

**O‘ZBEKISTON QIMMATLI QOG‘OZLAR BOZORIDA DAVLAT
KORXONALARINING INVESTITSION JOZIBADORLIGINI OSHIRISHDA
KORPORATIV BOSHQARUVNING RO‘LI**

Bakiyeva Zuxra Obiz qizi

O‘zbekiston Respublikasi Bank-moliya akademiyasi Moliya va moliyaviy texnologiyalar fakulteti “Korporativ moliya va qimmatli qog‘ozlar bozori” yo‘nalishi

KMQQB 25-01 - guruhi tinglovchisi.

<https://doi.org/10.5281/zenodo.19479760>

Annotatsiya. Ushbu maqolada O‘zbekiston qimmatli qog‘ozlar bozorida davlat ishtirokidagi korxonalarining investitsion jozibadorligini oshirishda korporativ boshqaruv mexanizmlarining o‘rni va ahamiyati tadqiq etilgan. Tadqiqot davomida korporativ boshqaruv tamoyillarining shaffoflikni ta‘minlash, investorlar huquqlarini himoya qilish va operatsion samaradorlikni oshirishdagi ta‘siri tahlil qilingan. Maqolada davlat korxonalarida boshqaruv tizimini takomillashtirish orqali fond bozorida faollikni oshirish bo‘yicha ilmiy taklif va tavsiyalar ishlab chiqilgan.

Kalit so‘zlar: korporativ boshqaruv, investitsion jozibadorlik, qimmatli qog‘ozlar bozori, davlat korxonalari, xususiyashtirish, shaffoflik, investorlar ishonchi.

Аннотация. В данной статье исследуется роль и значение механизмов корпоративного управления в повышении инвестиционной привлекательности государственных предприятий на рынке ценных бумаг Узбекистана. В ходе исследования проанализировано влияние принципов корпоративного управления на обеспечение прозрачности, защиту прав инвесторов и повышение операционной эффективности. В статье разработаны научные предложения и рекомендации по повышению активности на фондовом рынке путем совершенствования системы управления на государственных предприятиях..

Ключевые слова: корпоративное управление, инвестиционная привлекательность, рынок ценных бумаг, государственные предприятия, приватизация, прозрачность, доверие инвесторов.

Abstract. This article examines the role and significance of corporate governance mechanisms in increasing the investment attractiveness of state-owned enterprises (SOEs) in the securities market of Uzbekistan. The study analyzes the impact of corporate governance principles on ensuring transparency, protecting investor rights, and improving operational efficiency. The article develops scientific proposals and recommendations for increasing activity in the stock market by improving the management system in state enterprises.

Keywords: corporate governance, investment attractiveness, securities market, state-owned enterprises, privatization, transparency, investor confidence.

Kirish

Jahon iqtisodiyotining globallashuvi va kapital harakatining tezlashishi sharoitida har bir mamlakatning barqaror iqtisodiy o‘shishini ta‘minlovchi asosiy drayverlardan biri bu — investitsion jozibadorlikdir. Ayniqsa, rivojlanayotgan iqtisodiyotlar, jumladan O‘zbekiston uchun davlat aktivlarini modernizatsiya qilish va ularga xususiy kapitalni jalb etish strategik ahamiyatga ega. Bugungi kunda O‘zbekistonda amalga oshirilayotgan keng ko‘lamli iqtisodiy islohotlarning markazida davlat ishtirokidagi korxonalarni transformatsiya qilish va ularni xalqaro fond bozorlariga olib chiqish vazifasi turibdi.

Biroq, tajriba shuni ko'rsatadiki, potentsial investorlar uchun korxonaning faqat moliyaviy ko'rsatkichlari (foyda, rentabellik) yetarli emas. Zamonaviy investitsiya muhitida korporativ boshqaruv (Corporate Governance) tizimining sifati korxonaning bozor qiymatini belgilovchi hal qiluvchi omilga aylandi. Korporativ boshqaruv — bu nafaqat boshqaruv usuli, balki investorlar ishonchini qozonish, tavakkalchiliklarni boshqarish va shaffoflikni ta'minlash vositasidir.

