish).</li> <li>3. Logistika va xaridlarni optimallashtirish.</li> <li>4. Xarajatlarni kamaytirish uchun raqamli texnologiyalarni joriy etish.</li> </ol>
<b>3</b>	<b>Moliyalashtirish manbalarini diversifikatsiya qilish</b>	Investorlarni jalb qilish, obligatsiyalar chiqarish, IPO	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Kompaniyaning investitsion jozibadorligini baholash.</li> <li>2. Fond bozoriga chiqish strategiyasini ishlab chiqish.</li> <li>3. Korporativ obligatsiyalarni joylashtirish.</li> <li>4. Strategik yoki venchur investorlarni jalb qilish.</li> </ol>
<b>4</b>	<b>Asosiy faoliyatga oid bo'lmagan aktivlarni sotish</b>	Noprofil aktivlarni sotish yoki qayta ijaraga berish, zararli loyihalardan chiqish	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Aktivlarning inventarizatsiyasini o'tkazish.</li> <li>2. Likvid bo'lmagan aktivlarni baholash.</li> <li>3. Sotish yoki ijaraga berish strategiyasini ishlab chiqish.</li> <li>4. Aktivlarni sotish va qarzni qoplash.</li> </ol>
<b>5</b>	<b>Davlatning ko'magi va subsidiyalar</b>	Imtiyozlar, davlat moliyalash dasturlari, sanatsiya rejasi	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Mavjud davlat ko'magini tahlil qilish.</li> <li>2. Subsidiyalar yoki soliq imtiyozlari uchun ariza tayyorlash.</li> <li>3. Davlat organlari bilan muzokaralar olib borish.</li> <li>4. Olingan mablag'larni qarzni qoplash uchun ishlatish.</li> </ol>
<b>6</b>	<b>Daromadni oshirish va yangi bozorlarni zabt etish</b>	Eksport hajmini oshirish, yuqori rentabellikka ega mahsulot ishlab chiqarish, ESG-loyihalar	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Yangi hududlarda mahsulotga bo'lgan talabni tahlil qilish.</li> <li>2. Yangi bozorlarga chiqish bo'yicha marketing strategiyasini ishlab chiqish.</li> <li>3. Innovatsion mahsulotlar va ekologik standartlarni joriy etish.</li> <li>4. Mijozlar bazasini kengaytirish va daromadni oshirish.</li> </ol>

<sup>108</sup> Muallif ishlanmasi

Qarzlarga xizmat ko'rsatish xarajatlarining oshishi sof daromadni kamaytiradi.

Kredit riskining oshishi kompaniyaning reytingini yomonlashtiradi, bu esa kelajakdagi qarz olish xarajatlarini oshiradi.

Yangi qarz mablag'larini jalb qilishning cheklangan imkoniyatlari kompaniyaning rivojlanishiga to'sqinlik qiladi.

#### **2.14-rasm. Kompaniya qarzlarining investorlar qarorlariga ta'siri<sup>109</sup>**

Qarz yukini kamaytirish uchun kapital tuzilmasini optimallashtirish, faoliyat samaradorligini oshirish va moliyalashtirishning muqobil manbalarini izlash zarur. Yuqori darajadagi qarzdorlik ko'rsatkichlari (u xoh debitorlik, xoh kreditorlik qarzlari bo'lsin) kompaniyaning investitsiyaviy jozibadorligini pasaytiradi, rivojlanish imkoniyatlarini cheklaydi va moliyaviy beqarorlik xavfini oshiradi. Qarz qaramligidan chiqish yoki qarz majburiyatlarini barqarorlashtirish uchun kompaniyalar, xususan, tadqiqot ob'ekti "O'zmetkombinat" AJ 2.15-jadvalda keltirilgan strategiyalardan foydalanishi tavsiya etiladi.

Metall buyumlar va xom ashyo narxining o'zgarishi metallurgiya kompaniyalari yuz tutayotgan muammolarning yana biri hisoblanadi. Metallurgiya sanoati jahon metall bozorlarida narxlarning o'zgarishiga juda moyil bo'lib, bu tebranish har qanday metallurgiya kompaniyasining rentabelligiga bevosita ta'sir qiladi. So'nggi paytlarda ushbu sanoatda narxlarning o'zgaruvchanligining asosiy sabablari sifatida quyidagilar e'tirof etilmoqda:

1. *Talab va taklifning o'zgarishi* – e'tibor beradigan bo'lsak XXI asrning global muammosi sifatida e'tirof etilayotgan ekologik muammolar kompaniyalar va iste'molchilarni ishlab chiqarish va iste'molga boshqacha nazar bilan qarashni, jarayonni to'liq yashillashtirishni, buning evaziga an'anaviy tarzda ishlab chiqiladigan metallar, polietilen mahsulotlardan ko'ra, sof, tabiatga zarari umuman yo'q yoki maksimal darajada minimallashtirilgan mahsulotlarni afzal ko'rishmoqda. Aynan shu sababli bozorlarda talab va taklif bugun boshqacha ko'rinishda namoyon

---

<sup>109</sup> Muallif ishlanmasi

bo‘lmoqda – insoniyat va tabiatga zarari ko‘p bo‘lgan ishlab chiqarishdan – yashil ishlab chiqarishga o‘tilmoqda.

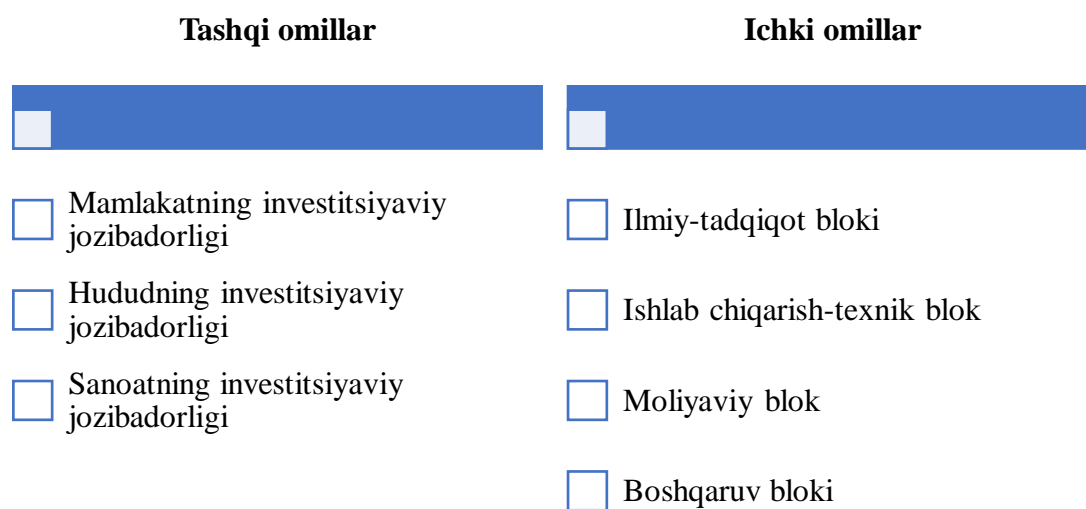
2. *Xom ashyo narxlarining o‘zgarishi* - temir rudasi, koks va elektr energiyasi narxining oshishi ishlab chiqarish xarajatlarini oshiradi. Natijada ular buyurtmachilar uchun qimmatga tushishi, uning o‘rniga muqobil yechimlarni qidirishi yuzaga keladi.

3. *Siyosiy va iqtisodiy omillar* – global maydonda ba’zi mamlakatlar o‘rtasida yuzaga kelgan ziddiyatlarning natijasida sanksiyalar, savdo urushlari va soliq siyosatidagi o‘zgarishlar yuz berayotgan sharoitda, jahon iqtisodiy hamjamiyatida xom ashyo yetkazib beruvchi/import qiluvchi davlat sifatida ishtirok etuvchi O‘zbekistonning metallurgiya mahsulotlari eksporti va importi ko‘rsatkichlari doimiy kuchli tebranishda va ta’sir ostida bo‘lib turadi. Natijada xom ashyo va mahsulotlar vaqtida yetib kelmagani, boshqa mamlakatlardagi sanksiyalar tufayli yetkazib berishning kechikishi va qimmatlashishi mahalliy metallurgiya sanoati mahsulotlariga salbiy ta’sir ko‘rsatmoqda.

Kompaniya duch kelayotgan muammolarning yana biri bu - moliyalashtirish manbalarining yetarli darajada diversifikatsiya qilinmaganligidir. Ma’lumki, “O‘zmetkombinat” AJ asosan bank kreditlari va davlat subsidiyalari kabi an’anaviy moliyalashtirish manbalariga tayanadi. Kompaniya tomonidan korporativ obligatsiyalar faqatgina bir marta (2021-yilda) chiqarilgan bo‘lib, obligatsiyalar bo‘yicha qarzlilar va daromadlar allaqachon egalariga qaytarilgan. Obligatsiyalar chiqarish bo‘yicha tajribaga ega bo‘lib, bank kreditlarga qayta-qayta murojaat qilish o‘zgaruvchan foiz stavkalari sharoitida kapital manbalarini balanslashmagan holatga olib keladi. Shu maqsadda kompaniya tomonidan strategik va institutsional investorlarni jalb qilish, obligatsiyalar chiqarish va IPO (davlat ulushini birlamchi ommaviy taklif qilish) kabi fond bozori vositalaridan foydalanish va xalqaro moliya institutlari bilan hamkorlikni rivojlantirish kabi choralarni ko‘rish maqsadga muvofiq hisoblanadi. O‘z navbatida moliyalashtirishning diversifikatsiyalangan manbalaridan foydalanish kompaniyaga moliyaviy risklarni kamaytirish va tashqi iqtisodiy zarbalarga chidamliligini oshirish imkonini beradi.

### 2.3. Aksiyadorlik jamiyatlarining fond bozorida investitsiyaviy jozibadorligini aniqlashning ekonometrik tahlili

Kompaniyalarning fond bozorida investitsiyaviy jozibadorligini ularning faqatgina fond bozoridagi faolligiga, taklif etayotgan instrumentlarining xilma-xilligiga va yillar davomida investorlarga to‘lab kelayotgan dividendlari kabi ko‘rsatkichlar bilan baholash mutlaqo xato yondashuv hisoblanadi. Aksincha, korxonaning strategiyasidan tortib mamlakatda olib borilayotgan iqtisodiy siyosatgacha, kompaniyaning eng oddiy xodimidan tortib eng yuqori pog‘onadagi rahbarlarining faoliyati va boshqa yuzlab ta’sir etuvchi omillar bilan baholanishi mumkin. Shu maqsadda, quyida biz kompaniyalarning investitsiyaviy jozibadorligiga ta’sir etuvchi omillarni ikkiga bo‘lib o‘rganishni lozim topdik (2.15-rasm).



2.15-rasm. Investitsiyaviy jozibadorlikning shakllanish tizimi<sup>110</sup>

Investitsiyaviy jozibadorlikning shakllanishida tashqi omillar barcha investorlarga yaxshi ayon. Ya’ni, investor urushlar bo‘lib yotgan, yopiqlik siyosatiga mukkasidan ketgan davlatga, insonlarga ziyon beradigan, davomiy tarzda salbiy natijalarga yuz tutayotgan sanoatga hech qachon investitsiya kiritmaydi. Shu o‘rinda investorlar uchun kompaniyaning ichida qanday jarayonlar yuz

<sup>110</sup> Muallif ishlanmasi

berayotganini aks ettiruvchi omillarni bloklarga ajratgan holda o'rganish maqsadga muvofiq.

Ushbu mavzu bo'yicha asosiy ilmiy tadqiqotlarni tahlil qilish asosida shuni ta'kidlash mumkinki, mualliflar investitsiyaviy jozibadorlikka ta'sir etuvchi omillarni birlashtiruvchi turli xil tashqi omillar va guruhlarini keltirganlar. Biroq, shuni tushunish muhimki, tashqi omillar cheklanmagan, shuning uchun ko'plab tadqiqotchilar yangi omillarni shakllantirib, yangi toifalarni ilmiy ish sifatida muntazam ravishda taklif etishadi. Shu sababli, biz 2.15-rasmda keltirilgan tashqi omillar investitsiyaviy jozibadorlikni baholashda optimal saralab olingan omillar sifatida keltirishni lozim topdik.

Korxonaning investitsiyaviy jozibadorligini oshirish uchun uning rivojlanishi mumkin bo'lgan asosiy yo'nalishlarni tushunish muhimdir. Faoliyatning qaysi jihatlariga e'tibor qaratish kerakligini bilish va maksimal umumiy samaraga erishish uchun resurslarni eng ko'p va eng kam muvaffaqiyatli sohalar o'rtasida qayta taqsimlash zarurati paydo bo'ladi.

Shu munosabat bilan biz kompaniya rivojlanishi mumkin bo'lgan yo'nalishlarni to'rtta asosiy blokka ajratib o'rganishni afzal bildik:

- ilmiy-tadqiqot bloki;
- ishlab chiqarish va texnik blok;
- moliyaviy (investitsiyaviy) blok;
- boshqaruv bloki.

Ilmiy-tadqiqot bloki ko'rsatkichlari korxonaning ilmiy-tadqiqot imkoniyatlari, shu jumladan intellektual mulk va unga bo'lgan huquqlar mavjudligi, ishlab chiqarishning ilmiy asoslanganligi kabi bir qancha omillarni o'z ichiga oladi. Ishlab chiqarish-texnik blok ishlab chiqarish birliklarining imkoniyatlarini namoyish etadi va korxonaning texnik jihozlanishini tavsiflovchi ko'rsatkichlarni o'z ichiga oladi. Moliyaviy (investitsiyaviy) blok investitsiya faolligini, moliyaviy barqarorlikni va moliyaviy resurslar hajmini aks ettiruvchi ko'rsatkichlarni qamrab oladi. Boshqaruv bloki boshqaruv sifati va korxonaning huquqiy muhitini o'rganadi.

Ichki omillar korxonaning ishlab chiqarish quvvatlarini kengaytirish, texnik qayta jihozlash, rekonstruksiya qilish, ishlab chiqarish hajmini oshirish va yangi turdagi mahsulotlarni yaratishga qanchalik tayyor ekanligini ko'rsatadi.

Kompaniyaning investitsiyaviy jozibadorligini aniqlashning iqtisodiy adabiyotlarda turli xil usullari keltirilgan. Shunday bo'lsada biz tadqiqot ishining mazkur paragrafida kompaniyaning fond bozorida investitsiyaviy jozibadorligini baholash va oshirishga oid uslublarni o'rganib chiqamiz. Kompaniya qimmatli qog'ozlarining investitsiyaviy jozibadorligi odatda fundamental, texnik va miqdoriy usullar orqali baholanadi. Quyida har bir usul haqida qisqacha ma'lumot keltirib o'tamiz.

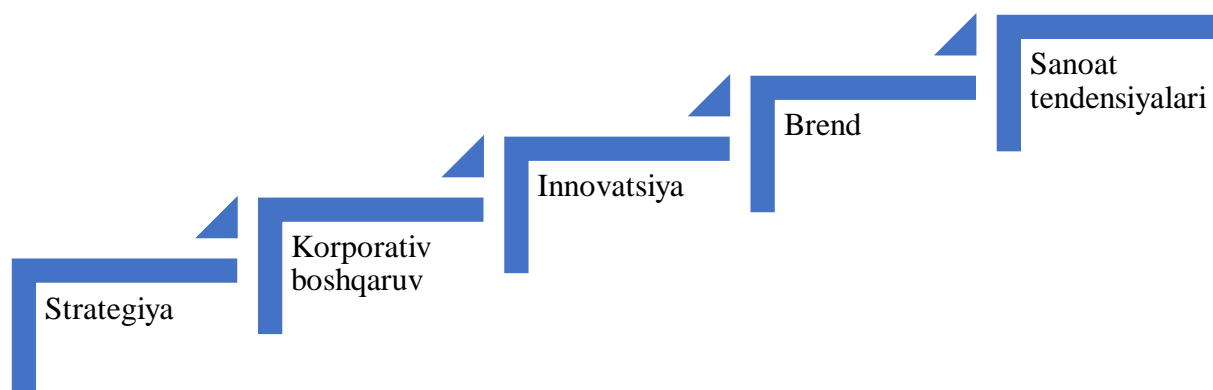
Fundamental tahlil - bu kompaniyaning moliyaviy holati, bozordagi holati, sanoat tendensiyalari va makroiqtisodiy sharoitlarni o'rganish orqali uning ichki qiymatini baholash usuli hisoblanadi. Boshqacha aytganda fundamental tahlil bu kompaniya va uning yon-atrofidagi barcha sabab-oqibatlarini o'rganib, kompaniyaning qimmatli qog'ozlarini olish kerak yoki kerak emasligi haqida xulosa chiqarishda yordam beradi.

Texnik tahlil – bu kompaniyaning fond bozorida oldi-sotdi qilinayotgan instrumentlari asosida kelajakdagi narxlarni va tendensiyalarni prognoz qilish orqali baholash usuli hisoblanadi. Aytaylik fond birjasida kompaniyaning aksiyalari sotilayotgan bo'lsa, aksiyalarning harakati fond birjasi grafigi asosida maxsus dastur va vositalar yordamida tahlil qilinadi va keyingi ehtimoliy harakat oldindan bashorat qilinadi.

Miqdoriy tahlil esa kompaniyaning moliyaviy hisobotlari va fond bozoridagi aktual holat va narxlardan kelib chiqib amalga oshiriladi. Ushbu tahlil doirasida P/E (kompaniya daromadlarining bir aksiyaga nisbati), EPS (bir aksiyaga to'g'ri keladigan daromad miqdori), ROE/ROA/ROS/ROI (rentabellik ko'rsatkichlarining yo'nalishlarga ko'ra qiymati) va yana bir qancha indikatorlarni tahlil qilish miqdoriy tahlilni anglatadi.

Yuqorida keltirilgan baholash usullari asosan baholashga moliyaviy yondashuv bo'lib, u kompaniya faoliyatining barcha jabhalarini qamrab olmaydi.

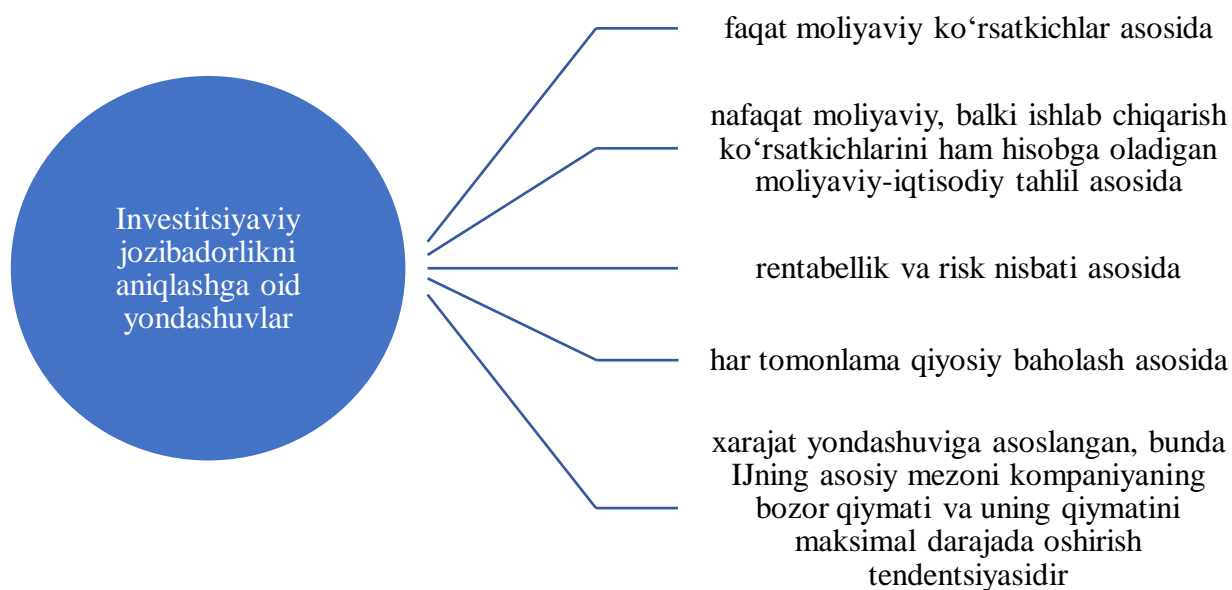
Kompaniyaning investitsiyaviy jozibadorligiga ta'sir etuvchi nomoliyaviy omillar ham borki ularni e'tirof etmaslik mumkin emas (2.16-rasm).



**2.16-rasm. Kompaniyaning investitsiyaviy jozibadorligiga ta'sir etuvchi nomoliyaviy omillar<sup>111</sup>**

Yuqoridagi nomoliyaviy omillar moliyaviy omillar bilan bir darajada investorlarning kompaniya to'g'risidagi fikriga ijobiy yoki salbiy ta'sir etish xususiyatiga ega bo'lib, kompaniyaning moliyaviy ko'rsatkichlari yaxshi bo'lishini o'zi yetarli bo'lmaydi.

Bugungi kunda kompaniyani investitsiyaviy jozibadorligini aniqlash yoki baholashga oid ko'plab yondashuvlar mavjud bo'lib, ular yondashuv usullari, tahlil parametrlari va omillariga ko'ra bir-biridan farq qiladi (2.17-rasm).



**2.17-rasm. Investitsiyaviy jozibadorlikni baholashning xorijiy va mahalliy yondashuvlari<sup>112</sup>**

<sup>111</sup> Muallif ishlanmasi

<sup>112</sup> Muallif ishlanmasi

Shuningdek, yuqorida ta’kidlab o’tganimizdek, investorlar tomonidan qaysidir kompaniyaning aksiyasiga investitsiya kiritishda kompaniyaning moliyaviy qiymati va daromadliligi, uning bozor kapitallashuv darajasi, investitsiyalarning qachon va qanday qaytishi va resurslardan samarali foydalanish ko‘rsatkichlari kabi moliyaviy ko‘rsatkichlarni o‘rganishadi. Adabiyotlarda aynan shunday ko‘rsatkichlarga asoslangan holda investitsiyaviy jozibadorlikni baholash yondashuvi mavjud bo‘lib, u integral yondashuv deb ataladi.<sup>113</sup> Integral yondashuvning afzalligi – olingan natijalarning ishonchliligi (ob’ektivligi) va barcha hisob-kitoblarning yagona yakuniy integral ko‘rsatkichga keltirilishida bo‘lsa, kamchiligi – faqatgina ichki omillarni tahlil qilishga va moliyaviy ko‘rsatkichlar bilan cheklanishidir.

Investitsion jozibadorlikni baholash birinchi navbatda moliyaviy va ishlab chiqarish omillariga asoslanadi va integral usul mazkur yo‘nalishda eng aniq usullardan biri hisoblanadi. Ushbu yondashuv qo‘llanilganida ko‘rsatkichlar turli jihatlarni aks ettiruvchi beshta asosiy bloklarga guruhlanadi (2.18-rasm).

Faoliyatning ichki ko‘rsatkichlaridan foydalanish				
asosiy va material aylanma mablag‘lardan foydalanish samaradorligi ko‘rsatkichi	moliyaviy holati ko‘rsatkichi	mehnat resurslaridan foydalanish ko‘rsatkichi	investitsiyaviy faoliyati ko‘rsatkichlari	xo‘jalik faoliyatini yuritish ko‘rsatkichlari

**2.18-rasm. Ichki ko‘rsatkichlar asosida investitsiyaviy jozibadorlikni baholashning integral usuli<sup>114</sup>**

Investitsiyaviy jozibadorlikni baholash yondashuvining yana biri – ekspert usuli yoki Delfi usuli bo‘lib, bunda kompaniya rahbariyati tomonidan taklif etilgan ekspertlar korxonaning bozordagi o‘rni, istiqbollari va samaradorligi bo‘yicha o‘z baholarini beradilar. Ushbu usulning afzalligi kompaniyani rivojlantirish masalalari bo‘yicha ekspert fikrlarining xilma-xilligidir. Biroq, yondashuvning kamchiliklari

<sup>113</sup> Мельничук, О. М. Инвестиционная привлекательность металлургической компании: методика оценки [Текст] // Мельничук О. М. – Российское предпринимательство. – 2020. – №1. – С.128-135.; Савенкова, Е. В. Экономические методы приоритетного развития инвестиционного предпринимательства [Текст] / Е.В. Савенкова. М., 2018. – 113 с.

<sup>114</sup> Крылов, Э.И. Анализ финансового состояния и инвестиционной привлекательности предприятия [Текст]: учеб. пособие / Э.И. Крылов, В. М. Власова, М. Г. Егорова и др. М.: Финансы и статистика. – 2013. – 218 с.

ularning baholashlarining yuqori darajadagi sub'ektivligi bo'lib, bu ekspert so'rovlari bilan bir qatorda qo'shimcha usullardan foydalanishni talab qiladi.

## 2.16-jadval

### Tahlil uchun tanlab olingan ob'ektlar to'g'risida ma'lumot<sup>115</sup>

<b>№</b>	<b>Kompaniya nomi</b>	<b>Kompaniya tikeri</b>	<b>Listing kategoriyasi</b>	<b>Tarmoq</b>
1	O'zbekiston respublika tovar-xomashyo birjasi aksiyadorlik jamiyati	URTS	Premium	Xizmatlar
2	O'zbekiston sanoat - qurilish banki aksiyadorlik tijorat banki	SQBN	Standard	Moliya
3	Chet el kapitali ishtirokidagi "Hamkorbank" aksiyadorlik tijorat banki	HMKB	Standard	Moliya
4	O'zbekiston metallurgiya kombinati aksiyadorlik jamiyati	UZMK	Standard	Metallurgiya
5	Toshneftgazqurilish aksiyadorlik jamiyati	TNGK	Standard	Qurilish
6	O'zagrolizing aksiyadorlik jamiyati	UZAL	Standard	Moliya
7	Qizilqumsement aksiyadorlik jamiyati	QZSM	Standard	Qurilish
8	Alskom sug'urta kompaniyasi aksiyadorlik jamiyati	ALSM	Standard	Moliya
9	Qo'qon mexanika zavodi aksiyadorlik jamiyati	KUMZ	Standard	Mashinasozlik
10	Kvarts aksiyadorlik jamiyati	KVTS	Standard	Qurilish
11	O'zagrosug'urta aksiyadorlik jamiyati	UZAS	Tranzit	Moliya
12	Mikrokreditbank aksiyadorlik-tijorat banki	MCBA	Tranzit	Moliya
13	Biznesni rivojlantirish banki aksiyadorlik tijorat banki	BRBN	Tranzit	Moliya
14	O'ztransgaz aksiyadorlik jamiyati	UTGA	Tranzit	Energetika
15	Garant bank aksiyadorlik jamiyati	GRBK	Tranzit	Moliya

<sup>115</sup> Muallif ishlanmasi

Kompaniyaning investitsiyaviy jozibadorligini baholashning yuqorida keltirilgan yondashuvlariga asoslangan holda biz tadqiqot ob'ekti hisoblangan - O'zmetkombinat aksiyadorlik jamiyati va yana 14 ta, jami 15 ta aksiyadorlik jamiyatlarining investitsiyaviy jozibadorligini va unga ta'sir etuvchi omillarni o'rganishga harakat qildik.

Kompaniyaning investitsiyaviy jozibadorligini baholashni ekonometrik tahlil qilishdan asosiy maqsad qaysi omillar kompaniyaning investitsiyaviy jozibadorligiga ta'sir qilishi va ularni oshirish (kamaytirish) uchun qanday choralar ko'rish kerakligi bilan izohlanadi. Mazkur ekonometrik tahlilni amalga oshirish uchun Toshkent Respublika fond birjasida so'nggi 3 yilda muntazam ravishda aksiyalari oldi-sotdi instrumenti sifatida foydalanib kelinayotgan kompaniyalar tanlab olingan (2.16-jadval).

Ekonometrik tahlilning natijaviy belgisi (Y) sifatida investitsiyaviy jozibadorlik indeksi tanlab olingan bo'lib, u milliy kompaniyalar kontekstida quyidagi talqinga va parametrlarga asosan baholangan.

Ko'plab xorijiy mamlakatlarda kompaniyalarning investitsiyaviy jozibadorligini aniqlash indeksi mavjud bo'lib, uning qiymati investorlarga kompaniyaning qanchalik investitsiyaviy jozibador ekanligini tushunishga yordam beradi. Xususan, xorijiy adabiyotlarda investitsiyaviy jozibadorlik indeksi likvidlik, moliyaviy barqarorlik, tadbirkorlik faolligi va rentabellik kabi ko'rsatkichlardan shakllantirilishi keltirilgan (2.17-jadval).

Xalqaro standartlarga ko'ra, yuqorida keltirilgan ko'rsatkichlarning chegaraviy qiymatlari quyidagicha bo'lishi maqsadga muvofiqligi belgilangan (2.18-jadval).

Yuqoridagi jadvallarga asoslanib, milliy kompaniyalarimizning investitsiyaviy jozibadorlik indeksini aniqlashning imkoni deyarli mavjud emas. Shu bois, mazkur tadqiqot ishida biz faqatgina ma'lumotlari oshkor etiladigan moliyaviy va nomoliyaviy ko'rsatkichlar asosida milliy kompaniyalarning investitsiyaviy jozibadorlik indeksini baholashga harakat qildik.

**Investitsiyaviy jozibadorlik indeksining moliyaviy va nomoliyaviy  
parametrlari<sup>116</sup>**

<b>Ko'rsatkichlar</b>	<b>Izohi</b>	<b>Sabablar (milliy kontekstda)</b>
<b>1. Moliyaviy ko'rsatkichlar</b>		
<b>Umumiy qoplash ko'effitsiyenti</b>	Qisqa muddatli majburiyatlarni qoplash uchun zarur bo'lgan aktivlar nisbati.	Ko'plab korxonalar to'lov qobiliyatining pastligi bilan bog'liq muammolarga duch keladi.
<b>O'z aylanma mablag'ining ulushi</b>	O'z kapitali hisobidan moliyalashtirilgan aylanma mablag'larning ulushi.	Kompaniyaning qarzga qaramlikni kamaytirish strategiyasi bilan bog'liq.
<b>Moliyaviy mustaqillik ko'effitsiyenti</b>	Kapitalning qarzga qaramligini ko'rsatuvchi nisbat.	Ko'plab korxonalar qarzga qaramlik bilan bog'liq muammolarga duch keladi.
<b>Kapitalning to'liqligi ko'effitsiyenti</b>	Aktivlarning kapital bilan qoplanish darajasi.	Aktivlarning kapital bilan to'liq qoplanishi moliyaviy barqarorlikni ta'minlaydi.
<b>Aktivlar rentabelligi (ROA)</b>	Aktivlardan foydalanish samaradorligini ko'rsatuvchi ko'rsatkich.	Sanoat korxonalarining samaradorligini baholashda muhimdir, chunki mamlakatda ishlab chiqarishning rivojlanishi davom etmoqda.
<b>Kapital rentabelligi (ROE)</b>	Kapitaldan foydalanish samaradorligini ko'rsatuvchi ko'rsatkich.	Mamlakatda investitsion resurslar cheklangan sharoitda xususiy kapitaldan qanchalik samarali foydalanilayotganini ko'rsatadi.
<b>2. Nomoliyaviy ko'rsatkichlar</b>		
<b>ESG reytingi (Atrof-muhit, Ijtimoiy, Boshqaruv)</b>	Kompaniyaning atrof-muhitga, jamiyatga va boshqaruvga ta'sirini baholovchi reyting.	Yashil iqtisodiyot strategiyasi bilan bog'liq holda ESG tamoyillariga e'tibor kuchaymoqda.
<b>Korporativ boshqaruv sifatining bahosi</b>	Kompaniya rahbariyatining tajribasi va strategik qobiliyatini baholash.	Korporativ boshqaruv investorlar qaror qabul qilishida muhim ahamiyatga ega.
<b>Innovatsiya indeksi</b>	Texnologiyalarni qo'llash va R&D sarmoyalarining ulushini ko'rsatuvchi ko'rsatkich.	Texnologik modernizatsiya dasturlari investorlar uchun ijobiy signal sifatida xizmat qiladi.
<b>Manfaatdor tomonlarning qoniqishi</b>	Mijozlar, xodimlar va hamkorlar qoniqish darajasini ko'rsatuvchi ko'rsatkich.	Sanoat korxonalarining uzoq muddatli rivojlanishi uchun manfaatdor tomonlarning qoniqish darajasini investorlarda ishonchni oshiradi.

<sup>116</sup> Nguyen Thi Thu Thuong, Методика оценки инвестиционной привлекательности предприятия. Известия Тульского государственного университета. Экономические и юридические науки. 2012

Investitsiyaviy jozibadorlik indeksi parametrlari va chegaraviy qiymatlari<sup>117</sup>

Ko'rsatkichlar	Juda qoniqsiz (1)	Qoniqsiz (2)	Qabul qilinadigan (3)	Qoniqarli (4)	Yaxshi (5)	Chegaraviy qiymati
Umumiy qoplash koeffitsienti	< 1.0	1.0–1.2	1.2–1.5	1.5–2.0	> 2.0	<b>1.5</b>
O'z aylanma mablag'ining ulushi	< 10%	10–20%	20–30%	30–40%	> 40%	<b>25%</b>
Moliyaviy mustaqillik koeffitsienti	< 0.3	0.3–0.4	0.4–0.6	0.6–0.8	> 0.8	<b>0.5</b>
Kapitalning to'liqligi koeffitsienti	< 0.7	0.7–0.8	0.8–0.9	0.9–1.0	> 1.0	<b>0.85</b>
Aktivlar rentabelligi (ROA)	< 5%	5–10%	10–15%	15–20%	> 20%	<b>12%</b>
Kapital rentabelligi (ROE)	< 8%	8–12%	12–18%	18–25%	> 25%	<b>15%</b>
ESG reytingi (Atrof-muhit, Ijtimoiy, Boshqaruv)	< 2.0	2.0–2.5	2.5–3.5	3.5–4.0	> 4.0	<b>3.0</b>
Boshqaruv sifatining bahosi	< 2.5	2.5–3.0	3.0–3.5	3.5–4.0	> 4.0	<b>3.5</b>
Innovatsiya indeksi	< 10%	10–20%	20–30%	30–40%	> 40%	<b>25%</b>
Manfaatdor tomonlarning qoniqishi	< 50%	50–65%	65–75%	75–85%	> 85%	<b>70%</b>

<sup>117</sup> Muallif ishlanmasi

Tadqiqot ishining ilmiy yangiligi sifatida taklif etilayotgan metodika asosida investitsiyaviy jozibadorlik indeksini quyidagi tartibda baholash tavsiya etiladi.

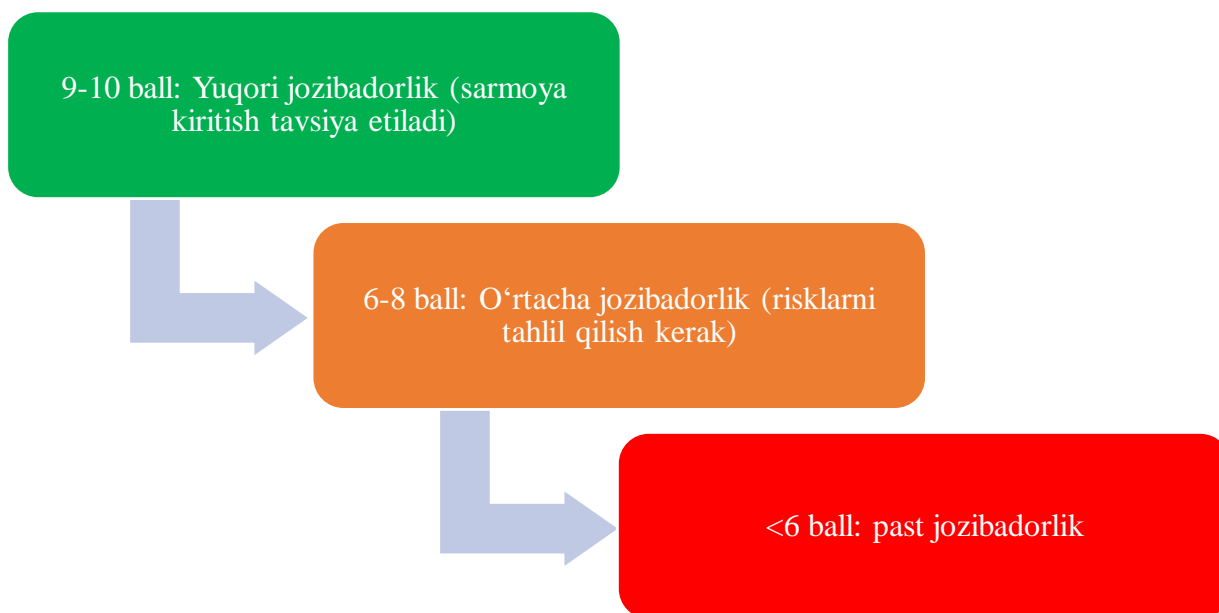
Indeks ikki guruh ko'rsatkichlardan (moliyaviy va nomoliyaviy) shakllantiriladi. Har bir ko'rsatkich 10 balli shkala bo'yicha baholanadi, shundan so'ng yakuniy natijalar integral usul yordamida yagona indeksga keltirish orqali hisoblanadi (2.19-jadval).

2.19-jadvalda keltirilgan ko'rsatkichlar investorlarga muhim qaror – sarmoya kiritish mumkinmi yoki mumkin emasmi degan qarorni qabul qilishda yordam beradi.

Baholash natijalarini integral ko'rinishga keltirish quyidagi formula asosida amalga oshiriladi:

$$I_{integr} = \left( \frac{\sum \text{Moliyaviy ko'rsatkichlar}}{5} \times 0.6 \right) + \left( \frac{\sum \text{Nomoliyaviy ko'rsatkichlar}}{5} \times 0.4 \right)$$

Olingan natijalar quyidagicha izohlanadi (2.19-rasm):



**2.19-rasm. Natijalarning izohlanashi<sup>118</sup>**

Yuqorida keltirilgan formula, 2.19-jadvalda keltirilgan baholash uslubiyotini qo'llagan holda ekonometrik tahlil uchun tanlab olingan kompaniyalarning investitsiyaviy jozibadorlik indeksini baholadik va quyidagi natijalarga ega bo'ldik (2.20-jadval).

<sup>118</sup> Muallif ishlanmasi

## 2.19-jadval

Investitsiyaviy jozibadorlik indeksini baholash uslubiyoti<sup>119</sup>

Guruh	Hisoblash formulalari	Normallashtirish uslubiyoti	Maksimum baho
<b>Moliyaviy</b>			<b>60%</b>
1. Aktivlar rentabelligi (ROA)	$ROA = \frac{\text{Sof foyda}}{\text{O'rtacha aktivlar}} \times 100\%$	$\text{Baho} = \frac{ROA - ROA_{min}}{ROA_{max} - ROA_{min}} \times 10$	15
2. Xususiy kapital rentabelligi (ROE)	$ROE = \frac{\text{Sof foyda}}{\text{Xususiy kapital}} \times 100\%$	$\text{Baho} = \frac{ROE - ROE_{min}}{ROE_{max} - ROE_{min}} \times 10$	15
3. Savdolar rentabelligi (ROS)	$ROS = \frac{\text{Sof foyda}}{\text{Sof tushum}} \times 100\%$	$\text{Baho} = \frac{ROS - ROS_{min}}{ROS_{max} - ROS_{min}} \times 10$	10
4. Moliyaviy mustaqillik	$\text{Coef}_{FF} = \frac{\text{Xususiy kapital}}{\text{Aktivlar}}$	$\text{Baho} = \text{Coef}_{FF} \times 10$ ( $1 > \text{Coef}_{FF} > 0.5$ bo'lganda)	15
5. Bozor kapitallashuvi	$MC = Q_S \times P_S$ $Q_S$ – aksiyalar soni $P_S$ – aksiyaning bozor bahosi	$\text{Baho} = \frac{\ln(MC) - \ln(MC_{min})}{\ln(MC_{max}) - \ln(MC_{min})}$	5

<sup>119</sup> Muallif ishlanmasi

<b>Guruh</b>	<b>Hisoblash formulalari</b>	<b>Normallashtirish uslubiyoti</b>	<b>Maksimum baho</b>
<b>Nomoliyaviy</b>			<b>40%</b>
1. Korporativ boshqaruv	Ijro organi tuzilmasini baholash, hisobot berishning shaffofligi, Korporativ boshqaruv kodeksi tavsiyalariga amal qilishning natijalari (ekspert bahosi)	Shkala: 1-10 gacha (zo‘r – 10, qoniqarli – 7, qoniqarsiz – 4, mavjud emas - 0)	10
2. Dividend siyosati	To‘lovlarning barqarorligi, dividendlar bo‘yicha daromadlilik ulushi	$ROS = \frac{To'lovlar\ ulushi}{10\%} \times 2$	8
3. Listing kategoriyasi	Birja listingining qaysi kategoriyasiga mansubligi	Premium – 10, standart – 7, transit – 5, birja listingidan tashqari - 2	7
4. Kompaniya brendi	Mashhurlik, iste'molchilar orasida tan olinishi, mijozlarning sodiqligi	$Baho = Bozor\ ulushi \times 10$	8
5. ESG siyosati	Ekologik, ijtimoiy va boshqaruv standartlariga muvofiqligi (GRI hisobotlariga ko‘ra)	10 ta mezon bo‘yicha baholash (har bir to‘ldirilgan band uchun 1 ball)	7

Kuzatuv ob'ektlarining investitsiyaviy jozibadorlik indeksi<sup>120</sup>

№	Kompaniya (tiker)	Investitsiyaviy jozibadorlik indeksi (Y)	Asoslanishi
1	URTS	9	Mamlakat fond birjasida Premium kategoriyadagi va shu turdagi xizmatlarni ko'rsatadigan yagona kompaniya, dividend daromadlari yuqori
2	SQBN	7	Mamlakatning TOP-5 banklari qatoriga kiruvchi yirik bank, aksiyalari fond birjasida muntazam savdo qilinadi, qarzidorligi ko'p
3	HMKB	8	Xususiy segmentdagi eng yirik va mamlakatning TOP-5 banklaridan biri bo'lib, xorijiy investorlarning ko'pligi hisobida kuchli korporativ boshqaruv tizimiga ega
4	UZMK	7	O'rta Osiyoda shu turdagi yagona metallurgiya kompaniyasi, qarzidorligi ko'p, atrof-muhitga zarari katta
5	TNGK	8	O'z tarmog'ida yagona ixtisoslashgan kompaniya bo'lib, mamlakat uchun strategic ahamiyatga ega
6	UZAL	6	Qishloq xo'jaligi texnikasini lizingi bilan shug'ullanadigan kompaniyalardan biri, shaffoflik tamoyillariga sust rioya qiladi, nomoliyaviy indikatorlari ko'rsatkichlari past
7	QZSM	5	Qurilish sanoatining sement ishlab chiqarish sohasida raqobatchilari ko'p, raqobatchilariga qaraganda ko'rsatkichlari ancha past
8	ALSM	6	Sug'urta bozoridagi kompaniyalardan biri, boshqa sug'urta kompaniyalariga nisbatan moliyaviy ko'rsatkichlari past, shaffoflik tamoyillariga sust rioya qiladi
9	KUMZ	4	Fond bozorida aksiyalari qiymati keskin tushib ketgan, korporativ boshqaruv va ochiqlik siyosatiga deyarli amal qilmaydigan va katta miqdordagi qarzlarga tayanadi
10	KVTS	5	Shisha va oyna ishlab chiqaradigan Markaziy Osiyodagi kam sonli kompaniyalardan biri bo'lib, so'nggi 7 yilda moliyaviy mustaqillik darajasi tushib ketgan, kompaniya strategic maqsadlariga erisha olmayapti
11	UZAS	7	Sug'urta bozorida eng birinchi tashkil etilgan kompaniyalardan biri, tor ixtisoslashuvga ega, ochiqlik siyosati past, raqobatchilaridan kuchsizroq
12	UTGA	8	Mamlakatning strategik kompaniyalaridan biri bo'lib, aksiyasini bozor bahosi nominal bahosiga nisbata 35 barobar yuqori

<sup>120</sup> Muallif ishlanmasi

Tahlilni amalga oshirishda Y (natijaviy belgi) – investitsiyaviy jozibadorlik indeksi sifatida tanlab olingan bo‘lsa, omil belgilar sifatida savdolar hajmi, kompaniyaning bozor kapitallashuvi darajasi, aksiyalarga bo‘lgan talab-taklif o‘rtasidagi spread (foyda), bir aksiyaga to‘g‘ri keladigan daromad miqdori (EPS), aksiyaning balans qiymati, aksiyalarning likvidligi, aksiyalarning yil davomidagi volatilligi, dividend daromadlari va bozorda yangi instrumentning taklif etilishi kabi ko‘rsatkichlarni tanlab olganmiz (2.21-jadval).