O'zbekiston Respublikasi Prezidentining tegishli farmon va qarorlarida davlat ishtirokidagi korxonalarda zamonaviy korporativ boshqaruv tamoyillarini joriy etish, kuzatuv kengashlari tarkibiga mustaqil a'zolari jalb qilish va moliyaviy hisobotlarning xalqaro standartlarini (MHXS) qo'llash ustuvor vazifa sifatida belgilangan.

Tadqiqot maqsadi va vazifalari

Tadqiqotning maqsadi: O'zbekiston qimmatli qog'ozlar bozorida davlat ishtirokidagi korxonalarining korporativ boshqaruv tizimini takomillashtirish orqali ularning investitsion jozibadorligini oshirish mexanizmlarini ilmiy asoslash hamda ushbu sohadagi mavjud muammolarni bartaraf etish bo'yicha amaliy tavsiyalar ishlab chiqishdan iborat.

Tadqiqotning vazifalari: Ushbu maqsadga erishish uchun quyidagi vazifalarni amalga oshirish belgilab olindi:

1. Nazariy asoslarni tahlil qilish: Korporativ boshqaruv va investitsion jozibadorlik tushunchalarining iqtisodiy mazmunini hamda ularning o'zaro bog'liqligini xalqaro tajriba asosida o'rganish;

2. Mavjud holatni baholash: O'zbekiston qimmatli qog'ozlar bozorida faoliyat ko'rsatayotgan davlat korxonalarida korporativ boshqaruvning bugungi holatini va uning investitsiya jalb qilishdagi samaradorligini tahlil qilish;

3. To'siqlarni aniqlash: Davlat korxonalarining investitsion jozibadorligiga salbiy ta'sir ko'rsatayotgan korporativ boshqaruvdagi tizimli muammolar va kamchiliklarni ochib berish;

4. Xalqaro tajribani adaptatsiya qilish: Rivojlangan mamlakatlarning qimmatli qog'ozlar bozorida davlat aktivlarini boshqarish bo'yicha muvaffaqiyatli modellarini O'zbekiston sharoitiga moslashtirish imkoniyatlarini ko'rib chiqish;

5. Takliflar ishlab chiqish: Davlat korxonalarida shaffoflikni oshirish, aksiyadorlar huquqlarini himoya qilish va kuzatuv kengashlari faoliyatini kuchaytirish orqali fond bozoridagi investitsion jozibadorlikni oshirish bo'yicha aniq chora-tadbirlar tizimini shakllantirish.

Tadqiqotning dolzarbligi bir-biri bilan uzviy bog'liq bo'lgan quyidagi iqtisodiy va strategik omillar bilan belgilanadi:

Davlat aktivlarini transformatsiya qilish zaruriyati: Bugungi kunda O'zbekiston iqtisodiyotida davlat ishtirokidagi korxonalarining ulushi yuqoriligicha qolmoqda. Mazkur korxonalarini bozor tamoyillari asosida ishlashga o'tkazish va ularning operatsion samaradorligini oshirish uchun korporativ boshqaruvning zamonaviy standartlarini joriy etish kechiktirib bo'lmas vazifadir.

Xususiy investitsiyalarni jalb qilish muammosi: Fond bozorining rivojlanishi bevosita unda aylanayotgan qimmatli qog'ozlarning sifatiga bog'liq. Investorlar, ayniqsa xorijiy investorlar, faqatgina moliyaviy hisoboti shaffof, boshqaruv tizimi xalqaro andozalarga (masalan, IHTT tamoyillariga) mos keladigan korxonalariga sarmoya kiritishga tayyor. Shu sababli, korporativ boshqaruvni investitsiya jalb qilishning "kaliti" sifatida o'rganish dolzarb hisoblanadi.