## 2.21-jadval

### Investitsiyaviy jozibadorlik: omil belgilar, tanlab olish sabablari va gipotezalar<sup>121</sup>

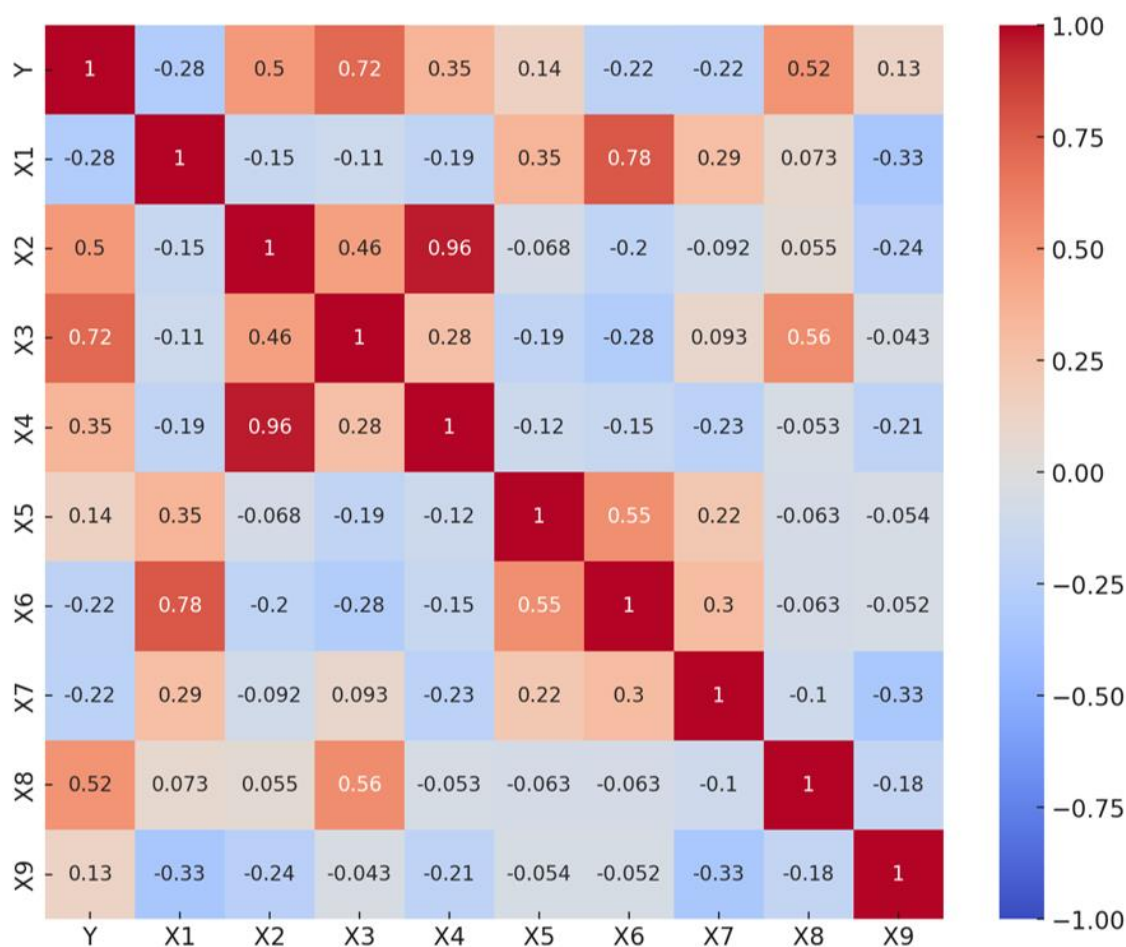
Omil belgilar	Tanlov sabablari	Gipoteza
Savdo hajmi (X1)	Investorlar qiziqishini va aksiyalar likvidligini aks ettiradi.	H1: Yuqori savdo hajmi aksiyalarni investorlar uchun jozibadorligini ko‘rsatadi.
Bozor kapitalizatsiyasi (X2)	Kompaniyaning o‘lchami va barqarorligini ko‘rsatadi.	H1: Katta bozor kapitalizatsiyasiga ega kompaniyalar investitsion jozibadorlikka ega bo‘ladi.
Aksiyalarga bo‘lgan talab-taklif o‘rtasidagi spread (X3)	Spreadning kattaligi investorlar oqimini kamaytiradi.	H1: Katta spread aksiyalarni investorlar uchun jozibador qilmaydi.
Bir aksiyaga to‘g‘ri keladigan daromad miqdori (EPS) (X4)	Kompaniyaning moliyaviy muvaffaqiyatini ko‘rsatadi.	H1: Yuqori EPS investorga ijobiy signal sifatida xizmat qiladi.
Aksiyaning balans qiymati (X5)	Kompaniyaning ichki (balans) qiymatini va haqiqiy bozor qiymatini taqqoslashga yordam beradi.	H1: Agar aksiyaning bozor narxi balans qiymatidan past bo‘lsa, bu investorning qiziqishini oshiradi.
Aksiyalarning likvidligi (X6)	Aksiyalarning savdosi faoliyatini aks ettiradi.	H1: Yuqori aylanish koeffitsienti investorlarning qiziqishini oshiradi va aksiyalarni jozibador qiladi.
Aksiyalarning yil davomidagi volatilligi (X7)	Aksiyalarning xavf-xatar va barqarorligini aks ettiradi.	H1: Past volatillik aksiyalarni investorlar uchun kamroq xavfli qiladi.
Dividend daromadlilik (X8)	Stabil daromad izlayotgan investorlarni jalb qiladi.	H1: Yuqori dividend daromadlilik aksiyalarni jozibadorligini oshiradi.
Yangi instrument (obligatsiyalar) (X9)	Investorlar uchun diversifikatsiya imkoniyatlarini taklif etadi.	H1: Obligatsiyalarning mavjudligi kompaniyani investorlar uchun jozibador qiladi.

<sup>121</sup> Muallif ishlanmasi

Yuqorida keltirilgan omil belgilar, aslida, mantiqan o‘ylab qaralganda investorlarning qaroriga va kompaniyaning investitsiyaviy jozibadorligiga to‘g‘ridan-to‘g‘ri ta’sir etishi kerak bo‘lgan omillar hisoblanadi. Biroq mahalliy fond bozorida savdolarga chiqarilayotgan aksiyalarning barchasi ham bu omillarning ta’siri ostida emas. Bu xulosa ekonometrik tahlil natijalari asosida shakllantirildi.

Tahlil uchun ma’lumotlar 8 davr, ya’ni 8 chorak hisobida to‘plangan bo‘lib, mazkur 8 chorak 2023-2024-yillardagi savdo natijalari va kompaniyalar e’lon qilingan ma’lumotlar asosida shakllantirilgan.

Tahlil ma’lumotlari Toshkent respublika fond birjasi, “openinfo.uz” O‘zbekiston Respublikasi Istiqbolli loyihalar milliy agentligi Korporativ axborot yagona portali va kompaniyalarning rasmiy veb sahifalaridan yakunlangan hisobot davrlari kesimida saralab olingan.



2.20-rasm. Ekonometrik tahlilning korrelyatsion matritsasi<sup>122</sup>

<sup>122</sup> Muallif ishlanmasi

Natijaviy va omil belgilari o'rtasidagi bog'liqlikni ekonometrik tahlil asosida aniqlash Stata dasturi yordamida eng kichik kvadratlar usuli (OLS) va ANOVA jadvali asosida amalga oshirilgan bo'lib, dastlab korrelyatsion matritsa, undan so'ng ekonometrik modelning chiziqli tenglamasi, olingan natijalarning turli testlar orqali sinovdan o'tkazilgani jadval, formula va chizmalar asosida shakllantirilgan. Dastlab ekonometrik tahlilning korrelyatsion matritsasiga to'xtalamiz (2.20-rasm).

2.20-rasm ma'lumotlaridan kelib chiqib, investitsiyaviy jozibadorlik indeksiga X2 – bozor kapitallashuvi ko'rsatkichi, X3 – aksiyalarga bo'lgan talab-taklif o'rtasidagi spred (foyda) ko'rsatkichi, X4 – bir aksiyaga to'g'ri keladigan daromad miqdori (EPS) va X8 – dividend daromadliligi kabi ko'rsatkichlar sezilarli darajada ta'sir qilishi, qolgan ko'rsatkichlar esa ahamiyatsiz yoki ta'sir darajasi past ekanligi aniqlandi.

Mazkur tahlilning regression statistikasi quyidagicha natija ko'rsatgan:

<i>Regression statistika</i>	
Multiple R	0,776199933
R-squared	0,602486337
Adjusted R-squared	0,443480871
Std. Err.	1,116038894
Obs.	15

Dispersion va regression tahlil natijalari quyidagi ko'rsatkichlarni hosil qilgan:

	<b>Coef.</b>	<b>St. Err.</b>	<b>t-value</b>	<b>p-value</b>	<b>[95% Conf</b>	<b>Interval]</b>
Y	5,486	0,376	14,580	0,000	4,648	6,324
X 2	0,125	0,154	0,812	0,436	-0,218	0,468
X 3	1,319	1,334	0,989	0,346	-1,653	4,292
X 4	-0,217	0,408	-0,531	0,607	-1,126	0,693
X 8	0,430	0,401	1,071	0,309	-0,464	1,324
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Prob&gt;F</i>	
Regressiya	4	18,877	4,719	3,789	0,039	
Qoldiq	10	12,455	1,245			
Jami	14	31,333				

Tahlil natijalariga ko'ra mazkur ekonometrik modeldagi omil belgilar X2=0.125, X3=1.32, X4=-0.22 va X8=0.43 qiymatlarni hosil qilib, omil belgilarning ahamiyatli ekanligini, omil belgilar bo'yicha xatoliklar ham chegaraviy qiymatlar doirasida ekanligini anglash mumkin. Biz yuqoridagi ahamiyatli omil belgilarni olib qolib, qolganlarini tahlildan chiqarib tashladik hamda qolgan omil

belgilarni mos ravishda  $X_1$  – bozor kapitallashuvi ko‘rsatkichi,  $X_2$  – aksiyalarga bo‘lgan talab-taklif o‘rtasidagi spread (foyda) ko‘rsatkichi,  $X_3$  – bir aksiyaga to‘g‘ri keladigan daromad miqdori (EPS) va  $X_4$  – dividend daromadlilikligi kabi ko‘rsatkichlar bilan qayta belgiladik. Shunda, regression tahlil natijasida mazkur modelning chiziqli tenglamasi quyidagi formula ko‘rinishida bo‘ladi:

$$Y = 0.13X_1 + 1.32X_2 - 0.22X_3 + 0.43X_4 + 5.5$$

Mazkur tahlil natijalarini multikolleniarlik va geteroskedastlik, shuningdek, statistik testlar orqali sinovdan o‘tkazib ko‘ramiz.

<i>Variable</i>	<i>VIF</i>	<i>Test</i>	<i>Qiymatlar</i>
<i>const</i>	2.467	<i>LM statistikasi</i>	3.002
<i>X1</i>	1.098	<i>p-qiymati</i>	0.057
<i>X2</i>	2.419	<i>F-statistikasi</i>	0.054
<i>X3</i>	2.203	<i>F-testning p-qiymati</i>	0.700
<i>X4</i>	2.266		
<b>Mean</b>	<b>1.99</b>		

Ekonometrik model omil belgilarining o‘zaro multikollinearlik darajasi tahlil qilinganda, omil belgilar 1.1 dan 2.4 gacha, o‘rtachasi 1.99 ni tashkil etib, bu “VIF = 1-5 – multikollinearlik mavjud emas” sharti bajarilganini anglatadi. Breusch-Pagan testiga asosan p-qiymati (0,05 dan katta) tizimning o‘zgaruvchanligi bilan mustaqil ravishda o‘zgarmasligini ko‘rsatadi.

Shuningdek, tahlil natijalari Shapiro-Wilk testiga tekshirilganda quyidagi natijalar hosil bo‘ldi:

<b>Variable</b>	<b>Obs.</b>	<b>W</b>	<b>V</b>	<b>z</b>	<b>Prob&gt;z</b>
<b>Standard</b>	9	0.922	1.420	0.726	0.23400
<b>Tranzit</b>	5	0.852	1.420	0.726	0.23400
<b>Premium</b>	1	N/A	N/A	N/A	N/A

Standard va Tranzit kategoriyalaridagi kompaniyalar uchun  $\text{Prob}>z > 0,05$  qiymati ma’lumotlarning normal taqsimlanishini bildiradi. Premium kategoriyada faqatgina bitta kompaniya bo‘lgani uchun test sinovini amalga oshirib bo‘lmaydi.

Tahlil natijalari Durbin Watson testi orqali tekshirilib, uning qiymati 1,85 ni tashkil etganini va ishlab chiqilgan model ushbu shart bo‘yicha ham sinovdan o‘tganini anglash mumkin ( $DW\ d\text{-statistic}(4, 15) = 1.852$ ).

Mazkur tahlil natijasida kompaniyaning fond bozoridagi investitsiyaviy jozibadorligiga bozor kapitallashuvi ko‘rsatkichi, aksiyalarga bo‘lgan talab-taklif

o'rtasidagi spread (foyda) ko'rsatkichi, bir aksiyaga to'g'ri keladigan daromad miqdori (EPS) va dividend daromadliligi kabi ko'rsatkichlar kuchli ta'sir qilishini angladik. Demak, kompaniyaning bozor kapitallashuvi ko'rsatkichi bir birlikka oshishi kompaniyaning investitsiyaviy jozibadorlik indeksining 0,125 birlikka, aksiyalarga bo'lgan talab-taklif o'rtasidagi spread (foyda) ko'rsatkichining bir birlikka oshishi kompaniyaning investitsiyaviy jozibadorlik indeksining 1,319 birlikka, dividend daromadliligining bir birlikka oshishi kompaniyaning investitsiyaviy jozibadorlik indeksining 0,430 birlikka oshishiga va bir aksiyaga to'g'ri keladigan daromad miqdori (EPS) ning bir birlikka oshishi kompaniyaning investitsiyaviy jozibadorlik indeksining 0,217 birlikka tushishiga olib kelishi ma'lum bo'ldi. Keyingi bobda mazkur omil belgilarni qanday qilib ko'tarish (oshirish) orqali kompaniyaning investitsiyaviy jozibadorligini oshirish mumkinligi haqida o'z qarashlarimiz va takliflarimiz bilan bo'lishamiz.

## **II-Bob bo'yicha xulosalar**

1. Toshkent Respublika fond birjasida listingdan o'tgan aksiyadorlik jamiyatlarining soni yildan-yilga kamayotganligi bilan fond bozorining mamlakat yalpi ichki mahsuloti ko'rsatkichidagi ulushi yildan-yilga yaxshilanib borayotganini kuzatishimiz mumkin. 2024-yil yakuniga ko'ra, aksiyalar bozorining kapitallashuvi 242,42 trln so'mgacha (\$18,8 mlrd) o'sdi va YAIMga nisbatan 16,3 foizni, erkin muomalada bo'lgan aksiyalarning (free float) bozor kapitallashuvi esa 4,3 trln so'mni (\$330.3 million) yoki YAIMga nisbatan 0,3 foizni tashkil etgan. Taqqoslash uchun aksiyalar bozorining kapitallashuvi ko'rsatkichi 2023-yilga nisbatan YAIMning 13 foiziga yaqin ko'rsatkichni qayd etgan.

2. Mamlakat fond bozorida aksiyalar bozori dominantlik qilayotgan bo'lsada, so'nggi 5 yilda fond bozorining qarz segmenti – obligatsiyalar bozori ham yaxshi rivojlanib kelmoqda. 2024-yil yakunlariga ko'ra obligatsiyalarini fond bozorida joylashtirgan emitentlar soni 32 tani tashkil etib, obligatsion daromad 17,5 foizdan 28 foizgacha bo'lgan ko'rsatkichni qayd etmoqda. Aytish joizki, yuqori foizli obligatsiyalar tijorat banklari tomonidan taklif etilayotgan omonatlar bo'yicha daromadlardan o'zib ketmoqda.

3. Tadqiqot ob'ekti sifatida tanlangan O'zbekiston Metallurgiya Kombinati aksiyadorlik jamiyati ishlab chiqariladigan mahsulotiga ko'ra Markaziy Osiyoda yagona kompaniya hisoblanishiga, fond bozoridagi faolligi, yangi moliyaviy instrument – obligatsiyalarni emissiya qilganligiga, aksiyalarining 90 foizidan ortiqroq qismi davlatga tegishli ekanligiga qaramay, so'nggi yillarda kompaniyaning moliyaviy-iqtisodiy ko'rsatkichlari pasayib, kompaniya iqtisodiy jihatdan pasayish davrini boshidan kechirmoqda. Buning ustiga, kompaniyaning debitorlik va kreditorlik qarzlari o'rtasidaga balans keskin buzilishi natijasida kompaniya o'z oldiga qo'ygan maqsadlarni vaqtida bajara olmay kelmoqda. Shu maqsadda tadqiqot doirasida kompaniyani qarzдорlikdan chiqarish strategiyasi ishlab chiqilgan bo'lib, mazkur strategiya qarz munosabatlarini yaxshilashga xizmat qiladi.

4. Tadqiqot ishi doirasida kompaniyaning investitsiyaviy jozibadorlik indeksi ishlab chiqilgan bo'lib, mazkur indeks jami 10 ta moliyaviy va nomoliyaviy indikatorlardan tashkil topgan integral yondashuv asosida aniqlanadi. Xorijiy va mahalliy adabiyotlar tahlili natijasida saralab olingan ko'rsatkichlar investorlarga kompaniyaning investitsiyaviy jozibadorlik indeksini 10 ballik baholash shkalasi asosida baholashga yordam beradi. Mazkur indeksning 3 ta pog'onasi bo'lib, 9-10 ball olgan kompaniyalarning investitsiyaviy jozibadorligi yuqori, 6-8 ball olgan kompaniyalarning investitsiyaviy jozibadorligi o'rtacha va 6 balldan past olgan kompaniyalarning investitsiyaviy jozibadorligi past degan xulosalarni taqdim etadi.

5. Tadqiqot doirasida ekonometrik tahlil o'tkazilib, kompaniyaning investitsiyaviy jozibadorligiga bozor kapitallashuvi darajasi, kompaniya aksiyasiga bo'lgan talab va taklif o'rtasidagi spread (foyda) ko'rsatkichi, bir dona aksiyaga to'g'ri keladigan kompaniyaning daromad ko'rsatkichi va kompaniya aksiyalaridan keladigan dividendlarning daromadlilikligi kabi ko'rsatkichlar sezilarli darajada ta'sir qilishini aniqladik.

### **III-BOB. KOMPANIYANI INVESTITSIYAVIY JOZIBADORLIGINI OSHIRISHDA FOND BOZORI INSTRUMENTLARIDAN SAMARALI FOYDALANISH YO‘NALISHLARI**

#### **3.1. Fond bozorida kompaniyaning investitsiyaviy jozibadorligini oshirish yo‘llari**

Yuqoridagi boblarda kompaniyaning fond bozorida investitsiyaviy jozibadorligiga ta’sir etuvchi turli xil omillarning ta’sirini o‘rganib, kompaniyalar uchun qanday chora-tadbirlarni amalga oshirish ularning jozibadorligini oshirishi haqida ba’zi qarashlarni hosil qildik.

Demak, kompaniyaning investitsiyaviy jozibadorligiga ta’sir etuvchi omillarning birinchisi – kompaniyaning bozor kapitallashuvi darajasidir. Bozor kapitallashuvi – bu kompaniyaning bozordagi narxi qancha ekanligini oddiy aksiyalar sonini bir dona aksiyaning bozor narxiga ko‘paytirish orqali aniqlanadi. Kompaniyaning bozor kapitallashuvi investor uchun aslida qanday ahamiyatga ega? Investor kompaniyani bozor kapitallashuvi oshishi ortidan uning bozordagi maqomi (brendi) va o‘rni oshishi, kompaniya aksiyalari bilan savdolarini oshishi va buning natijasida aksiyalar narxi ko‘tarilib aksiyalarni sotib olishdagi maqsad sari borayotganini yaxshi anglaydi.

Tabiiyki kompaniya aksiyasining narxi bozordagi talab va taklifning shakllanishi asosida paydo bo‘ladi. Shunday bo‘lsada, xalqaro amaliyotda kompaniyaning bozor kapitallashuvini oshiradigan bir qancha mexanizmlar va yo‘llar mavjud (3.1-rasm).

3.1-rasmda keltirilgan mexanizmlar xorijiy mamlakatlarda qo‘llanilib, natijabergan bo‘lsada ularning tadqiqot ob’ekti hisoblangan – O‘zmetkombinat AJ amaliyotida qo‘llash va yaxshi natijalarga erishish ancha mushkul vazifa hisoblanadi. Bundan tashqari, global ekologik muammolar sharoitida investorlar tobora an’anaviy investitsiya instrumentlaridan barqaror investitsiya instrumentlariga o‘tmoqda. Shu maqsadda, ayniqsa, metallurgiya sanoati korxonalarini faoliyatini yashillashtirish va yangi yashil moliyaviy instrumentlarni

investorlarga taklif etish bizning nazarimizda ularning bozordagi qiymatini – bozor kapitallashuvini oshirishga xizmat qiladi.

#### Daromad va foydani oshirish

- Daromad va foydani oshirishga biznesni kengaytirish, sotish hajmini oshirish, xarajatlarni kamaytirish yoki operatsion samaradorlikni oshirish orqali erishiladi.

#### Innovatsiyalar va yangi mahsulotlarni ishlab chiqish

- Innovatsiyalarni joriy etish va yangi mahsulot yoki xizmatlarni ishga tushirish bozor e'tiborini tortadi.

#### Birlashish va sotib olish (M&A)

- Sotib olish yoki boshqa kompaniyalar bilan birlashish sizga biznesingizni kengaytirish, bozor ulushingizni oshirish va yangi texnologiyalardan foydalanish imkoniyatini beradi.

#### Korporativ boshqaruvni takomillashtirish

- Shaffoflik, boshqaruv samaradorligini oshirish va axloqiy me'yorlarga rioya qilish kompaniyani yanada ishonchli qiladi.

#### Biznesni diversifikatsiya qilish

- Yangi sanoat yoki bozorlarga kirish bir segmentga qaramlikni kamaytiradi va yangi imkoniyatlar ochadi.

#### Dividendlarni ko'paytirish

- Dividend to'lovlarini oshirish barqaror daromad izlayotgan investorlarni jalb qiladi.

#### Brend va obro'ni yaxshilash

- Kuchli brend va yaxshi obro' mijozlar va investorlarning ishonchini oshiradi.

#### Kapitaldan samarali foydalanish

- Yuqori rentabelli loyihalarga sarmoya kiritish, xarajatlarni kamaytirish va kapital strukturasi optimallashtirish samaradorlikni oshiradi.

#### Xalqaro birjalarga chiqish

- Xalqaro birjalar orqali yangi investorlarni jalb qilish imkonini beradi.

### 3.1-rasm. Kompaniyaning bozor kapitallashuvi ko'rsatkichini oshirish yo'llari<sup>123</sup>

Fikrimizcha, kompaniya tomonidan yashil obligatsiyalarning chiqarilishi uning bozor kapitallashuvi darajasiga bevosita ta'sir qiluvchi kuchli moliyaviy instrument hisoblanib, bu qadam kelajakda yashil loyihalarni amalga oshirish uchun kapital jalb qilishning eng maqbul usuli sanaladi. Qolaversa, global ekologik muammolar sharoitida yashil “investorlar” ning investitsiya madaniyati o'zgarib, hozirda yashil loyihalar, yashil moliya va yashil iqtisodiyotga investitsiya kiritish, kompaniyaning barqarorlikka tomon bo'lgan harakati, SDG va ESG tamoyillarini o'z faoliyatiga joriy etgani dolzarflik nuqtai nazaridan eng yuqori darajaga chiqqan.

---

<sup>123</sup> Muallif ishlanmasi

Umuman olganda, yashil obligatsiya – joylashtirishdan tushgan tushum yoki unga teng miqdorda faqat tegishli yashil loyihalarni to‘liq yoki qisman moliyalashtirish va/yoki qayta moliyalashtirish uchun foydalaniladigan korporativ obligatsiya hisoblanadi.

Yashil obligatsiyalar zamonaviy moliyaviy instrumentlar toifasidan bo‘lib, u ekologik sof loyihalarni ilgari surish hamda an’anaviy ishlab chiqarish va iqtisodiy faoliyatning ekologiya uchun zararli ta’sirini yumshatishda muhim ahamiyatga ega. Yashil obligatsiyalarni emissiyasi an’anaviy obligatsiyalarni emissiyasida quyidagi o‘ziga xos xususiyatlar bilan ajralib turadi (3.1-jadval).

### 3.1-jadval

#### Yashil obligatsiyalarni emissiya qilishning o‘ziga xos xususiyatlari<sup>124</sup>

An’anaviy obligatsiyalarni chiqarish (A)	Yashil obligatsiyalarni chiqarish — qo‘shimcha bosqichlar (B)
<i>Emissiya qilishdan oldin</i> Baholash Emissiya paketini hajmi, valyutasi va daromadlarini hisoblash Andarrayterlarni tanlash Emissiya prospektini davlat ro‘yxatidan o‘tkazish Due diligence o‘tkazish Investorlar uchun Road Show o‘tkazish	<i>Emissiya qilishdan oldin</i> Yashil obligatsiyalarni tashkiliy tuzilmasini aniqlash Yashil obligatsiyalarni sotishdan keladigan daromadlarni qanday maqsadlarga ishlatishni belgilash Loyihalarni tanlash jarayonini boshlash Mablag‘lardan maqsadli foydalanish va daromadlarni taqsimlash Hisobot topshirish jarayonlarini tashkil etish Obligatsiyalarni chiqarishdan oldingi hisobotni ekspertizadan o‘tkazish
<b>Obligatsiyalarni muomalaga kiritish</b>	
<i>Emissiya qilishdan keyin</i> Ikkilamchi bozor faoliyatini qo‘llab-quvvatlash uchun obligatsiyani baholash va ajratish Kapital bozori bilan aloqa o‘rnatish Ikkilamchi bozorni kuzatib borish	<i>Emissiya qilishdan keyin</i> Daromadlarni loyihalarga taqsimlash Loyihalarni monitoring qilib borish Yashil obligatsiyalar emissiyasining ta’sir darajasi to‘g‘risida hisobot topshirish Agar lozim bo‘lsa, emissiyadan keyingi auditni o‘tkazish

Yuqoridagi jadvalda keltirilganidek yashil obligatsiyalarni emissiya qilish, korporativ obligatsiyalarni emissiya qilishga qaraganda ko‘proq tayyorgarlikni talab qiladi.

<sup>124</sup> Sandeep Bhattacharya. Demystifying green bonds. Climate Bonds Initiative. 2021

Hozirgi vaqtda yashil obligatsiyalarning to'rtta asosiy turi mavjud (3.2-rasm):

#### Standartlashtirilgan yashil obligatsiyalar

- Yashil obligatsiyalar tamoyillariga mos keladigan emitentga da'vo qo'ygan standartlashtirilgan qarz majburiyati

#### Daromadga bog'liq yashil obligatsiyalar

- Yashil obligatsiyalar tamoyillariga mos keladigan regress tartibida talab qilish huquqsiz qarz majburiyati, bunda kredit tavakkalchiligi daromadlar, yig'imlar, soliqlar va boshqalarning asosiy pul tushumlari bilan bog'liq bo'lib, undan tushgan mablag'lar bunday naqd pul tushumlari manbasiga bog'liq yoki bog'liq bo'lmagan holda yashil loyihalarga sarflanadi

#### Yashil loyihani moliyalashtirish obligatsiyalari

- emitentga murojaat qiladigan yoki murojaat qilmasdan, Yashil obligatsiyalar tamoyillariga mos keladigan, bir yoki bir nechta yashil loyihalarni moliyalashtirishga qaratilgan obligatsiyalar, bunda investor loyihalar bilan bog'liq risklarni o'z zimmasiga oladi

#### Yashil sekyuritizatsiya qilingan obligatsiyalar

- Yashil obligatsiyalar tamoyillariga mos keladigan bir yoki bir nechta yashil loyihalar bilan ta'minlangan obligatsiyalar, shu jumladan, lekin ular bilan cheklanmagan holda, kafolatlangan obligatsiyalar; aktivlar bilan ta'minlangan qimmatli qog'ozlar; ipoteka bilan ta'minlangan qimmatli qog'ozlar va boshqa vositalar

### 3.2-rasm. Yashil obligatsiyalarning turlari<sup>125</sup>

Shu o'rinda kompaniyaning loyihalari yashilligini belgilab beradigan normalar bormi degan savol tug'ilishi tabiiy. Xalqaro kapital bozori assotsiatsiyasi (ICMA, International Capital Market Association) tomonidan ishlab chiqilgan "Yashil obligatsiyalar tamoyillari (Green bonds principles)" ga ko'ra quyida yashil loyiha toifalarining tavsifi alohida tartibda keltirilgan:

- qayta tiklanadigan energiya (shu jumladan ishlab chiqarish, yetkazish, uskunalar, mahsulotlar);
- energiya samaradorligi (masalan, yangi va rekonstruksiya qilingan binolarda, energiyani saqlash, markazlashtirilgan issiqlik ta'minoti, aqlli tarmoqlar, jihozlar va mahsulotlarni joriy etish);
- ifloslanishning oldini olish va nazorat qilish (jumladan, zararli havo emissiyasini kamaytirish, issiqxona gazlarini nazorat qilish, tuproqni tiklash,

<sup>125</sup> ICMA. The Green Bond Principles (GBP) 2021.

chiqindilarni oldini olish, chiqindilarni kamaytirish, chiqindilarni qayta ishlash va energiyani samarali energiyaga aylantirish jarayonlari);

– barqaror tabiiy resurslarni boshqarish va yerdan foydalanish (shu jumladan barqaror qishloq xo‘jaligi; barqaror chorvachilik; iqlimga mos qishloq xo‘jaligi texnologiyalari; o‘simliklarni biologik himoya qilish yoki tomchilatib sug‘orish; barqaror baliqchilik va akvamadaniyat; barqaror o‘rmon xo‘jaligi, jumladan, o‘rmonlar barpo etish yoki qayta tiklash, tabiiy landshaftlarni saqlash yoki tiklash);

– quruqlik va suv biologik xilma-xilligini saqlash (shu jumladan qirg‘oq, dengiz va suv havzalari muhitini muhofaza qilish);

– toza transport (elektr, gibrid, jamoat, temir yo‘l, motorsiz, multimodal transport, toza avtomobil infratuzilmasi va chiqindilarni kamaytirish bo‘yicha faoliyat);

– suv va oqava suvlarni barqaror boshqarish (shu jumladan toza va/yoki ichimlik suvi uchun barqaror infratuzilma, oqava suvlarni tozalash, barqaror shahar drenaj tizimlari va toshqin oqibatlarini yumshatishning boshqa shakllari);

– iqlim o‘zgarishiga moslashish (shu jumladan, infratuzilmaning iqlim o‘zgarishi ta‘siriga chidamliligini oshirish sa‘y-harakatlari, shuningdek, iqlim o‘zgarishini kuzatish va erta ogohlantirish tizimlari kabi axborotni qo‘llab-quvvatlash tizimlari);

– aylanma iqtisodiyotga moslashtirilgan mahsulotlar, ishlab chiqarish texnologiyalari va jarayonlari (qayta ishlatiladigan, qayta ishlanadigan va qayta tiklanadigan materiallar, butlovchi qismlar va mahsulotlar; asboblari, xizmatlar va/yoki sertifikatlangan ekologik toza mahsulotlarni ishlab chiqish va joriy etish);

– mintaqaviy, milliy yoki xalqaro miqyosda tan olingan ekologik samaradorlik standartlari yoki sertifikatlariga javob beradigan yashil binolar.

Demak, yuqoridagilardan kelib chiqib qanday loyihalar yashil loyiha toifasiga kirishini aniqlab oldik.

Bizning nazarimizda O‘zmetkombinat AJ ning hozirgi iqtisodiy holatidan kelib chiqib amaliyotga yashil sekyuritizatsiya qilingan obligatsiyalar chiqarish maqsadga muvofiq hisoblanadi.

Xalqaro tajribada ABS – Asset Backed Securities – deb ataladigan moliyaviy instrumentlar mavjud bo‘lib, mazkur instrumentlarni emissiya qilish odatda kompaniya tomonidan nominal qiymatiga teng qiymatdagi ma’lum bir aktivni kafolat sifatida qo‘yishi bilan amalga oshiriladi.

Tadqiqot natijasida olingan natijalardan kelib chiqib, mazmunan ABS instrumentiga o‘xshash, biroq amaliyotda qo‘llanilishi bo‘yicha bir-biridan farq qiladigan yashil sekyuritizatsiyalangan obligatsiyalarni chiqarish investorlar e’tirofiga tushadigan hamda nafaqat mahalliy balki xalqaro arenalardan investorlarni jalb qilishga yordam beradigan vosita sifatida xizmat qiladi deb hisoblaymiz. O‘zmetkombinat AJ yaqin yillar ichida yashil loyihalarni ko‘paytirish harakatida bo‘lib, ulardan eng birinchisi “Quyish-prokat majmuasi” loyihasidir. Mazkur loyihani amalga oshirishda kompaniya investorlarning qarz mablag‘lariga tayanib, yashil sekyuritizatsiya qilingan obligatsiyalarni chiqarishi maqsadga muvofiq bo‘ladi.

“Quyish-prokat majmuasi” loyihasi nega aynan yashil loyiha hisoblanadi va nega sekyuritizatsiyalangan obligatsiyalar orqali moliyalashtiriladi degan savollar tug‘ilishi tabiiy.

Loyiha ishga tushgandan so‘ng uning bir qancha komponentlari yashil bo‘lishi rejalashtirilgan. Xususan, loyihaning energiya sarfi samaradorligi avtomatlashgan energiyani iste’mol qilish tizimlarini o‘rnatish evaziga oshirilishi, ishlab chiqarishda birlamchi tabiiy resurslardan foydalanishdan ko‘ra ikkilamchi metallolomdan foydalanishga urg‘u berilishi, ishlab chiqarishda ishlatiladigan suvni zamonaviy qayta ishlash va tozalash filtrlarining o‘rnatilishi shular jumlasidandir.

Mazkur instrument O‘zbekiston bozori uchun yangi instrument sifatida kirib kelsada, Toshkent respublika fond birjasining “Bond market” qismida savdolari amalga oshirilishi mumkin. Shuningdek, yashil sekyuritizatsiyalangan obligatsiyalarni emissiya qilishning asosiy sharti kompaniya tomonidan ularni nima bilan kafolatlanganligini ochiqdash hisoblanadi. Odatda bunday instrumentlar qaysi loyiha uchun emissiya qilingan bo‘lsa, o‘sha loyihadan keladigan foydadan investorlarga ajratiladi.

3.2-jadval

O‘zmetkombinat AJ ning yashil sekyuritizatsiyalangan obligatsiyalar orqali amalga oshirilishi rejalashtirilgan  
“Quyish-prokat majmuasi” loyihasining prognoz iqtisodiy ko‘rsatkichlari<sup>126</sup>

ming yevroda

Ko‘rsatkichlar	Jami	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Mahsulot sotishdan tushgan tushumlar	9 462 165	373 585	688 714	766 999	765 139	763 081	763 081
QQS (tushumlardan)	939 958	40 027	70 569	77 668	76 180	75 057	75 057
Sof tushum	8 522 208	333 558	618 146	689 331	688 959	688 024	688 024
Ishlab chiqarish tannarxi	6 917 577	298 088	506 307	554 886	555 530	555 530	555 530
Yalpi foyda	1 604 631	35 470	111 839	134 445	133 430	132 494	132 494
Mahsulotni sotish xarajatlari	22 615	784	1 550	1 763	1 818	1 856	1 856
Ma’muriy xarajatlar	12 142	788	946	946	946	946	946
Boshqa operatsion xarajatlar	11 944	809	1 008	1 058	1 058	1 057	1 057
Soliqlar	158 879	10 971	13 045	12 914	12 783	12 653	12 522
Operatsion faoliyatdan olingan foyda	1 399 052	22 118	95 289	117 764	116 824	115 983	116 114
Moliyaviy faoliyat bilan bog‘liq xarajatlar	97 926	10 675	21 100	18 113	14 874	11 552	8 935
Foyda solig‘idan oldingi foyda	1 301 125	11 443	74 190	99 650	101 950	104 430	107 178
Foyda solig‘i	195 169	1 716	11 128	14 948	15 293	15 665	16 077
Sof soyda	1 105 957	9 727	63 061	84 703	86 658	88 766	91 102
EBITDA	1 656 575	38 645	115 122	137 596	136 656	135 815	135 946
Rentabellik koeffitsiyentlari (%)							
Yalpi foyda/Jami tushum	19%	11%	18%	20%	19%	19%	19%
Sof foyda/Jami tushum	13%	3%	10%	12%	13%	13%	13%
EBITDA/Jami tushum	19%	12%	19%	20%	20%	20%	20%

<sup>126</sup> Muallif ishlanmasi

O‘zmetkombinat AJ misolida qaraydigan bo‘lsak, kompaniya tomonidan amalga oshirilishi rejalashtirilgan “Quyish-prokat majmuasi” loyihasi yashil sekyuritizatsiyalangan obligatsiyalarni emissiya qilish orqali moliyalashtirilganda quyidagi prognoz ko‘rsatkichlarni qayd etishi nazarda tutilgan (3.2-jadval).

3.2-jadval ma’lumotlaridan ko‘rinib turibdiki, ishlab chiqilgan prognoz ko‘rsatkichlari kompaniyaning yangi ishga tushirilishi rejalashtirilgan majmuaning ishlab chiqarish parametrlari bilan bog‘liq bo‘lib, mazkur parametrlar kompaniyaning majmua bo‘yicha tayyorlangan biznes-planidan olingan.

Mazkur jarayonda ishlab chiqarish va moliyaviy ko‘rsatkichlar prognoz ko‘rsatkichlarga yetib borishi yoki bormasligi bilan bir qatorda kompaniyaning yashil loyihani amalga oshirish uchun sekyuritizatsiyalangan obligatsiyalarni chiqarishi bilan bog‘liq majburiyatlarni to‘liq va o‘z vaqtida amalga oshirishi juda muhim o‘rin tutadi.

O‘zmetkombinat AJ tomonidan amalga oshirilayotgan “Quyish-prokat majmuasi” loyihasining umumiy qiymati dastlabki hisob-kitoblarga ko‘ra 800 million AQSh dollarini tashkil etib, asosiy qismi O‘zbekiston hukumati nomidan xalqaro birjalarda yevrobondlar chiqarish orqali jalb qilingan mablag‘larni banklarning sindikatlashgan kredit liniyasi orqali moliyalashtirilayotgan bo‘lsa, 50 million AQSh miqdoridagi mablag‘lar esa aynan yashil sekyuritizatsiyalangan obligatsiyalarni emissiya qilish orqali xalqaro birjalardan jalb qilinishi maqsadga muvofiq.