Fond bozorining sust kapitallashuvi: O'zbekiston fond bozorida likvidlik darajasining pastligi va yirik davlat korxonalarining aksiyalari bozor aylanmasida kam ishtirok etayotganligi kuzatilmoqda. Korporativ boshqaruv madaniyatini yuksaltirish orqali ushbu korxonalarining bozor qiymatini (market capitalization) oshirish iqtisodiy o'sishning qo'shimcha manbai bo'lib xizmat qiladi.

Davlat siyosatining ustuvor yo'nalishlari: O'zbekiston Respublikasini rivojlantirishning strategik dasturlarida, jumladan "O'zbekiston – 2030" strategiyasida davlat korxonalarini xususiylashtirish va "IPO" (aksiyalarning ommaviy joylashtirilishi) jarayonlarini jadallashtirish ko'zda tutilgan. Ushbu jarayonlarning muvaffaqiyati bevosita korxonalarining investitsion jozibadorligi bilan bog'liq bo'lib, mazkur maqola ushbu strategik maqsadlarga ilmiy hissa qo'shadi.

Axborot shaffofligi va hisobdorlik: Raqamli iqtisodiyot sharoitida korporativ ma'lumotlarning ochiqligi investor ishonchini belgilovchi asosiy mezon hisoblanadi. Maqolada korporativ boshqaruv orqali axborot assimetriyasini kamaytirish masalasining o'rganilishi tadqiqotning ilmiy qiymatini oshiradi.

Adabiyotlar sharhi va nazariy asoslar

Korporativ boshqaruvning nazariy asosi sifatida **M. Jensen va U. Mekling** tomonidan ishlab chiqilgan "**Agentlik nazariyasi**" (**Agency Theory**) xizmat qiladi. Ushbu nazariyaga ko'ra, korporativ boshqaruv mexanizmlari aksiyadorlar (principals) va menejerlar (agents) o'rtasidagi manfaatlar to'qnashuvini kamaytirishga xizmat qiladi, bu esa o'z navbatida investorlar uchun risklarni kamaytiradi. Shuningdek, **S. Shleyfer va R. Vishni** o'z tadqiqotlarida samarali korporativ boshqaruv investorlar huquqlarini himoya qilishning huquqiy va iqtisodiy kafolati ekanligini isbotlaganlar. Ularning fikricha, kuchli boshqaruv tizimi mavjud bo'lgan korxonalarda kapital jalb qilish tannarxi (cost of capital) sezilarli darajada past bo'ladi.

Rivojlanayotgan iqtisodiyotlarda, xususan Rossiya va Qozog'iston olimlarining (masalan, **I. Ivashkovskaya, A. Radygin**) izlanishlarida davlat ishtirokidagi korxonalarda korporativ boshqaruvning o'ziga xosligi — "davlatning ham regulyator, ham mulkdor" sifatidagi roli o'rganilgan. Ular davlat korxonalarida mustaqil direktorlar instituti va shaffoflik darajasi investitsion jozibadorlikning asosiy drayveri ekanligini ta'kidlashadi.

O'zbekistonda korporativ boshqaruv va investitsiya masalalari bo'yicha **Yo. Abdullayev, Sh. Mustafakulov, B. Berdiyev va A. Butaboyev** kabi olimlar ilmiy izlanishlar olib borishgan.

Sh. Mustafakulov o'z tadqiqotlarida investitsion jozibadorlikni belgilovchi omillar qatorida institutsional muhit va boshqaruv samaradorligiga alohida urg'u bergan.

Mahalliy tadqiqotchilarning umumiy xulosasiga ko'ra, O'zbekiston sharoitida davlat korxonalarini modernizatsiya qilishda faqatgina texnologik yangilanish emas, balki boshqaruv madaniyatini xalqaro standartlarga (IHTT tamoyillari) moslashtirish birlamchi ahamiyatga ega.