Yashil obligatsiyalar xalqaro birjalarda ESG-investorlar tomonidan talabgir bo‘lgani uchun ular bo‘yicha kupon stavkasi odatda korporativ obligatsiyalarning kupon stavkasidan pastroq bo‘ladi. Xususan, yashil obligatsiyalarning kupon stavkalari xalqaro hamjamiyatda “greenium” deb atalib, ular korporativ obligatsiyalarning kupon stavkalaridan 0-2 bazis foizga kamroq to‘lanadi.<sup>127</sup> Shundan kelib chiqib, biz yuqorida keltirilgan summaga obligatsiyalar chiqarilganda ular bo‘yicha daromadlar prognozini va qoplanish muddatini hisoblab chiqdik.

---

<sup>127</sup> MSCI. Have corporate green bonds offered lower yields? <https://www.msci.com/www/blog-posts/have-corporate-green-bonds/01738309960>

Kompaniya tomonidan emissiya qilinishi kerak bo'lgan yashil sekyuritizatsiyalangan obligatsiyalarning har biri 1000 AQSh dollari bo'lib, ularning jami soni 50 mingta va umumiy qiymati 50 million AQSh dollarini tashkil etadi. Mazkur emissiyadan investorlar oladigan kupon daromad va uning rentabelligi quyidagicha hisoblangan:

$$\text{Kupon daromad} = \text{Sof foyda} \times \text{Belgilangan foiz} = \text{Sof foyda} \times 0,055\%$$

$$\text{Kupon daromadning rentabelligi (\%)} = (\text{Kupon daromad} / \text{Obligatsiyaning qiymati}) \times 100$$

Demak, yuqorida keltirilgan formulalar asosida emissiya qilinishi rejalashtirilgan yashil sekyuritizatsiyalangan obligatsiyalarning kupon daromadligi va rentabelligining 2030-yilga qadar prognoz ko'rsatkichlari quyidagi ko'rinishda bo'ladi (3.3-jadval):

### 3.3-jadval

#### Yashil sekyuritizatsiyalangan obligatsiyalarni chiqarishdan keladigan daromad va uning rentabelligi<sup>128</sup>

Yil	Sof foyda	Obiligatsiyadan keladigan foyda	Kupon daromadning rentabelligi (%)
2026	63 061	3 468,36	0,441%
2027	84 703	4 658,67	0,593%
2028	86 658	4 766,19	0,607%
2029	88 766	4 882,13	0,621%
2030	91 102	5 010,61	0,638%

Yuqoridagi jadval ma'lumotlaridan kelib chiqqan holda shuni aytish mumkinki, kompaniya 2030-yilga qadar chiqargan 5 yillik yashil sekyuritizatsiyalangan obligatsiyalarini qoplash muddati kelganda kompaniyaning

<sup>128</sup> Muallif ishlanmasi

investorlar oldidagi jami qarzdorligi 50 million 15 ming AQSh dollari atrofida bo‘ladi.

Kompaniyaning investitsiyaviy jozibadorligi ta’sir qiluvchi yana bir omillardan biri bu aksiyalarga bo‘lgan talab va taklif o‘rtasidagi spread bo‘lib, u qanchalik kichik bo‘lsa, investorlarning kompaniya aksiyasiga bo‘lgan qiziqishi shunchalik kuchli bo‘ladi.

Nazariy jihatdan yondashadigan bo‘lsak, spread to‘liq shaklda “bid-ask spread” deb atalib, u fond bozoridagi sotib olish va sotish o‘rtasidagi farqni anglatadi. Spreadni qisqartirish bozor va kompaniya aksiyalari likvidligining muhim ko‘rsatkichi hisoblanadi va u quyidagi formula orqali aniqlanadi:

$$\text{Spread} = \text{Ask (Sell, sotish narxi)} - \text{Bid (Buy, sotib olish narxi)}$$

Spreadning kichikligi (torligi) investorlar, ayniqsa, millionlab dollarda investitsiya qiladigan institutsional investorlarning sotib olish va sotish narxi o‘rtasidagi farqdan kamroq pul yo‘qotishni anglatadi. Misol uchun, aytaylik ma’lum bir institutsional investor 1 milliard so‘mga qaysidir kompaniyaning aksiyalarini sotib oldi. Agar spreadning ko‘rsatkichi 1 foiz bo‘ladigan bo‘lsa, unda investorning xarajatlari 10 million so‘mga, spread 0,2 foiz bo‘lsa, 2 million so‘mga teng bo‘ladi. Mazkur qarash yanada tushunarli bo‘lishi uchun uni quyidagi misolda tahlil qilamiz:

Aytaylik, aktsiya sotilmoqda:

**Bid (sotib olish narxi) = \$99**

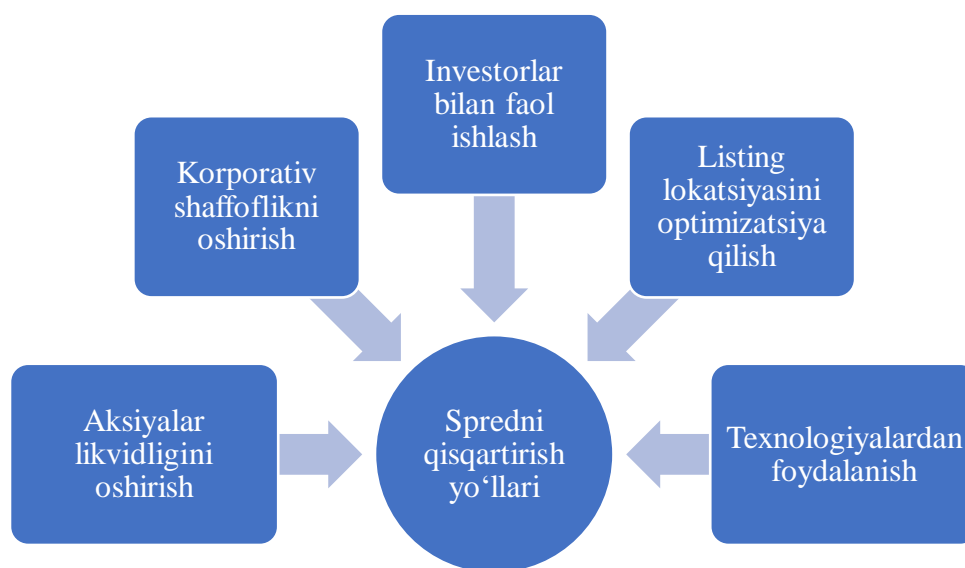
**Ask (sotish narxi) = \$101**

**→ Spread = \$2**

Agar investor mazkur aksiyani sotib olsa va keyin darhol sotsa, u avtomatik ravishda har bir aksiya uchun 2 dollar yo‘qotadi. Agar investor 10 000 ta aksiya sotib olsa → xarajat = 20 000 dollar bo‘ladi. Agar spread \$0,20 bo‘lsa → xarajatlari = \$2,000 bo‘ladi.

Spreadning yuqoriligi bozorda aksiyalarning likvidlik ko‘rsatkichi past ekanligini anglatadi. Buning natijasida sotib olish va sotish narxi o‘rtasidagi spreadi yuqori bo‘lgan aksiyalar investorlar uchun jozibadorlik nuqtai nazaridan eng past jozibador fond bozori instrumentiga aylanadi.

Amaliyotda spreadni qisqartirishga bevosita ta'sir qiluvchi bir qancha usullar mavjud bo'lib, kompaniya iqtisodiy va bozor holatiga qarab o'ziga ma'qul yo'lni tanlaydi (3.3-rasm).



### 3.3-rasm. Sotib olish va sotish narxi o'rtasidagi farq (spread)ni qisqartirish yo'llari<sup>129</sup>

Yuqorida keltirilgan rasimga asosan xulosa qiladigan bo'lsak, kompaniyalar fond bozorida spreadni qisqartirish maqsadida bevosita va bilvosita ta'sir choralari orqali bu ko'rsatkichni korxonani ixtiyoridan kelib chiqib o'zgartirish imkoniyatiga ega. Quyida yuqoridagi rasmda keltirilgan har bir ta'sir chorasi haqida to'xtalib o'tamiz.

Asosiy usullardan biri market-meykerlarni, ya'ni barqaror kotirovkalarni saqlaydigan yirik moliya institutlarini jalb qilish, sotib olish va sotish narxlari o'rtasidagi farqni kamaytirish orqali aksiyalarning likvidligini oshirishdir. Masalan, Tesla va Apple kabi kompaniyalar birjaning buyurtmalar kitobida (Open book) buyurtmalar doimo mavjudligini ta'minlash uchun investitsiya banklari (Citadel Securities, Goldman Sachs) bilan hamkorlik qiladi. Bundan tashqari, aksiyalarning bo'linishi (stock split) qimmatli qog'ozlarni chakana investorlar uchun qulayroq qiladi. Bunga yorqin misol sifatida 2020-yilda Apple aksiyalari bo'linishidan so'ng, spread 15 foizga qisqarganini va likvidlik sezilarli darajada oshganini keltirish mumkin.<sup>130</sup>

<sup>129</sup> Muallif ishlanmasi

<sup>130</sup> Apple stock split 2020: what you need to know.

Yaxshilangan korporativ shaffoflik spreadning qisqarishiga ta'sir qiluvchi yana bir muhim omil hisoblanadi. Moliyaviy hisobotlarni muntazam nashr etadigan, investorlar uchun veb-seminarlarni o'tkazadigan va moliyaviy bo'lmagan ma'lumotlarni (ESG ko'rsatkichlari, korporativ boshqaruv ko'rsatkichlari) oshkor qiladigan kompaniyalar axborot assimetriyasini kamaytiradi va shu bilan bozor ishonchini oshiradi. ESG hisobotlarini oshkor qilish barqaror investitsiya fondlarini jalb qiladi, ular odatda uzoq muddatli investorlar sifatida ishlaydi va aksiya bahosini barqarorlashtiradi.

Investorlar bilan faol ishlash (Investor Relations, IR) ham spreadni boshqarishda asosiy rol o'ynaydi. IPO oldidan ko'plab kompaniyalar roudshou (Roadshow) - institutsional investorlar uchun o'zlarining aksiyalariga oldindan talabni shakllantirish uchun bir qator taqdimotlar o'tkazadi. Investorlar bilan faol ishlashda yana bir samarali vosita - bu aksiyalarni qaytarib sotib olish (buyback) bo'lib, bu nafaqat narxni qo'llab-quvvatlaydi, balki volatillikni ham kamaytiradi. Qayta sotib olish uchun o'nlab milliard dollar sarflaydigan Apple, bunday siyosat qanday qilib kotirovkalarni barqarorlashtirishi va spreadni kamaytirishi mumkinligini ko'rsatadi.<sup>131</sup>

Listing lokatsiyasini optimallashtirish likvidlikni oshirish va spreadlarni qisqartirishning yana bir usuli hisoblanadi. Ko'pgina kompaniyalar o'z aksiyalarini bir nechta birjalarda (masalan, Alibaba kompaniyasi NYSE va HKEXda listingdan o'tgan) ro'yxatga kiritib, cross-listingni tanlashadi va ushbu harakat bilan investorlar bazasini kengaytiradi hamda narxlarni barqarorlashtirish uchun arbitraj (P2P) imkoniyatlarini beradi. Ko'proq likvidli birjalarga chiqish rivojlanayotgan bozor kompaniyalari orasida ham keng tarqalgan trend bo'lib, masalan, Xitoyning NIO kompaniyasi asosiy listingini NYSEdan HKEX va SGXga kabi yuqori sur'atlarda rivojlanayotgan va investorlar soniga ko'ra katta ko'rsatkichlarga ega bo'lgan birjalarga ko'chirgan va bu kompaniya aksiyalari likvidligini sezilarli darajada yaxshilagan.<sup>132</sup>

---

<sup>131</sup> Is Apple Inc. (AAPL) Buying Back Its Stock in 2025? <https://finance.yahoo.com/news/apple-inc-aapl-buying-back-144034309.html>

<sup>132</sup> Transfer of NIO shares from NYSE to SGX/HKSE.

Zamonaviy texnologiyalardan foydalanish kichik spread uchun kurashda muhim element hisoblanadi. Algoritmik savdo (HFT) bozor kon'yunkturasidagi o'zgarishlarga bir zumda javob berib, likvidlikni avtomatik saqlash imkonini beradi. Virtu va Jump Trading kabi kompaniyalar yuqori chastotali savdoga ixtisoslashgan bo'lib, doimiy buyurtmalar oqimini ta'minlash orqali spreadni qisqartiradi.<sup>133</sup>

Shunday bo'lsada, spreadni qisqartirishning eng sodda va amalga oshirish imkoniyati yuqoriroq yo'li bu – free float, ya'ni savdoga chiqarilgan aksiyalar ulushini oshirishdir. Free floatning tarjimai kompaniyaning erkin muomaladagi aksiyalar soni bo'lib, free float kompaniyaning ochiq sotilishi mumkin bo'lgan va cheklanmagan aksiyalariga ishora qiladi. Free floatning oshirilishi kompaniya aksiyasi spreadiga quyidagicha ta'sir qiladi (3.4-jadval):

### 3.4-jadval

#### Free floatni oshirishning kompaniya aksiyalari spreadiga ta'siri<sup>134</sup>

Parametr	Free float kichik bo'lganda	Free float katta bo'lganda
Sotib olish uchun aksiyalarning mavjudligi	Past	Yuqori
Savdo hajmi	Chakana	Yirik hajmda
Volatillik	Yuqori	Pastroq
Institutsional investorlarning ishtiroki	Cheklangan	Cheklanmagan
Bid-Ask Spread	Kengayadi (oshadi)	Torayadi (qisqaradi)

Demak, yuqoridagilardan kelib chiqib xulosa qiladigan bo'lsak free floatni oshirish kompaniya uchun spreadni qisqartirish va buning natijasida kompaniyaning investitsiyaviy jozibadorligini oshirish imkonini beradi.

[https://www.reddit.com/r/Nio/comments/ux380h/transfer\\_of\\_nio\\_shares\\_from\\_nyse\\_to\\_sgxhkse/?rdt=40965](https://www.reddit.com/r/Nio/comments/ux380h/transfer_of_nio_shares_from_nyse_to_sgxhkse/?rdt=40965)

<sup>133</sup> Что такое высокочастотный трейдинг? Все, что вам нужно знать. <https://tradersunion.com/ru/interesting-articles/hft-trading/>

<sup>134</sup> Muallif ishlanmasi

Umuman olganda dunyo mamlakatlarida free float qancha bo‘lish kerak deganda mamlakatlar va ulardagi birjalarning listing talablaridan kelib chiqqan holda turli xil yondashuvlar mavjud (3.5-jadval):

3.5-jadval

**Free floatning chegaraviy qiymatlari (ba’zi davlatlar kesimida)<sup>135</sup>**

<b>Davlat / Birja</b>	<b>Free floatning chegaraviy qiymati (%)</b>	<b>Izoh</b>
AQSh / NYSE, NASDAQ	10–25%	Talablar listing turiga va kompaniyaning kapitallashuviga qarab farqlanadi. Misol uchun, standart NASDAQ listingi kamida 45 million dollarlik bozor qiymatiga ega bo‘lgan kamida 1 250 000 ta ommaviy sotiladigan aksiyalarni talab qiladi.
Buyuk Britaniya / LSE	25%	Asosiy bozor (Main Market) uchun majburiy talab.
Yaponiya / TSE	35%	Birinchi sektor uchun (Prime Market); boshqa tarmoqlar uchun talablar yumshoqroq.
Singapur / SGX	12%	Minimal 12% yoki 100 million Singapur dollari erkin muomalada bo‘lishi kerak.
Koreya Respublikasi / KRX	5–10%	Sektor va kompaniya hajmiga bog‘liq.
Turkiya / Borsa Istanbul	5%	Asosiy bozorda listing uchun kamida 5%.
Rossiya Federatsiyasi / Moskva birjasi	10% (1-daraja), 5% (2-daraja)	2025-yil 1-apreldan listingning 2-darajasi uchun free floatning chegaraviy qiymati 5% ni tashkil qiladi.
O‘zbekiston / TRSE	15%	Listing kategoriyalariga ko‘ra farq qiladi, Premium kategoriya uchun 15%.

Yuqoridagi jadval ma’lumotlarida keltirilganidek, hozirgi kunda free floatga oid qoidalar qonunchilik normalarida ham keltirilgan bo‘lib, asosan kompaniyalarni listingga kiritishda va listingda saqlashda qo‘llaniladi. Nizomga ko‘ra kompaniya

<sup>135</sup> Muallif ishlanmasi

Toshkent RFBning “Premium” listing kategoriyasiga kirmoqchi bo‘lsa, birjaga kamida jami emissiya qilingan aksiyalarning 15 foizidan kam bo‘lmagan miqdorini free float uchun chiqarishi talab etiladi.<sup>136</sup>

Demak, free floatni ko‘paytirish kompaniyaning aksiyasining sotib olish va sotish narxi o‘rtasidagi spreadni qisqartirishga yordam beradigan eng asosiy usullardan biri ekan. Shundan kelib chiqib, tadqiqot ishining yana bir ilmiy yangiligi sifatida investitsiyaviy jozibadorlikni oshirishga ta‘sir qiluvchi omillardan biri – spreadni qisqartirishda free float va IPO mexanizmlarining yig‘indisidan foydalangan holda kompaniyaning fond birjasida erkin savdoda bo‘lgan ulushini ko‘paytirish yo‘lini taklif etdik. Shuningdek, investor uchun bu jarayonda spreadning hozirgi ko‘rsatkichi va aksiyalarning likvidlidi qiziq bo‘lgani uchun ularni ham taklif etilayotgan hisoblash formulamizda aks ettirishga harakat qildik:

$$IA_i = FF_A + FF_{IPO} + LQ - S$$

Bu yerda,

$IA_i$  – investitsiyaviy jozibadorlik indeksi;

$FF_A$  – free float ko‘rsatkichining amaldagi miqdori (foizda);

$FF_{IPO}$  – IPOga chiqarilgan aksiyalar hajmi (foizda);

$LQ$  – kompaniya aksiyalarining likvidlik darajasi;

$S$  – amaldagi spread ko‘rsatkichi.

Likvidlikni mazkur formulaga qo‘shishdan maqsad free floatda 10% erkin savdo qilinayotgan aksiyalar mavjud bo‘lsa ham, lekin aksiya bo‘yicha savdo haftada bir marta 5 million so‘mga amalga oshirilsa, mazkur aksiya likvid bo‘lmaydi va bunday aksiyalarga investorlar investitsiya kiritmaydi. Shunday qilib, yuqori likvidlik bu ko‘proq ishonch va yuqori investitsion jozibadorlikni anglatadi.

Free Float (FF) bozor likvidligi va shaffofligida muhim rol o‘ynab, investorlarni jalb qilishning kuchli instrumenti hisoblanadi. Erkin muomaladagi aksiyalarning ulushi qanchalik yuqori bo‘lsa, investorlar uchun aksiyalarni sotib olish va sotish osonroq bo‘ladi. O‘z navbatida bu investitsiyaviy risklarni

---

<sup>136</sup> АО РФБ «Ташкент». Протокол №1 от 09.07.2020г. Положение о биржевом котировальном листе Республканской фондовой биржи «Ташкент»

kamaytiradi va kompaniyaning bozor qiymatini oshiradi. Davlat ulushining bir qismini IPO orqali bozorga kiritish esa erkin muomaladagi aksiyalar ulushini va aksiyalarning jozibadorligini oshirib, likvidlikni yaxshilashga xizmat qiladi.

Likvidlik (LQ) to'g'ridan-to'g'ri investorlarning katta yo'qotishlarga duchor bo'lmagan holda pozitsiyalarga kirishi va chiqish qobiliyatiga ta'sir qiladi. Likvidlik qanchalik yuqori bo'lsa, adolatli bozor bahosida bitimni amalga oshirish osonroq bo'ladi.

Sotib olish va sotish narxi o'rtasidagi farq - spread (S) tranzaksiya xarajatlariga ta'sir qiladi. Tor spread tranzaksiya xarajatlarini kamaytirishi sababli kompaniya barqarorligi va investorlar uchun jozibadorligining ko'rsatkichidir.

Ma'lumki O'zmetkombinat AJ ning 93 foiz ulushi davlatga tegishli bo'lib, faqatgina 7 foiz oddiy aksiyalar jismoniy va yuridik shaxslar ixtiyorida hisoblanadi. Shunga ko'ra, kompaniyaning Free Float ko'rsatkichi hozirgi kunda 41 555 097 ta oddiy aksiyalarni tashkil qiladi. Mazkur sonni bozor kapitallashuv darajasiga bo'lib hisoblaydigan bo'lsak, likvidlik ko'rsatkichi quyidagicha bo'ladi:

$$LQ = \frac{\textit{O'rtacha kunlik savdo hajmi}}{\textit{Bozor kapitallashuvi}} = \frac{2170 \times 4088}{169877236536} \approx 0,000052$$

Yuqoridagi formuladan kelib chiqadiki, kompaniya aksiyalarining likvidlik darajasi juda past. Kompaniya tomonidan davlat ulushini IPOga chiqarish ushbu ko'rsatkichni biroz yaxshilab, investorlarning kompaniyaga bo'lgan qiziqishini oshiradi.

Endi kompaniyaning IPOga chiqqandan keyingi holatini yuqoridagi formula asosida hisoblab, ko'rsatkichlar prognozini ishlab chiqamiz:

Shunda, likvidlik darajasi quyidagicha bo'ladi:

$$LQ_i = \frac{8870960}{169877236536} \approx 0,000052$$

va IPO dan keyingi holat:

$$LQ_{IPO} = 0,000052 \times 2 = 0,000104$$

Tadqiqotlarga ko‘ra aksiyalarning likvidlik ko‘rsatkichi IPOdan keyin odatda 1,8-3,5 martaga oshishi kuzatilgani bois, biz eng minimal holatda natija qanday bo‘lishini hisobladik.<sup>137</sup>

Mazkur holatda spred quyidagicha bo‘ladi:

$$S_i = \frac{4200 - 4140}{4200} \times 100\% \approx 1,43\%$$

va IPO dan keyingi holat:

$$S_{IPO} = 1,43\% \times 0,6 = 0,86\%$$

Xorijiy tadqiqotlarga ko‘ra aksiyaning spreadi odatda IPOdan keyin bozorni volatilligi hisobiga 40 % gacha qisqarishi kuzatiladi.<sup>138</sup> Shunga ko‘ra yuqoridagi hisob-kitoblarga aksiya spreadi IPOdan keyin 40% ga yoki 0.6 punktga tushganda degan faraz bilan yondashilgan.

### 3.6-jadval

#### Investitsiyaviy jozibadorlikning hozirgi aktual va IPOdan keyingi prognoz ko‘rsatkichlari<sup>139</sup>

Ko‘rsatkichlar	Qiymati
O‘rtacha kunlik savdo hajmi, IPOdan oldin (so‘mda)	8 870 960 so‘m
O‘rtacha kunlik savdo hajmi, IPOdan keyin (so‘mda)	26 612 880 so‘m
Likvidlik, IPOdan oldin	0,000052
Likvidlik, IPOdan keyin	0,000104
Spred, IPOdan oldin	1,43%
Spred, IPOdan keyin	0,86%
Investitsiyaviy jozibadorlik, IPOdan oldin (IP)	5,57
Investitsiyaviy jozibadorlik, IPOdan keyin (IP)	14,64
Investitsiyaviy jozibadorlik ko‘rsatkichining o‘zgarishi	+ 9,07 punkt

Kompaniyaning investitsiyaviy jozibadorlik indeksini hisoblashning taklif etilgan formula yordamida IPOdan oldingi va keyingi davrni hisoblab chiqsak quyidagi natijalarga ega bo‘lamiz:

<sup>137</sup> Xu, Tianxiang & Zhao, Yujie. (2014). An empirical study of IPO underpricing: Evidence from Chinese stock market. *Corporate Ownership and Control*. 12. 139-154. 10.22495/cocv12i1p10.

<sup>138</sup> Gao, Wei, Lily Yuanzhi Li, and Hongda Zhong. "Bigger pie, bigger slice: Liquidity value and IPO underpricing." *Fox School of Business Research Paper* (2019)

<sup>139</sup> Muallif ishlanmasi

$$IA_i = 7 + 0,000052 - 1,43 = 5,57$$

va IPO dan keyingi holat:

$$IA_i = 15,5 + 0,000104 - 0,86 = 14,64$$

Umuman olganda, mazkur yondashuv asosida biz quyidagi prognoz natijalarni ishlab chiqdik (3.6-jadval):

Shundan kelib chiqadiki, kompaniyaning IPOsi free floatni oshirishi, spreadni qisqartirishi va likvidlikni yaxshilashi bilan birga kompaniyaning investitsiyaviy jozibadorligini ham yaxshilashga xizmat qiladi.

### **3.2. Optimal dividend siyosati – investitsiyaviy jozibadorlikni oshiruvchi instrument sifatida**

Barchamizga ma'lumki, investorlar kompaniya aksiyalaridan asosan ikki xil ko'rinishda daromad olishlari mumkin:<sup>140</sup>

1. Dividendlar ko'rinishidagi daromadlar;
2. Spekulyativ daromad.

Spekulyativ daromadda investorlar aksiyani arzonroq narxda sotib olish va qimmatroq narxda sotish asosida daromad ko'radi. Bunga bir necha daqiqa, soatlar, kunlar va hatto yillar ham ketishi mumkin.

Dividend aksiyadorning aksiyadorlik jamiyati olgan foydada ishtirok etish huquqini amalga oshirish shakli sifatida ishlaydi. Dividendlar asosida daromad ko'rish esa avvalo aksiyaning turiga bog'liq bo'lib, oddiy aksiya egalari ko'pincha uzoq yillar davomida dividend olishmaydi.

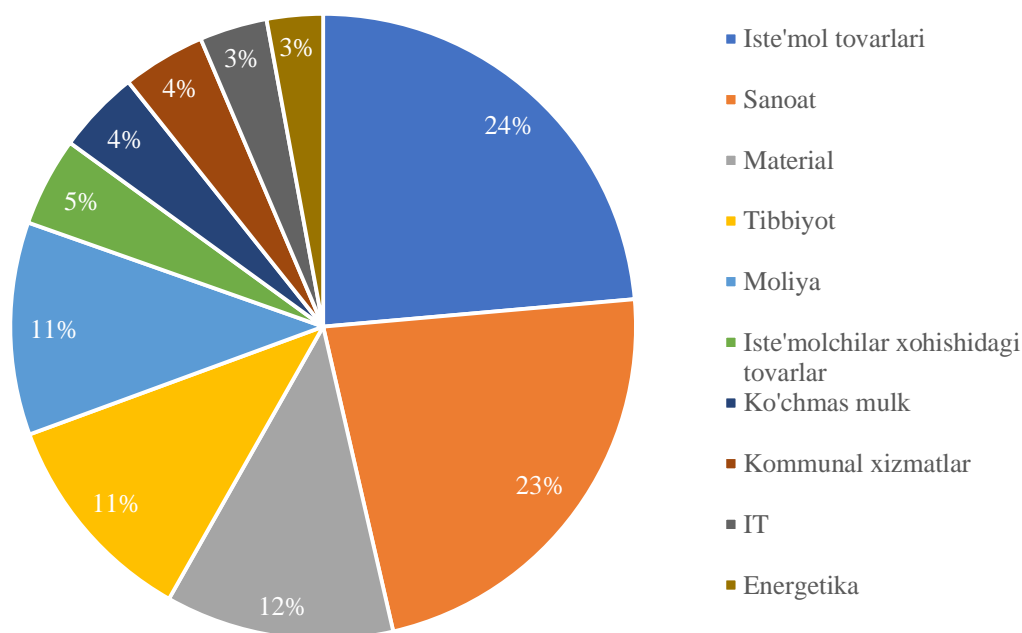
Shu sababdan dividendlarni muntazam to'lamaydigan kompaniyalarning aksiyalarining narxi bozorda tushib ketish ehtimoli yuqori bo'ladi.

Xalqaro amaliyotda "dividend aristokratlari" degan maqomni olgan kompaniyalar mavjud bo'lib, ularning aksiyalari bozorda "bluechips" deb ataladi va

---

<sup>140</sup> Stocks: What They Are, Main Types, How They Differ From Bonds.  
<https://www.investopedia.com/terms/s/stock.asp#:~:text=How%20Can%20You%20Earn%20Income,through%20dividends%20and%20capital%20appreciation.>

bunday kompaniyalar investorlar e'tirofida jozibador kompaniyalar hisoblanadi.<sup>141</sup> Quyida dividend aristokratlarining sektorlar kesimida taqsimlanishi keltirilgan (3.4-rasm).



**3.4-rasm. Dividend aristokratlarining tarmoqlar kesimidagi ulushi<sup>142</sup>**

3.4-rasm ma'lumotlaridan shuni anglash mumkinki, demak, iste'mol tovarlari ishlab chiqaruvchi kompaniyalar investorlarga dividendlarni eng ko'p beradigan kompaniyalar hisoblanadi.

Jadval ma'lumotlaridan ko'rib turganimizdek, dunyoning top kompaniyalari ham dividend siyosatiga juda katta e'tibor qaratishadi.

Dividendlarni to'lash shartlari va tartibi, shuningdek ularning miqdori tashkilot tomonidan olib boriladigan dividend siyosati bilan belgilanadi. Shu munosabat bilan dividend siyosati aksiyadorlik jamiyatlari faoliyatida tobora muhim ahamiyat kasb etib, moliyani boshqarish, tadbirkorlik amaliyotida va moliya sohasidagi ilmiy tadqiqotlarda o'z ifodasini topmoqda.

Dividend siyosati nazariyalari oldiga qo'yiladigan asosiy savollar quyidagilardan iborat: dividend to'lovlari kompaniyaning bozor qiymatiga ta'sir qiladimi va yuqori dividendlar to'laydigan kompaniyalarning investitsiyaviy

<sup>141</sup> 2025 Dividend Aristocrats List. <https://www.suredividend.com/dividend-aristocrats-list/>

<sup>142</sup> Yuqoridagi iqtibosga qarang.

jozibadorligi yuqori bo‘ladimi? Aynan shu muammoning murakkabligi va ko‘p qirraliligi tufayli R.Breyli va S.Mayers foydani taqsimlash masalasini, xususan, dividend siyosatini moliya nazariyasining eng muhim va to‘liq hal etilmagan o‘nta muammolari qatoriga kiritdilar.<sup>143</sup> Bu savollar bugungi kungacha qizg‘in ilmiy munozaralar va amaliy muhokamalar mavzusi bo‘lib qolmoqda.

### 3.7-jadval

#### Dividend aristokratlari (2024 yil yakunlariga ko‘ra)<sup>144</sup>

Kompaniya	Kompaniya tikeri	Dividend daromadliligi (%)	Yillik dividend (bir dona aksiyaga)
Altria Group	MO	7,07 %	\$4,08
Stanley Black & Decker	SWK	5,76 %	\$3,28
Procter & Gamble	PG	4,99 %	\$4,22
Target	TGT	4,95 %	\$4,48
Coca-Cola	KO	4,91 %	\$2,04
T. Rowe Price Group	TROW	4,71 %	\$5,08
Walmart	WMT	4,21 %	\$0,94
AbbVie	ABBV	3,71 %	\$6,56
Johnson & Johnson	JNJ	3,21 %	\$4,96
Exxon Mobil	XOM	3,56 %	\$3,96

Tarixan dividendlar nazariyasi bir necha yo‘nalishda rivojlangan. Birinchi asosiy konsepsiya Modigliani va Miller tomonidan taklif qilingan dividend betarafli nazariyasi hisoblanadi.<sup>145</sup> Ushbu nazariyaga ko‘ra, aksiyadorlarning boyligi, birinchi navbatda, kompaniyaning foyda olish qobiliyati bilan belgilanadi va ko‘proq foydani taqsimlash tartibiga emas, balki investitsiya siyosatining

<sup>143</sup> Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов.- М.: Олимп-Бизнес,2012.

<sup>144</sup> 2025 Dividend Aristocrats List. <https://www.suredividend.com/dividend-aristocrats-list/>

<sup>145</sup> Modigliani, F. & Miller, M. H. (1961). "Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares." Journal of Business, Vol. 34, No. 4, pp. 411–433.

samaradorligiga bog‘liq bo‘lib, mukammal bozor sharoitida (soliqlar, tranzaksiya xarajatlari va axborot assimetriyasiz) kompaniyaning dividend siyosati uning bozor qiymatiga ta’sir qilmaydi. Boshqacha qilib aytganda, dividend siyosati kompaniyaning bozor qiymatiga ta’sir qilmaydi va dividendlar qoldiq asosda - barcha maqbul investitsiya loyihalarini moliyalashdan keyin to‘lanishi kerakligi ta’kidlanadi. Investorlar daromadni dividendlar orqali olishlari yoki aksiyalar narxini oshirish orqali olishlari muhim emas. Bu nazariya hozirga qadar ilmiy munozaralarga sabab bo‘lib, mazkur qarash faqatgina ideal bozor sharoitida amal qilishi keltirilgan. Ammo hozirgi dunyo real bozori haqiqatlar yashiringan bozor hisoblanadi.

Dividend siyosati kompaniyaning investitsion jozibadorligini boshqarishning asosiy mexanizmlaridan biri hisoblanadi. Nazariy va empirik adabiyotlarda dividendlar nafaqat foydani taqsimlash mexanizmi, balki investorlar uchun kelajakdagi umidlar, daromadlar barqarorligi va boshqaruv intizomi to‘g‘risida signal beruvchi funktsiya sifatida ham xizmat qilishi ta’kidlanadi.

Dividend siyosatiga oid yana bir muhim yondashuvlardan biri - bu dividend imtiyozlari nazariyasi bo‘lib, unga ko‘ra investorlar qimmatli qog‘ozlar narxining kelajakdagi o‘shishi bilan solishtirganda daromadning ishonchli manbai sifatida joriy dividendlarni afzal ko‘rishadi.<sup>146</sup> Myron Gordon va Jon Lintner Modigliani va Miller tomonidan taklif qilingan dividend siyosatining mustaqilligi nazariyasini tanqid qilib, o‘z ishlarida dividend siyosati muhim rol o‘ynashini va aksiyadorlarning umumiy boyligi miqdoriga ta’sir qilishini ta’kidladilar. Ularning nazariyasiga ko‘ra, investorlar moliyaviy risklarni minimallashtirishga intiladi va qoida tariqasida, aksiyalarni sotish orqali olinishi mumkin bo‘lgan kelajakdagi noaniq daromaddan ko‘ra joriy dividend to‘lovlarini afzal ko‘radi.

Gordan va Lintnerning fikricha, joriy dividendlar noaniqlik darajasini pasaytiradi va investorlarning kompaniyaga ishonchini oshiradi. Bu, o‘z navbatida, kapital qiymatini baholashda qo‘llaniladigan talab qilinadigan daromad darajasining

---

<sup>146</sup> Lintner, J. (1956). "Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes." American Economic Review, Vol. 46, No. 2, pp. 97–113.

(diskont stavkasi) kamayishiga olib keladi. Natijada ustav kapitalining bozor qiymati oshadi.<sup>147</sup>

Shunday qilib, barqaror va yuqori dividend to'lovlariga yo'naltirilgan kompaniyalar bozor tomonidan investitsiyalar uchun yanada ishonchli va jozibador deb qabul qilinadi. Bu qarash dividend siyosatining ahamiyati nazariyasi yoki "qo'ldagi qush nazariyasi" deb ataladigan nazariyaga asos bo'lgan. Ushbu nazariyaga ko'ra, investorlar manfaatlarining eng yaxshi uyg'unligini va kompaniyaning barqaror rivojlanishini ta'minlaydigan maqsadli dividendlar darajasini nazarda tutuvchi optimal dividend siyosati mavjud.<sup>148</sup>

Qoldiq tamoyili nazariyasi dividendlar kompaniyaning barcha investitsiya ehtiyojlari qondirilgandan keyingina to'lanishi kerakligini anglatadi. Ushbu modelga ko'ra, optimal strategiya birinchi navbatda ijobiy sof joriy qiymati (NPV) bo'lgan loyihalarga investitsiya qilish va faqat qolgan foydani dividendlarga taqsimlashdan iborat.

Yana bir dividend nazariyalaridan biri – bu dividendning signal nazariyasidir. Dividendning signal nazariyasi ayniqsa rivojlanayotgan bozorlar uchun dolzarbdir. Ross va Bhattacharya fikriga ko'ra<sup>149</sup>, dividendlar axborot signali sifatida xizmat qiladi: agar kompaniya to'lovlarni oshirsa yoki yuqori darajada ushlab tursa, bu bozor tomonidan barqaror moliyaviy ko'rsatkichlar va kompaniya boshqaruvining kelajakka ishonchi ko'rsatkichi sifatida qabul qilinadi. O'zbekiston fond bozoridagi kabi ma'lumotlarning cheklanganligi sharoitida bu funksiya ayniqsa muhim ahamiyat kasb etadi.

Shuningdek, dividendlarning agentlik nazariyasi, o'z navbatida, dividendlarning aksiyadorlar va boshqaruv o'rtasidagi manfaatlar to'qnashuvini kamaytirishdagi rolini ta'kidlaydi. Jensen va Mecklinglarning fikriga ko'ra<sup>150</sup>,

---

<sup>147</sup> Gordon, M. J. (1959). "Dividends, Earnings, and Stock Prices." *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 41, No. 2, pp. 99–105.

<sup>148</sup> Ковалев В.В. Финансовый менеджмент: теория и практика. - М.: ООО «ТК Велби», Проспект, 2007.

<sup>149</sup> Ross, S. A. (1977). "The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach." *Bell Journal of Economics*, Vol. 8, No. 1, pp. 23–40.; Bhattacharya, S. (1979). "Imperfect Information, Dividend Policy, and 'The Bird in the Hand' Fallacy." *Bell Journal of Economics*, Vol. 10, No. 1, pp. 259–270.

<sup>150</sup> Jensen, M. C. & Meckling, W. H. (1976). "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure." *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, No. 4, pp. 305–360.

muntazam to‘lovlar rahbariyat samarasiz foydalanishi mumkin bo‘lgan erkin pul oqimi miqdorini kamaytiradi va shu bilan boshqaruv intizomini oshiradi.

Nihoyat, mijozlar nazariyasi investorlarning turli guruhlarida daromad shakli bo‘yicha turli xil imtiyozlarga ega ekanligini ta’kidlaydi. Ba’zi investorlar (masalan, pensiya jamg‘armalari) barqaror dividendlarni afzal ko‘radilar, boshqalari esa kiritilgan investitsiyalarni kapital o‘shishiga yo‘naltirilishini afzal ko‘radi. Bu shuni anglatadiki, kompaniya tanlangan to‘lov strategiyasiga qarab o‘zining “investor bazasini” shakllantirish imkoniyatiga bo‘ladi.

### 3.8-jadval

#### Milliy kompaniyalar tomonidan dividendlar to‘lash ko‘rsatkichlari<sup>151</sup>

T/r	Kompaniya nomlari	2022	2023	2024
1	O‘zbekneftgaz AJ	27,89	-	45,91
2	APEX Insurance AJ	39,31	102,94	167
3	O‘zbektelekom AK	-	-	46,55
4	O‘zbekinvest AJ	22,35	52,2	92,77
5	Toshkent RFB AJ	24,85	126,28	-
6	Biokimyo AJ	6175	2550	2400
7	O‘zRTXB AJ	1650	2300	2600
8	Yunusobod dehqon bozori AJ	2437,32	1309,36	-
9	InFinBank AJ	75,6	75,75	61,33
10	O‘zagrolizing AJ	358,79	253,5	50,7

Xalqaro amaliyotda kompaniyalar dividend to‘lovlariga odatda sof foydaning 40 foizgacha qismini yo‘naltiradi. Xalqaro tajribada dividend siyosatining asosiy maqsadi, aksincha, dividendlar hajmini oshirish orqali kompaniyaning investitsion jozibadorligini oshirishdir.

Shunday bo‘lsada, rivojlangan va rivojlanayotgan bozorlarda dividend siyosati o‘xshash quyidagi omillar ta’sirida shakllanadi:

<sup>151</sup> O‘zbekiston Respublikasi Istiqbolli loyihalar milliy agentligi Korporativ axborot yagona portali ma’lumotlari. <https://new.openinfo.uz/home?page=1&facts=fact32/>

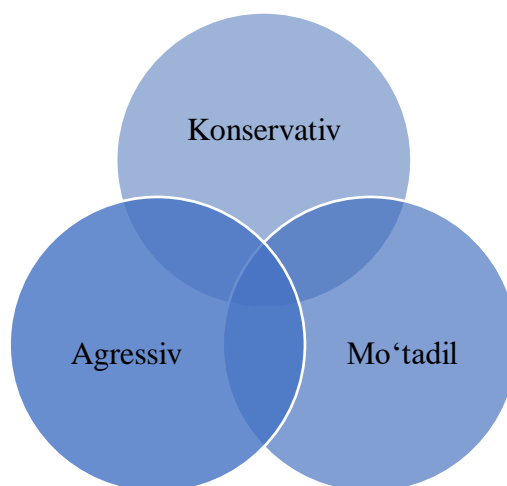
1. kompaniyaning joriy faoliyati samaradorligi;
2. uning miqyosi va moliyaviy barqarorligi;
3. yanada o'sish imkoniyati.

O'zbekistonda, umuman olganda, boshqa rivojlanayotgan bozorlarga nisbatan nisbatan past dividendlar to'lash, ba'zi kompaniyalarda esa yillar davomida umuman dividend to'lamaslik amaliyoti mavjud (3.8-jadval).