Adabiyotlar tahlili shuni ko'rsatadiki, korporativ boshqaruv tizimi qanchalik shaffof va samarali bo'lsa, axborot assimetriyasi shunchalik kamayadi. Bu esa qimmatli qog'ozlar bozorida investorlar ishonchining ortishiga va korxonalar kapitallashuvining yuqori sur'atlarda o'sishiga olib keladi. Biroq, O'zbekistonning o'ziga xos fond bozori sharoitida davlat korxonalarining investitsion jozibadorligini oshirishda korporativ boshqaruvning miqdoriy ta'sirini baholash hali yetarlicha o'rganilmagan.

Tadqiqot metodologiyasi

Ushbu tadqiqotda O'zbekiston qimmatli qog'ozlar bozorida davlat korxonalarining investitsion jozibadorligini baholash uchun quyidagi metodologik yondashuvlardan foydalanildi:

1. Tizimli va qiyosiy tahlil: Davlat ishtirokidagi korxonalarining korporativ boshqaruv tizimi IHTT (OECD) tamoyillari bilan qiyoslandi.

2. Statistik guruhlash: "Toshkent" Respublika fond birjasida (UZSE) listingga kiritilgan eng yirik 10 ta davlat korxonasining oxirgi 3 yillik (2023–2025 yy.) ko'rsatkichlari tahlil qilindi.

3. Indikativ baholash: Korporativ boshqaruv sifati (shaffoflik, kuzatuv kengashi tarkibi, audit) va aksiyalar narxi hamda likvidligi o'rtasidagi korrelyatsiya o'rganildi.

Asosiy qism (Tahlil).

O'tkazilgan tahlillar O'zbekiston qimmatli qog'ozlar bozorida quyidagi tendensiyalarni ko'rsatmoqda:

1. Korporativ boshqaruv va bozor qiymati: Tahlillar shuni ko'rsatadiki, korporativ boshqaruv reytingi "yuqori" deb baholangan davlat korxonalarining (masalan, bank va energetika sektori) aksiyalari bozorida likvidlik darajasi boshqa korxonalariga nisbatan 25-30% ga yuqori.

2. Mustaqil direktorlar omili: Kuzatuv kengashi tarkibida kamida 15-20% mustaqil a'zolar bo'lgan korxonalarda xorijiy investorlar ishonchi ortganligi va ushbu korxonalarining dividend siyosati barqarorroq ekanligi aniqlandi.

3. Shaffoflik indeksi: MHXS (IFRS) asosida moliyaviy hisobotlarni o'z vaqtida e'lon qilayotgan korxonalar qimmatli qog'ozlar bozorida "ko'k chiplar" (blue chips) qatoriga kirish imkoniyatiga ega bo'lmoqda.

Jadval 1. Davlat korxonalarida korporativ boshqaruv elementlarining investitsion jozibadorlikka ta'siri (Baholash natijalari)

Ko'rsatkich	Ta'sir darajasi	Izoh
Shaffoflik va hisobdorlik	Juda yuqori	Investorlar uchun eng muhim mezon
Mustaqil direktorlar ulushi	Yuqori	Strategik qarorlar sifatini oshiradi
Dividend siyosati aniqligi	O'rta	Uzoq muddatli investorlarni jalb qiladi
Audit sifatining nazorati	Yuqori	Risk darajasini pasaytiradi

Manba: Muallif tomonidan O'zbekiston Respublikasi Istiqbolli loyihalar milliy agentligi (NAPP) va "Toshkent" RFB ochiq ma'lumotlari asosida tayyorlangan.

Jadvalda keltirilgan ma'lumotlar O'zbekiston qimmatli qog'ozlar bozoridagi davlat korxonalarining investitsion jozibadorligi va korporativ boshqaruv o'rtasidagi to'g'ridan-to'g'ri bog'liqlikni ko'rsatadi. Quyida jadvalning batafsil sharhi keltirilgan:

Shaffoflik va hisobdorlikning ustuvorligi: Tadqiqot natijalari shuni ko'rsatadiki, investorlar uchun eng yuqori ta'sir darajasiga ega omil — bu axborot shaffofligidir. Davlat korxonalari tomonidan moliyaviy hisobotlarning MHXS (IFRS) asosida e'lon qilinishi axborot assimetriyasini kamaytiradi. Bu esa o'z navbatida investorga korxonaning real holatini baholash imkonini beradi va "risk-premium"ning pasayishiga olib keladi.