3.8-jadvalda ma'lumotlari keltirilgan kompaniyalar dividendlarni oddiy aksiyalar bo'yicha to'lagan. Qizig'i shundaki, yuqorida keltirilgan kompaniyalar ichida faqatgina O'zRTXB va Biokimyo aksiyadorlik jamiyatlari dividendlarni o'z aksiyalarining nominal qiymatiga nisbatan mos ravishda +350% va +180% miqdorda hisoblagan bo'lsa, qolgan birorta kompaniyaning dividend to'lovlari aksiyalarining nominal qiymatining 10 foizini ham tashkil etmagan. Shunday holatda qanday qilib mahalliy fond bozorini investorlar uchun jozibador deyish mumkin degan savol tug'iladi. Shu bilan birga, mahalliy korporativ muhitda dividend to'lovlari kamdan-kam hollarda kompaniyaning bozor qiymatiga ta'sir qilish vositasi sifatida qaraladi.

Yuqorida keltirilgan omillar kompaniyalar tomonidan qo'llaniladigan dividend siyosatidan kelib chiqqan holda o'zgarib turishi mumkin. Nazariy jihatdan dividend siyosati quyidagi uch xil ko'rinishda amalga oshirilishi mumkin (3.5-rasm).

Konservativ dividend siyosati biznesni rivojlantirish va investitsiya loyihalarini amalga oshirish uchun foydadan imtiyozli foydalanishni nazarda tutadi. Dividendlar moliyaviy ehtiyojlar qondirilgandan keyingina qoldiq asosida to'lanadi. Dividendlar miqdori odatda past va bir xil darajada barqaror bo'lib qoladi. Bu siyosat yosh kompaniyalar, barqaror daromadga ega bo'lmagan yoki ishlab chiqarishni kengaytirishga faol sarmoya kiritayotgan kompaniyalar uchun xos siyosat hisoblanadi. Mazkur siyosatning afzalliklari moliyaviy barqarorlikni saqlash va tashqi kapitalga qaramlikni kamaytirish bo'lsada, u maqsadi muntazam daromadga ega bo'lish bo'lgan aksiyadorlar uchun investitsiya jozibadorligini kamaytiradi.



**3.5-rasm. Dividend siyosatining ko‘rinishlari<sup>152</sup>**

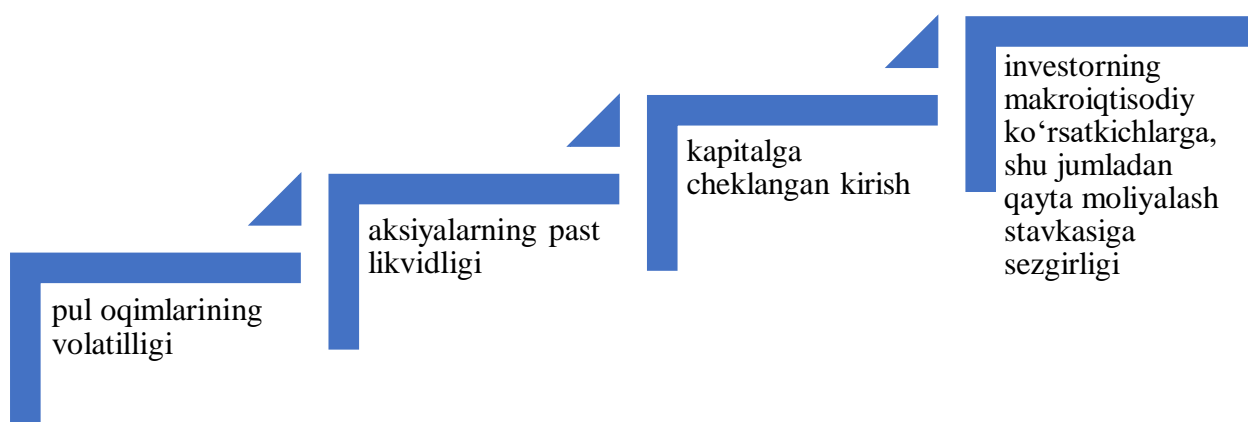
Mo‘tadil dividend siyosati - bu kompaniya va aksiyadorlar manfaatlari o‘rtasidagi kelishuvga o‘xshash bo‘lgan kabi siyosatdir. Kompaniya dividendlar to‘lashning minimal darajasini kafolatlaydi va yaxshi moliyaviy natijalar bo‘lsa, qo‘shimcha miqdorlarni taqsimlashi mumkin. Bu investorlarga to‘lovlar barqarorligini saqlab qolish va shu bilan birga daromadning bir qismini rivojlanishga yo‘naltirish imkonini beradi. Ushbu yondashuv investorlar uchun ham, kompaniyaning o‘zi uchun ham moliyaviy risklarni kamaytiradi va kompaniyani aksiyadorlar uchun yanada jozibador qiladi.

Agressiv dividend siyosati, aksincha, aksiyadorlarning manfaatlarini maksimal darajada qondirishga qaratilgan siyosat hisoblanadi. Asosiy e‘tibor muntazam va yuqori dividend to‘lovlariga qaratiladi, hatto bu qarz olishni yoki investitsiya hajmini kamaytirishni talab qilsa ham. Bunday yondashuv barqaror pul oqimlari, keng ko‘lamli investitsiyalar uchun cheklangan imkoniyatlar va bozorda barqaror pozitsiyaga ega bo‘lgan yetuk kompaniyalar uchun xosdir. Investorlar uchun bu siyosat jozibador bo‘lishiga qaramay, agressiv siyosat kompaniyaning moliyaviy moslashuvchanligini zaiflashtirishi va kelajakdagi rivojlanishga kam investitsiya qilish riskini keltirib chiqarishi mumkin.

---

<sup>152</sup> Абалакина Татьяна Владимировна, Абалакин Александр Алексеевич Дивидендная политика и ее влияние на стоимость компании // Вестник евразийской науки. 2013. №5 (18).

O‘zbekiston kabi rivojlanayotgan bozorlarda dividend siyosatining yuqorida keltirilgan an’anaviy modellari (qoldiq tamoyili nazariyasi, Gordon modeli, qat’iy foyda ulushi siyosati) quyidagi real sharoitlarga moslashishni talab qiladi (3.6-rasm).



### 3.6-rasm. Dividend siyosatlari duch kelayotgan qiyinchiliklar

Yuqorida keltirilgan dividend nazariyalari (siyosatlari) va mamlakatdagi dividendlar oid amaldagi holatdan kelib chiqib mazkur tadqiqot ishida mikroiqtisodiy omil (sof foyda) va makroiqtisodiy instrument (O‘zbekiston Respublikasi Markaziy bankining asosiy stavkasi)ni birlashtirgan dividend siyosatining gibrid modeli ishlab chiqdik.

Unga ko‘ra kompaniya tomonidan kelgusi uch yil ichida muntazam dividend to‘lovlarni amalga oshirilishini talab qiluvchi agressiv siyosatning bir komponenti va mamlakat Markaziy bankining qayta moliyalashtirish stavkasiga yillik sof foydaning qat’iy belgilangan foizini yig‘indisiga asoslanadigan mo‘tadil dividend siyosatining qo‘shilishi nazarda tutiladi va mazkur taklif quyidagi formula sifatida keltiriladi:

$$DPS_t = (Payout_t + r_{CB}) \times \frac{Netprofit_t}{N_t}$$

Agar  $NetProfit_t < 0$  bo‘lsa,  $DPS_t = 0$

Mazkur formulada  $DPS_t$  – bu ma’lum bir davr uchun dividend to‘lovlari;

$Payout_t$  - t yilida dividendlarga ajratilgan sof foydaning maqsadli ulushi;

$r_{CB}$  - Markaziy bankning qayta moliyalash stavkasi;

$NetProfit_t$  - kompaniyaning t yilidagi sof foydasi;

$N_t$  - t yilida muomalada bo‘lgan aksiyalar soni.

Mazkur formulaga asosan makroiqtisodiy komponentni ( $r_{CB}$ ) o‘z ichiga olgan holda ishlab chiqilgan gibril model dividend to‘lovining eng minimal pastki chegarasini taklif etadi, ya’ni kompaniya daromadining pasayishi bilan ham, investor daromadning barqaror 14% ni oladi. Biroq bunda kompaniya moliyaviy yilni ijobiy sof foyda bilan tugatish sharti o‘zgarmas bo‘lib qoladi.

Mazkur modelning yana bir o‘ziga xos xususiyati shundaki unda dividend to‘lovlari uchun sof foydadan ajratiladigan qism yillar davomida o‘sib boruvchi tendensiyaga ega bo‘ladi. Ya’ni, misol uchun kompaniya birinchi yil dividend to‘lovi uchun sof foydaning 30 foizini ajratsa, keyingi yillarda bu ko‘rsatkichdan past bo‘lmagan miqdorda sof foydani bir qismini yo‘naltirish majburiyatini oladi.

Shunda kompaniyaning dividend to‘lovlari koeffitsiyenti quyidagi formula asosida aniqlanadi:

$$DPR_t = Payout_t + r_{CB}$$

Mazkur formula asosida kompaniyaning kelgusi yillardagi dividend to‘lovlarning prognoz ko‘rsatkichi quyidagicha bo‘lishi taxmin qilinmoqda (3.9-jadval):

### 3-jadval

#### O‘zmetkombinat AJ tomonidan gibril dividend modeli asosida to‘lanadigan dividend koeffitsiyenti prognoz ko‘rsatkichlari<sup>153</sup>

Yil	$Payout_t$	$r_{CB}$	DPR
2026	30%	14%	44%
2027	35%	14%	49%
2028	40%	14%	54%
2029	45%	14%	59%
2030	50%	14%	64%

Demak, agar kompaniya gibril modeldan foydalanadigan bo‘lsa 2027-yildan boshlab “dividend aristokrati” maqomiga erishishi va yirik investorlarni o‘ziga jalb qilish imkoniyatiga ega bo‘ladi. Biroq amalda har doim ham bunday natijalarni kutish mutlaqo noto‘g‘ri bo‘lib, aksiyadorlar ongida kompaniya muntazam ravishda yirik miqdorda dividendlarni berib borishi ham jozibadorlikka qarshi ishlab,

<sup>153</sup> Muallif ishlanmasi

investorlar uchun salbiy signal vazifasini bajarishi mumkin. Ya'ni kompaniya muntazam ravishda yillar davomida aksiyadorlariga yirik miqdorda dividend to'lab borishi – kompaniyada korporativ boshqaruvning sust ekanligini, kompaniya rivojlanishga intilmayotgani va strategik rivojlanish rejalari mavjud emasligini anglatadi.

### **III-Bob bo'yicha xulosalar**

1. Xorijiy amaliyotga ko'ra investitsiyaviy jozibadorlikning asosiy omillaridan biri hisoblangan kompaniyaning bozor kapitallashuvi darajasini oshirishga daromad va foydani oshirish, innovatsiyalar va yangi mahsulotlarni ishlab chiqish, birlashish va sotib olish (M&A), korporativ boshqaruvni takomillashtirish, biznesni diversifikatsiya qilish, dividendlarni ko'paytirish, brend va obro'ni yaxshilash, kapitaldan samarali foydalanish, xalqaro birjalarga chiqish kabi tadbirlarni amalga oshirish orqali erishiladi.

2. Kompaniyaning investitsiyaviy jozibadorligini oshirishga kompaniya tomonidan fond bozorida aksiyadan tashqari boshqa moliyaviy instrumentlarning taklif etilishi kuchli ta'sir qiladi. Ayniqsa, global ekologik muammolar sharoitida kompaniyalar yashil iqtisodiyotni targ'ib qiluvchi instrumentlarni - yashil obligatsiyalarni taklif etishi yashil investorlarni sonini oshishiga olib keladi. Xorijiy adabiyotlarda yashil obligatsiyalarning standartlashtirilgan, daromadga bog'liq, yashil loyihani moliyalashtirish va yashil sekyuritizatsiya qilingan turlari mavjud bo'lib, tadqiqot ishida eng oxirgi turi kompaniya uchun eng maqbul tanlov bo'ladi.

3. Kompaniyaning investitsiyaviy jozibadorligiga salbiy ta'sir qiluvchi indikatorlardan biri – aksiyani sotib olish va sotish narxi o'rtasidagi farq (spred) bo'lib, spredni qisqartirishning eng yaxshi yo'li – free floatdagi aksiyalar sonini ko'paytirishdir. O'zmetkombinat AJ ning katta ulushi (93 foiz) davlatga tegishli ekanligini inobatga oladigan bo'lsak, mazkur holatda free floatni oshirishda eng yaxshi yechim davlat ulushining eng kamida 10 foizini IPO ga chiqarish hisoblanadi.

4. Xorijiy va mahalliy adabiyotlarga ko'ra investorlar kompaniya aksiyalaridan asosan ikki xil ko'rinishda: dividendlar va spekyativ daromad ko'rinishidagi daromadlar olishlari mumkin. Dividend nazariyalariga ko'ra ba'zi toifadagi

investorlar uchun dividend hech qanday ahamiyatga ega emas va u kompaniyaning bozor kapitallashuvi ko'rsatkichiga ta'sir qilmaydi. Yana ba'zi nazariyalarga ko'ra dividendlarni yil davomida kutgandan ko'ra "qo'ldagi qush" tamoyili asosida spekulyativ daromad olish investorlar uchun afzal daromaddir. Shuningdek, ba'zi olimlarning fikriga ko'ra joriy dividendlar noaniqlik darajasini pasaytiradi va investorlarning kompaniyaga ishonchini oshiradi.

5. Dividend siyosatining uch xil ko'rinishi – konservativ, mo'tadil va agressiv turlari bo'lib, ular aksiyadorlarga to'lanadigan dividendlarga nisbatan tatbiq etiladi. Idealda agressiv siyosat aksiyadorlar uchun eng ma'qul siyosat sifatida ko'rinsada, amalda bu kompaniya boshqaruvining zaifligi va yangi innovatsion g'oyalarga ega emasligi bilan asoslanadi. Tadqiqot ishida dividend siyosatining gibril modeli ishlab chiqilgan bo'lib, unga ko'ra kompaniya tomonidan dividend to'lovining eng minimal pastki chegarasini taklif etadi, ya'ni kompaniya daromadining pasayishi bilan ham, investor daromadning barqaror 14% ni oladi. Biroq bunda kompaniya moliyaviy yilni ijobiy sof foyda bilan tugatish sharti o'zgarmas bo'lib qoladi.

## XULOSA VA TAKLIFLAR

Fond bozori instrumentlari – kompaniyaning investorlar uchun taqdim etishi mumkin bo‘lgan eng kuchli instrumentlari hisoblanadi. Dunyo birjalarida reytinglarning eng yuqorisida turgan kompaniyalar aslida aksiya qiymatining oshishi ortidan bozor kapitallashuv darajasi oshib dunyoda eng qimmat kompaniyalarga aylangan. Biroq bunda birgina aksiya qiymati kompaniyaning investitsiyaviy jozibadorligini oshiradi deb aytish mushkul.

Dissertatsiya tadqiqoti jarayonida fond bozori instrumentlaridan foydalangan holda “O‘zmetkombinat” aksiyadorlik jamiyatining investitsion jozibadorligini oshirishning nazariy asoslari, amaliy vositalari va strategik yondashuvlari tahlil qilindi. Klassik moliyaviy nazariyalar va empirik ma’lumotlar tahlili asosida O‘zbekiston korporativ sektori transformatsiyasi sharoitida korxonaning investitsion jozibadorligini baholashning yangi uslubiyotlari ishlab chiqildi. Shuningdek, tadqiqot ishida ustuvor investitsiya loyihalarini yashil sekyuritizatsiyalangan obligatsiyalar emissiya qilish, IPOga chiqish va barqaror dividend siyosatini shakllantirish orqali moliyalashtirish imkoniyatlarini asoslashga alohida e’tibor qaratilgan.

*Tadqiqot natijasida quyidagi muhim xulosalarga kelindi:*

Xorijiy amaliyotga ko‘ra fond bozori instrumentlari va investitsiyalarni fond bozori orqali jalb qilish mexanizmlarining ko‘rinishlari turli xil bo‘lib, ular biz bilgan oddiy aksiyalar va obligatsiyalardan tashqari aksiyalarni ommaviy joylashtirish (IPO, SPO, FPO), qayta sotib olish dasturi (Buyback), xususiy joylashtirish orqali investitsiyalarni jalb qilish mexanizmi (Private placement), maxsus maqsadli sotib olish kompaniyasi (SPAC), xodimlar uchun opsiya dasturlari (ESOP - Employee Stock Ownership Plan) kabilardan iboratdir. O‘zbekiston da yuqorida keltirilganlardan faqatgina IPO va SPO lar tor doira vakillariga tanish mexanizm bo‘lib, qolgan mexanizm va instrumentlardan foydalanish bo‘yicha hozircha hech qanday tajriba mavjud emas.

Toshkent RFB da milliy kompaniyalarning investitsiyaviy jozibadorligini baholash bo‘yicha allaqachon bir qancha ishlar qilingan, xususan, 2017-yilga qadar

birjada kompaniyalarning investitsion ko'rsatkichlari natijasida investitsion jozibadorligini baholash ko'rsatkichlari e'lon qilib kelingan. Ya'ni mahalliy fond birjamiz investorlar uchun kompaniyalar haqida shaffof ma'lumotni olish mumkin bo'lgan "investportal" vazifasini bajarib, kompaniyalarning investitsiyaviy ko'rsatkichlarini hisoblab investorlarga ma'lumotlar taqdim etib borgan. Hozirda bu vazifani "openinfo.uz" O'zbekiston Respublikasi Istiqbolli loyihalar milliy agentligi Korporativ axborot yagona portali bajarmoqda va kompaniyalarning investitsiyaviy jozibadorligini muntazam e'lon qilib boradi. Hozirgi Korporativ axborot portali birja e'lon qilib borgan ma'lumotlarga qaraganda ko'proq ma'lumtlarni e'lon qilib kelayotgan bo'lsada, kompaniyalarning, ayniqsa, davlat ulushi mavjud kompaniyalarning transparentlik darajasi pastligicha qolmoqda.

Korxonaning investitsiyaviy jozibadorligini oshirish uchun uning rivojlanishi mumkin bo'lgan asosiy yo'nalishlarni tushunish muhimdir. Faoliyatning qaysi jihatlariga e'tibor qaratish kerakligini bilish va maksimal umumiy samaraga erishish uchun resurslarni eng ko'p va eng kam muvaffaqiyatli sohalar o'rtasida qayta taqsimlash zarurati paydo bo'ladi. Shu munosabat bilan biz kompaniya rivojlanishi mumkin bo'lgan yo'nalishlarni to'rtta asosiy blokka (ilmiy-tadqiqot bloki; ishlab chiqarish va texnik blok; moliyaviy (investitsiyaviy) blok; boshqaruv bloki) ajratib o'rganish maqsadga muvofiq. Tadqiqot ishida ishlab chiqilgan investitsiyaviy jozibadorlik indeksini aniqlashda yuqoridagi bloklarning komponentlari hisoblangan moliyaviy va nomoliyaviy parametrlar hamda ularning chegaraviy qiymati taklif etilgan. Taklif etilgan indeks investitsiyaviy jozibadorlik nuqtai nazaridan kompaniyani uch toifaga bo'lishni taklif qiladi: yuqori, o'rtacha va past jozibadorlik.

Tadqiqot doirasida o'tkazilgan ekonometrik tahlil natijasida kompaniyaning fond bozoridagi investitsiyaviy jozibadorligiga bozor kapitallashuvi ko'rsatkichi, aksiyalarga bo'lgan talab-taklif o'rtasidagi spread ko'rsatkichi, bir aksiyaga to'g'ri keladigan daromad miqdori (EPS) va dividend daromadliligi kabi ko'rsatkichlar kuchli ta'sir qilishini angladik. Tahlil natijasida kompaniyaning bozor kapitallashuvi ko'rsatkichi bir birlikka oshishi kompaniyaning investitsiyaviy jozibadorlik

indeksining 0,125 birlikka, aksiyalarga bo‘lgan talab-taklif o‘rtasidagi spread (foyda) ko‘rsatkichining bir birlikka oshishi kompaniyaning investitsiyaviy jozibadorlik indeksining 1,319 birlikka, dividend daromadligining bir birlikka oshishi kompaniyaning investitsiyaviy jozibadorlik indeksining 0,430 birlikka oshishiga va bir aksiyaga to‘g‘ri keladigan daromad miqdori (EPS) ning bir birlikka oshishi kompaniyaning investitsiyaviy jozibadorlik indeksining 0,217 birlikka tushishiga olib kelishi ma‘lum bo‘ldi.

Mahalliy fond birjada obligatsiyalar chiqargan kompaniyalar soni yildan-yilga ko‘payotgan bo‘lsada, aksiya bozori hamon gegemonlik qilayotgan bozor segmenti hisoblanadi. “O‘zmetkombinat” Ajning mavjud iqtisodiy holati va investitsiya ehtiyojlari tahlili quyish-prokat kompleksini yaratish bo‘yicha strategik loyihani amalga oshirish uchun muqobil moliyalashtirish manbalari zarurligini ko‘rsatdi. Dissertatsiyada barqaror rivojlanish va uzoq muddatli kapitalni jalb qilish muammolarini bir vaqtning o‘zida hal etish imkonini beruvchi yashil sekyuritizatsiyalangan obligatsiyalar chiqarish mexanizmidan bilan birga qarz majburiyatlarini barqarorlashtirishning moliyaviy strategiyasidan foydalanish taklif etilgan.

Free float, likvidlik va spread parametrlariga asoslangan investitsiya jozibadorligi indeksini aniqlash formulasini ishlab chiqish kompaniya tomonidan o‘tkazilishi rejalashtirilayotgan IPO ta‘sirini miqdoriy baholash imkonini berdi. Hisob-kitoblar shuni ko‘rsatdiki, free float 7% dan qariyb 15% gacha o‘sishi va likvidlikning ikki baravar oshishi bilan kompaniyaning investitsion jozibadorligi deyarli uch baravar ortadi. Bu qisman xususiylashtirish va ikkilamchi fond bozorini rivojlantirish strategiyasining samaradorligini tasdiqlaydi. Shuningdek, modelga qo‘shimcha 10% aksiyalarni chiqarish orqali kiritilgan IPO elementi kapitallashuvning o‘shishiga, spreadni kamaytirishga va barqaror bozor talabini yaratishga imkon beradi.

Tadqiqot ishida dividend siyosatidan barqaror investitsion jozibadorlik vositasi sifatida foydalanish ichki ko‘rsatkichlar (sof foyda, to‘lov) va makroiqtisodiy ko‘rsatkichlarni (O‘zbekiston Respublikasi Markaziy bankining qayta moliyalash

stavkasi) birlashtirgan gibril model doirasida ochib berilgan. Ushbu model korporativ moliyaning signal nazariyasiga ham, agentlik nazariyasiga ham mos keladi. Dividendlar yondashuvlarini nazariy ko‘rib chiqish IPOdan keyingi dastlabki 5 yil davomida 30% dan 50% gacha bo‘lgan dividend to‘lovlari diapazonini asoslash imkonini berdi. Tadqiqot ishida taklif etilgan model asosida kompaniya yaqin kelajakda dividend aristokratlari safiga qo‘shilishi taxmin qilinmoqda.

*Tadqiqot natijasida ishlab chiqilgan quyidagi takliflarni ko‘rib chiqish tavsiya etiladi:*

1. O‘zbekiston Metallurgiya Kombinati aksiyadorlik jamiyati ishlab chiqariladigan mahsulotiga ko‘ra Markaziy Osiyoda yagona kompaniya qaramay, so‘nggi yillarda kompaniyaning moliyaviy-iqtisodiy ko‘rsatkichlari pasayib, kompaniya iqtisodiy jiahtdan pasayish davrini boshidan kechirayotgani, kompaniyaning debitorlik va kreditorlik qarzlari o‘rtasidaga balans keskin buzilishi natijasida kompaniya o‘z oldiga qo‘ygan maqsadlarni vaqtida bajara olmayotganligi bois tadqiqot doirasida ishlab chiqilgan kompaniyani qarzdorlikdan chiqarish strategiyasidan foydalanish tavsiya etiladi;

2. “O‘zmetkombinat” AJga barqaror bozor likvidligini yaratish, bozor kapitallashuvni oshirish, institutsional investorlarning strategik bazasini shakllantirish hamda erkin muomaladagi aksiyalar ulushini xalqaro standartlar darajasiga chiqarish maqsadida kompaniyaning kamida 10 foiz davlat ulushini IPOga joylashtirish orqali qisman xususiylashtirishni amalga oshirish tavsiya etiladi.

3. Kompaniyaga dividend miqdori maqsadli to‘lovi (30 foizdan 50 foizgacha) va Markaziy bankning amaldagi qayta moliyalash stavkasi yig‘indisini nazarda tutuvchi dividendning gibril modelidan foydalanish tavsiya etiladi. Bunda sof foydaning o‘zgaruvchanligini inobatga olgan holda dividend siyosati moliyaviy natija salbiy bo‘lgan taqdirda “nol to‘lov” shartini o‘z ichiga olishi va barqaror pul oqimi bo‘lgan taqdirda o‘tgan yillarning taqsimlanmagan foydasidan to‘lovlarni amalga oshirish tavsiya etiladi.

4. Kapital bozorida investitsiya jozibadorligini oshirish uchun aksiyalarning likvidligini saqlab turish, market-meykerlarni jalb qilish va free floatni oshirish

orqali spredlarni kamaytirish, muntazam hisobot berish va IR strategiyasi orqali shaffoflikni ta'minlab borish kerak.

5. IPO o'tkazishni rejalashtirayotgan O'zbekistonning davlat sektori kompaniyalariga bozorga kirish oqibatlarini baholash, dividend siyosatini optimallashtirish va investorlar kutganlarini boshqarish uchun uslubiy vosita sifatida taklif etilayotgan investitsiya jozibadorligi indeksi formulasidan foydalanish tavsiya etiladi.

6. Korporativ boshqaruv va barqaror moliyalashtirish sohasidagi ilg'or tajribalarni yanada ommalashtirish maqsadida O'zbekiston Respublikasi Iqtisodiyot va moliya vazirligiga yirik davlat korxonalarini uchun IPOga tayyorgarlik ko'rish bo'yicha yo'riqnomalar doirasida gibrid dividend modeli elementlarini standartlashtirish imkoniyatlarini ko'rib chiqish tavsiya etiladi.

Umuman olganda, mazkur tadqiqot ishi fond bozori instrumentlarning integratsiyalashuvi - xususan, yashil sekyuritizatsiya qilingan obligatsiyalar, IPO, free floatni kengaytirish va gibrid dividend siyosati modeli - rivojlanayotgan fond bozorida milliy aksiyadorlik jamiyatlarining investitsiya jozibadorligini sezilarli darajada oshirishi mumkinligini tasdiqladi. "O'zmetkombinat" AJ misolida taklif etilayotgan modellarning amaliy qo'llanilishi, kompaniyalarning fond bozori instrumentlari asosida investitsiyaviy jozibadorligini oshirish va uzoq muddatli kapitalni barqaror jalb qilish uchun uslubiy asos sifatida xizmat qiladi.

## FOYDALANILGAN ADABIYOTLAR RO‘YXATI

### I. Normativ-huquqiy asoslar va uslubiy ahamiyatga ega bo‘lgan nashrlar

1. O‘zbekiston Respublikasining Fuqarolik kodeksi (ikkinchi qism). 1997 yil 1 mart
2. O‘zbekiston Respublikasining Qonuni. O‘zbekiston Respublikasida chet el investitsiyalari to‘g‘risida. 14.06.1991 yildagi 287-XII-son
3. O‘zbekiston Respublikasi Qonuni. Qimmatli qog‘ozlar bozorining faoliyat ko‘rsatish mexanizmi to‘g‘risida. 25.04.1992 yil
4. O‘zbekiston Respublikasi Qonuni. Qimmatli qog‘ozlar bozorida depozitariylar faoliyati to‘g‘risida. 29.08.1998 yildagi 672-I-son
5. O‘zbekiston Respublikasi Qonuni. Aksiyadorlik jamiyatlari va aksiyadorlarning huquqlarini himoya qilish to‘g‘risida. 06.05.2014 yildagi O‘RQ-370-son
6. O‘zbekiston Respublikasining Qonuni. Qimmatli qog‘ozlar bozori to‘g‘risida. 03.06.2015 yildagi O‘RQ-387-son. O‘zbekiston Respublikasi qonun hujjatlari to‘plami, 2015 y., 22-son, 287-modda
7. O‘zbekiston Respublikasining Qonuni. Investitsiyalar va investitsiya faoliyati to‘g‘risida. 25.12.2019 yildagi O‘RQ-598-son
8. O‘zbekiston Respublikasi Birinchi Prezidentining 2015-yil 24-apreldagi “Aksiyadorlik jamiyatlarida zamonaviy korporativ boshqaruv uslublarini joriy etish chora-tadbirlari to‘g‘risida”gi PF-4720-son farmoni
9. O‘zbekiston Respublikasi Prezidentining 2021-yil 13-apreldagi PQ-5073-son “Kapital bozorini tartibga solish tizimini yanada takomillashtirish chora-tadbirlari to‘g‘risida”gi qarori
10. O‘zbekiston Respublikasi Prezidentining 2021 yil 13 apreldagi “Kapital bozorini yanada rivojlantirish chora-tadbirlari to‘g‘risida”gi PF-6207-sonli Farmoni
11. O‘zbekiston Respublikasi Prezidentining 2022 yil 28 yanvardagi “2022 — 2026 yillarga mo‘ljallangan Yangi O‘zbekistonning taraqqiyot strategiyasi to‘g‘risida”gi PF-60-sonli Farmoni

12. O‘zbekiston Respublikasi Prezidentining 2023 yil 24 martdagi “Iqtisodiyotda davlat ishtirokini qisqartirishning qo‘shimcha chora-tadbirlari to‘g‘risida”gi PQ-102-son qarori

13. O‘zbekiston Respublikasi Prezidentining 2023 yil 2 sentyabrdagi “Kapital bozorini rivojlantirishning qo‘shimcha chora-tadbirlari to‘g‘risida”gi PQ-291-sonli qarori

14. O‘zbekiston Respublikasi Prezidentining 2023-yil 11-sentabrdagi ““O‘zbekiston-2030” strategiyasi to‘g‘risida” gi PF-158-sonli farmoni

15. O‘zbekiston Respublikasi Davlat mulki qo‘mitasi huzuridagi Qimmatli qog‘ozlar bozori faoliyatini muvofiqlashtirish va nazorat qilish markazi bosh direktorining buyrug‘i. Qimmatli qog‘ozlar emissiyasi va emissiyaviy qimmatli qog‘ozlar chiqarilishlarini davlat ro‘yxatidan o‘tkazish qoidalarini tasdiqlash to‘g‘risida. 30.08.2009 yilda ro‘yxatdan o‘tgan, ro‘yxat raqami 2000

## **II. Monografiyalar, ilmiy maqolalar, patentlar, ilmiy ishlar to‘plamlari**

16. Markowitz, H. (1952). Portfolio selection. *The Journal of Finance*, 7(1), 77-91.

17. Sharpe, W. F. (1964). Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. *The Journal of Finance*, 19(3), 425-442.

18. Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.

19. Drucker, P.F. (1985). *Innovation and entrepreneurship: Practice and principles*.

20. Dunning, J. H. (1993). *Multinational enterprises and the global economy*. Addison-Wesley.

21. Damodaran, A. (2002). *Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset*. John Wiley & Sons.

22. Baldwin, R. (2006). *Globalisation: The great unbundling(s)*. Economic Council of Finland Publication.

23. Stiglitz, J. E. (2013). *The price of inequality: How today's divided society endangers our future*. W.W. Norton & Company.
24. Fama, E.F. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance*, 25(2), 383-417.
25. Ross, S.A. (1976). The Arbitrage Theory of Capital Asset Pricing. *Journal of Economic Theory*, 13(3), 341-360.
26. Binda, J. B., Prokopenko, M., Ramskyi, A., Shuplat, O., Halan, L., & Mykhaylenko, D. (2020). Assessment of investment attractiveness of industrial enterprises. *International Journal of Management (IJM)*, 11(2), 27-35.
27. Efros, Damian. Investment attractiveness analysis of joint stock companies in the Republic of Moldova. In: *Simpozion științific al tinerilor cercetători*, Ed. 21, 7-8 aprilie 2023, Chișinău. Chișinău Republica Moldova: "Print-Caro" SRL, 2023, Ediția 21, Vol.3, pp. 228-231.
28. Chen, N., Roll, R., & Ross, S. A. (1986). Economic Forces and the Stock Market. *Journal of Business*, 59(3), 383-403.
29. Kaldor, Nicholas C. (1966). "Marginal Productivity and the Macroeconomic Theories of Distribution: Comment on Samuelson and Modigliani". *The Review of Economic Studies*. 33 (4): 309–319. doi:10.2307/2974428. JSTOR 2974428.
30. Asset Markets and the Cost of Capital." James Tobin and W.C. Brainard, 1977, *Economic Progress, Private Values and Public Policy*
31. Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261–297.
32. Kahneman, D., Knetsch, J. L., & Thaler, R. (1986). Fairness as a Constraint on Profit Seeking: Entitlements in the Market. *The American Economic Review*, 76(4), 728–741.
33. Xu, Tianxiang & Zhao, Yujie. (2014). An empirical study of IPO underpricing: Evidence from Chinese stock market. *Corporate Ownership and Control*. 12. 139-154. 10.22495/cocv12i1p10.

34. Gao, Wei, Lily Yuanzhi Li, and Hongda Zhong. "Bigger pie, bigger slice: Liquidity value and IPO underpricing." Fox School of Business Research Paper (2019)

35. Modigliani, F. & Miller, M. H. (1961). "Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares." *Journal of Business*, Vol. 34, No. 4, pp. 411–433.

36. Lintner, J. (1956). "Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes." *American Economic Review*, Vol. 46, No. 2, pp. 97–113.

37. Gordon, M. J. (1959). "Dividends, Earnings, and Stock Prices." *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 41, No. 2, pp. 99–105.

38. Ross, S. A. (1977). "The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach." *Bell Journal of Economics*, Vol. 8, No. 1, pp. 23–40.; Bhattacharya, S. (1979). "Imperfect Information, Dividend Policy, and 'The Bird in the Hand' Fallacy." *Bell Journal of Economics*, Vol. 10, No. 1, pp. 259–270.

39. Jensen, M. C. & Meckling, W. H. (1976). "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure." *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, No. 4, pp. 305–360.

40. Абалакина Татьяна Владимировна, Абалакин Александр Алексеевич Дивидендная политика и ее влияние на стоимость компании // Вестник евразийской науки. 2013. №5 (18).

41. Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов. - М.: Олимп-Бизнес, 2012.

42. A.A. Safronov, A.I. Sazonov (2021). Assessing the Investment Attractiveness of Shares: The Joint Use of Fundamental and Technical Analysis. *Universal Journal of Accounting and Finance*, 9(5), 908-915. DOI: 10.13189/ujaf.2021.090502.;

43. Вербин, Н.Е. Анализ факторов, влияющих на инвестиционную привлекательность ценных бумаг. Национальные экономические системы в контексте формирования глобального экономического пространства. 2016.;

44. Абрамов, А. Е., Радыгин, А. Д., & Чернова, М. И. (2019). Влияние дивидендного фактора на инвестиционную привлекательность акций российских компаний. *Экономическое развитие России*, 26(5), 38-46.
45. Андрианова, Л. Н. (2021). К вопросу об инвестиционной привлекательности акций негосударственных пенсионных фондов. *Сибирская финансовая школа*, (2), 87-91.
46. Кузубов, А. А., & Овдей, Е. В. (2018). Теоретические основы оценки инвестиционной привлекательности акций. *Актуальные вопросы современной экономики*, (8), 24-42.
47. Анищенко, Ю. А., & Логачева, И. А. (2009). Сравнительный анализ подходов к оценке инвестиционной привлекательности предприятий. *Сибирский аэрокосмический журнал*, (2), 422-427.
48. Кельчевская, Н. Р., Черненко, И. М., & Попова, Е. В. (2017). Влияние корпоративной социальной ответственности на инвестиционную привлекательность российских компаний. *Экономика региона*, 13(1), 157-169.
49. Иванов, А. П., Сахарова, И. В., & Хрусталева, Е. Ю. (2006). Финансовые методы управления инвестиционной привлекательностью компании. *Аудит и финансовый анализ*, (1), 124-141.
50. О.Мельничук. Инвестиционная привлекательность металлургической компании: методика оценки // Мельничук О. М. – Российское предпринимательство. – 2020. – №1. – С.128-135.;
51. Савенкова, Е. В. Экономические методы приоритетного развития инвестиционного предпринимательства / Е.В. Савенкова. М., 2018. – 113 с.
52. Крылов, Э.И. Анализ финансового состояния и инвестиционной привлекательности предприятия: учеб. пособие / Э.И. Крылов, В. М. Власова, М. Г. Егорова и др. М.: Финансы и статистика. – 2013. – 218 с.
53. Nguyen Thi Thu Thuong, Методика оценки инвестиционной привлекательности предприятия. *Известия Тульского государственного университета. Экономические и юридические науки*. 2012

54. Karimov, N. G. (2007). Iqtisodiy integratsiyalashuv sharoitida investitsiya faoliyatini moliyalashtirishning bozor mexanizmlarini joriy etish masalalari. T.: Fan va texnologiya, 240.

55. Mansur, E. (2016). Investment and market structure deployment in the implementation of enterprise value advancement: Case of Uzbekistan. Journal of Management Value and Ethics, 6(1).

56. Mustafakulov, S. (2017). Investment attractiveness of regions: Methodic aspects of the definition and classification of impacting factors. European Scientific Journal, 13(10), 433-449.

### **III. Boshqa foydalanilgan nashrlar**

57. Ковалев В.В. Финансовый менеджмент: теория и практика. - М.: ООО «ТК Велби», Проспект, 2007.

58. A.U. Burhanov, Sh.X. Muminov, X.X. Xudoyqulov. Investitsiya va innovatsiyalar. Darslik. Innovatsion rivojlanish nashriyot matbaa uvi: 2021.;

59. Элмирзаев С.Э. и др. Финансовый рынок. Учебник. – Тошкент.: “IQTISOD-MOLIYA”, 2019/ - 400 с; J.Zaynalov va boshqalar. Investitsiya. Darslik. “Iqtisod-moliya”, 2020;

60. J.Zaynalov va boshqalar. Investitsiya. Darslik. “Iqtisod-moliya”, 2020;

61. Бутиков И. Рынок ценных бумаг. Учебник. – Т.: Консаудитинформ, 2001. - 496 с.

62. Элмирзаев С. и др. Финансовый рынок. Учебник. – Т.: “IQTISOD-MOLIYA”, 2019, - 400 с;

63. Алиев У.М. Пути совершенствования функционирования инфраструктуры рынка ценных бумаг: Дисс. ... канд. экон. наук. - Т., 2008. - 125 с.

64. Muxamedov F.T. O‘zbekistonda qimmatli qog‘ozlar bozori savdo tizimlarini rivojlantirish yo‘nalishlari. Iqt. fan. dokt. (DSc) diss. avtoref. – Toshkent, 2019. – 60 b.;

65. Xudoyqulov X.X. Fond bozori aktivlarini baholash mexanizmini takomillashtirish: Iqt. fan. bo'yicha fals. dokt. (PhD) diss. avtoref. – Toshkent, 2018. - 24 b.;

66. Xalikov U.R. O'zbekistonda fond bozori orqali investitsion faoliyatni moliyalashtirishni takomillashtirish: Iqt. fan. bo'yicha fals. dokt. (PhD) diss. avtoref. – Toshkent, 2017. - 24 b.;

67. Alikulov A.T. O'zbekistonda fond bozori orqali kapital oqimini oshirish: Iqt. fan. bo'yicha fals. dokt. (PhD) diss. avtoref. – Toshkent, 2021. - 54 b.;

68. Saydullayev Sh.Sh. Qimmatli qog'ozlar bozorida aksiyalarni birlamchi ommaviy joylashtirish mexanizmlarini takomillashtirish. Iqt. fan. bo'yicha fals. dokt. (PhD) diss. avtoref. – Toshkent, 2023. 61 b.;

69. Rajabov B.A. O'zbekistonda korporativ qimmatli qog'ozlar bozorini rivojlantirish yo'llari. Iqt. fan. bo'yicha fals. dokt. (PhD) diss. avtoref. – Toshkent, 2023. 73 b.

70. Sandeep Bhattacharya. Demystifying green bonds. Climate Bonds Initiative. 2021

71. <https://www.worldbank.org/en/> - Jahon banki ma'lumotlari

72. <https://desapublications.un.org/publications/> - BMT ma'lumotlari

73. <https://unctad.org/news/> - UN Trade and Development (UNCTAD)

74. <https://www.oecd.org/en/publications/> - Iqtisodiy hamkorlik va hamkorlik tashkiloti ma'lumotlari

75. <https://www.statista.com/statistics/> - Statista.com sayti ma'lumotlari

76. <https://lex.uz/uz/> - O'zbekiston Respublikasi Qonunchilik ma'lumotlari milliy bazasi

77. <https://new.openinfo.uz/> - O'zbekiston Respublikasi Istiqbolli loyihalar milliy agentligi Korporativ axborot yagona portali

78. <https://uzse.uz/> – Toshkent Respublika fond birjasi rasmiy internet sahifasi

79. <https://www.uzbeksteel.uz/> - O'zbekiston metallurgiya kombinati aksiyadorlik jamiyati rasmiy internet sahifasi

80. <https://www.sec.gov/> - AQSh Qimmatli qog'ozlar bo'yicha komissiyasi rasmiy internet sahifasi
81. <https://www.investopedia.com/terms/> – iqtisodiy terminlar izohi ensiklopediyasi internet sahifasi
82. <https://finance.yahoo.com/news/> - Yahoo Finance rasmiy internet sahifasi
83. <https://daryo.uz/> - “Daryo” internet-nashri