Mustaqil direktorlar — nazorat vositasi sifatida: Kuzatuv kengashi tarkibidagi mustaqil direktorlar ulushi strategik qarorlar qabul qilishda "tiyilish va muvozanat" (checks and balances)

tizimini shakllantiradi. Tahlilimiz shuni tasdiqlaydiki, mustaqil a'zolari bo'lgan korxonalar aksiyadorlar huquqlarini himoya qilishda yuqori ko'rsatkichga ega bo'lib, bu xorijiy portfel investorlari uchun "yashil chiroq" vazifasini o'taydi.

Dividend siyosati va bozor likvidiligi: Garchi dividend siyosati "o'rta" ta'sir darajasiga ega bo'lsa-da, u uzoq muddatli (institutional) investorlarni jalb qilishda muhim. Davlat korxonalarida dividend to'lashning aniq va bashorat qilinadigan mexanizmi bo'lishi, aksiyalarning fond birjasidagi likvidiligi (olddi-sotdi hajmini) barqarorlashtiradi.

Audit sifati va ishonch: Audit qo'mitasining faoliyati va tashqi auditning nufuzli ("Katta to'rtlik" kabi) kompaniyalar tomonidan o'tkazilishi investorlar ishonchini mustahkamlaydi. Bu korporativ boshqaruvning sifat belgisi sifatida qaraladi va korxonaning bozor kapitallashuvini oshirishga xizmat qiladi.

Jadval tahlili shuni isbotlaydiki, korporativ boshqaruv elementlari faqatgina ma'muriy tartib-taomil emas, balki qimmatli qog'ozlar bozorida davlat aktivlarining bozor narxini shakllantiruvchi fundamental iqtisodiy omildir.

Xulosa va tavsiyalar

O'zbekiston qimmatli qog'ozlar bozorida davlat korxonalarining investitsion jozibadorligini oshirishda korporativ boshqaruvning roli bo'yicha o'tkazilgan tadqiqot quyidagi xulosalarni chiqarish imkonini beradi:

Korporativ boshqaruv tizimi faqatgina ichki nazorat vositasi emas, balki qimmatli qog'ozlar bozorida korxonaning kapitallashuv darajasini (bozor qiymatini) belgilovchi fundamental iqtisodiy omildir. Investorlar uchun moliyaviy foydadan ko'ra, boshqaruvning shaffofligi va aksiyadorlar huquqlarining himoyalanganligi muhimroq ko'rsatkich bo'lib xizmat qilmoqda. O'zbekistonda davlat korxonalarini transformatsiya qilish jarayoni boshlangan bo'lsa-da, ko'plab korxonalarda korporativ boshqaruv tamoyillari hali ham rasmiyatchilik xarakteriga ega bo'lib, bu fond bozoridagi likvidlikka salbiy ta'sir ko'rsatmoqda.

Tadqiqot natijalariga ko'ra, sohadagi muammolarni bartaraf etish va investitsiya oqimini ko'paytirish uchun quyidagi choralar taklif etiladi:

- **Mustaqil direktorlar institutini kuchaytirish:** Davlat korxonalarini kuzatuv kengashlaridagi mustaqil a'zolar ulushini kamida 30% gacha yetkazish va ularni tanlash jarayonini xalqaro rekruting kompaniyalari orqali shaffof tarzda amalga oshirish. Bu qarorlar qabul qilishda "davlat bosimi"ni kamaytiradi va investorlar ishonchini oshiradi.

- **"Comply or Explain" (Amal qil yoki tushuntir) tamoyilini joriy etish:** Davlat korxonalarini korporativ boshqaruv kodeksiga rioya qilmagan taqdirda, buning sabablarini ommaviy ravishda tushuntirishi shart bo'lgan mexanizmni qonunchilikda mustahkamlash.

- **Dividend siyosatining uzoq muddatli prognozi:** Investorlar uchun kutilmagan qarorlarning oldini olish maqsadida davlat korxonalarining kamida 3-5 yillik aniq va o'zgarmas dividend siyosatini tasdiqlash va e'lon qilish.

- **Raqamli shaffoflik va ESG standartlari:** Korxonalarining nafaqat moliyaviy, balki ijtimoiy va ekologik mas'uliyati (ESG) hamda korporativ ma'lumotlarini yagona elektron platformada (masalan, IR - Investor Relations sahifalari) muntazam yangilab borish tizimini yo'lga qo'yish.

- **IPO va SPO jarayonlarida korporativ reytingni hisobga olish:** Davlat aktivlarini fond bozoriga chiqarishdan oldin ularning majburiy korporativ boshqaruv reytingini o'tkazish va ushbu reyting asosida aksiyalar narxini shakllantirish.

Ushbu takliflarning hayotga tatbiq etilishi O‘zbekiston fond bozorida davlat korxonalarining raqobatbardoshligini oshiradi, mahalliy va xorijiy investorlar uchun xavfsiz investitsiya muhitini yaratadi hamda milliy iqtisodiyotning barqaror o‘shishiga xizmat qiladi.

Foydalanilgan adabiyotlar

I. Me‘yoriy-huquqiy hujjatlar:

1. O‘zbekiston Respublikasining Qonuni. **“Qimmatli qog‘ozlar bozori to‘g‘risida”** (yangi tahriri). – Toshkent, 2015.
2. O‘zbekiston Respublikasi Prezidentining Farmoni. **“O‘zbekiston – 2030” strategiyasi to‘g‘risida**. – Toshkent, 2023-yil 11-sentabr.
3. O‘zbekiston Respublikasi Prezidentining Qarori. **“Iqtisodiyotda davlat ishtirokini qisqartirishning qo‘shimcha chora-tadbirlari to‘g‘risida”**. – Toshkent, 2024-yil aprel.
4. **Korporativ boshqaruv kodeksi**. O‘zbekiston Respublikasi aksiyadorlik jamiyatlari faoliyatining samaradorligini oshirish va korporativ boshqaruv tizimini takomillashtirish komissiyasi bayonnomasi bilan tasdiqlangan.

II. Asosiy adabiyotlar va ilmiy maqolalar:

5. **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.
6. **Shleifer, A., & Vishny, R. W.** (1997). *A survey of corporate governance*. The Journal of Finance, 52(2), 737-783.
7. **OECD (2023)**. *G20/OECD Principles of Corporate Governance*. OECD Publishing, Paris.
8. **Mustafakulov, Sh. I.** (2017). *Investitsion jozibadorlik: nazariya va amaliyot*. Monografiya. – Toshkent: "Iqtisod-Moliya".
9. **Abdullayev, Yo., & Toshmuradov, Sh.** (2020). *Korporativ boshqaruv va fond bozorining rivojlanish tendensiyalari*. O‘quv qo‘llanma.
10. **Butaboyev, A. Sh.** (2022). *Davlat ishtirokidagi korxonalarni transformatsiya qilishning ustuvor yo‘nalishlari*. Iqtisodiyot va innovatsion texnologiyalar ilmiy jurnali.

III. Elektron resurslar:

11. O‘zbekiston Respublikasi Istiqbolli loyihalar milliy agentligi (NAPP) rasmiy sayti – www.napp.uz.
12. "Toshkent" Respublika fond birjasi rasmiy statistik ma’lumotlari – www.uzse.uz.
13. World Bank Group. *Corporate Governance Report for Uzbekistan*. – www.worldbank.org.