

**O‘ZBEKISTON VA QOZOG‘ISTONDAGI AKSIYADORLIK JAMIYATLARIDA
INVESTITSION LOYIHALARNI BAHOLASHNING NAZARIY ASOSLARI VA
KORPORATIV BOSHQARUV OMILLARI**

Dilnozaxon Muxitdinova

*“Korporativ moliya va qimmatli qog‘ozlar” kafedrası, Toshkent davlat iqtisodiyot
universiteti, Toshkent, O‘zbekiston,*

dilnozakhnmukhitdinova@gmail.com

Aksiyadorlik jamiyatlari korporativ sektorning asosiy institutsional shakli bo‘lib, ularning investitsion qarorlari iqtisodiyotning tarkibiy o‘zgarishi va barqaror o‘shish sur‘atlarini belgilab beradi. Investitsion loyihalarni to‘g‘ri baholash kapitalni eng samarali yo‘nalishlarga taqsimlash, aksiyadorlar boyligini maksimal darajada oshirish va korxonaning uzoq muddatli raqobatbardoshligini ta‘minlash imkonini beradi. Shu bois O‘zbekiston va Qozog‘istondagi aksiyadorlik jamiyatlarida kapital byudjetlashtirishning nazariy asoslarini qayta ko‘rib chiqish va ularni amaldagi institutsional muhit bilan uyg‘unlashtirish dolzarb masala hisoblanadi.

Moliya nazariyasida investitsion loyihalarni baholash NPV (sof joriy qiymat), IRR (ichki foyda normasi), PI (daromadlilik indeksi), diskontlangan va oddiy to‘lov muddati kabi usullar orqali amalga oshiriladi. Diskontlangan pul oqimlari konsepsiyasi kapital qiymatini kelajakdagi pul oqimlarining hozirgi qiymati orqali aniqlashni nazarda tutadi. Rivojlangan mamlakatlar tajribasida NPV va IRR eng asosiy mezonlar sifatida tan olingan, chunki ular loyihaning korxona qiymatiga keltiradigan sof ta‘sirini ham, kapital qiymati bilan bog‘liq xatarlarni ham hisobga olish imkonini beradi.

Rivojlanayotgan bozorlar sharoitida, jumladan O‘zbekiston va Qozog‘istonda, tarixan oddiy to‘lov muddati va hisob-kitob rentabelligi kabi soddalashtirilgan usullar keng qo‘llanib kelgan. Bunga statistik ma‘lumotlarning yetarlicha chuqur emasligi, pul bozoridagi barqarorlik yetishmasligi hamda xatarlarni miqdoriy baholashning murakkabligi sabab bo‘lgan. Biroq oxirgi yillarda korporativ boshqaruv standartlarining takomillashuvi, xalqaro moliyaviy hisobot standartlariga moslashuv va fond bozorini rivojlantirish natijasida diskontlangan pul oqimlariga asoslangan usullarning qo‘llanishi sezilarli darajada kengayib bormoqda.

Korporativ boshqaruv investitsion qarorlar sifati va samaradorligiga to‘g‘ridan-to‘g‘ri ta‘sir ko‘rsatadi. La Porta va hammualliflarining tadqiqotlari investor huquqlarini himoya qilish darajasi past bo‘lgan mamlakatlarda tashqi moliyalashtirish hajmi cheklanganini, yirik va uzoq muddatli loyihalarga kirishish esa sezilarli xatar bilan bog‘liqligini ko‘rsatadi. Claessens, Rajan va Zingales kabi tadqiqotchilar korporativ boshqaruv sifati va institutsional rivojlanish investitsion loyihalar strukturasini, kapital tuzilmasini va risk profilini belgilovchi



muhim omil ekanini ta’kidlaydilar.

O‘zbekiston va Qozog‘istonda oxirgi o‘n yillikda korporativ boshqaruv kodekslarining joriy etilishi, kuzatuv kengashlari vakolatlarining kengayishi, mustaqil direktorlar instituti, audit qo‘mitalari, axborot oshkoraligi va IFRS ga bosqichma-bosqich o‘tish kabi islohotlar amalga oshirilmoqda. Bu jarayonlar aksiyadorlik jamiyatlarida investitsion loyihalarni baholashni faqat qisqa muddatli moliyaviy natijalar bilan emas, balki uzoq muddatli qiymat yaratuvchi omillar bilan bog‘lashga imkon bermoqda.

1-jadval**O‘zbekiston va Qozog‘iston aksiyadorlik jamiyatlarida investitsion loyihalarni
baholashning qiyosiy tahlili**

Ko‘rsatkich / yo‘nalish	O‘zbekiston aksiyadorlik jamiyatlari	Qozog‘iston aksiyadorlik jamiyatlari	Qiyosiy tahlil
Kapital byudjetlashtirishning asosiy maqsadi	Uzoq muddatli o‘rish va modernizatsiyani ta’minlash, lekin ko‘p hollarda qisqa muddatli likvidlik va tez qaytish omili kuchli ta’sir qiladi.	Uzoq muddatli qiymat yaratish, xalqaro investorlar talablariga mos rentabellik va barqarorlikni ta’minlashga ko‘proq yo‘naltirilgan.	Har ikkala mamlakatda ham maqsad o‘xshash, lekin Qozog‘istonda bozor mexanizmlariga tayangan, O‘zbekistonda esa o‘tish davri omillari hamon sezilib turadi.
Eng ko‘p qo‘llaniladigan baholash usullari	Yirik kompaniyalarda NPV, IRR, diskontlangan to‘lov muddati; o‘rta va kichik subyektlarda hanuzgacha oddiy payback va rentabellik koeffitsientlari keng tarqalgan.	Yirik AJlarda NPV va IRR deyarli standart, payback ko‘proq qo‘shimcha indikator sifatida qo‘llanadi.	Diskontlangan pul oqimlariga asoslangan usullar Qozog‘istonda nisbatan barqaror va tizimli, O‘zbekistonda esa asta-sekin ustunlikka chiqmoqda.
Diskont stavkasini shakllantirish	Ko‘p hollarda yuqori “zaxira bilan” olinadi (20–25% atrofida), mamlakat xatari va inflyatsiya sezilarli qo‘shiladi, CAPM to‘liq qo‘llanmaydi.	Bozor rentabelligi, reytinglar, CAPM elementlari, mamlakat xatar premiyasi hisobga olinib, nisbatan tizimli yondashuv qo‘llanadi.	O‘zbekistonda ehtiyotkorlik yuqori, natijada ayrim loyihalar haddan ziyod ehtiyotkor baholanishi mumkin; Qozog‘istonda risk va rentabellik muvozanati bozorga yaqinroq.

**“NAZARIY VA AMALIY FANLARDAGI USTUVOR ISLOHOTLAR
VA ZAMONAVIY TA’LIMNING INNOVATSION YO’NALISHLARI”**

Korporati v boshqaruv tizimi	Korporativ boshqaruv kodeksi joriy etilgan, kuzatuv kengashlari va mustaqil direktorlar instituti shakllanmoqda, lekin amaliyotda sifat farqlari mavjud.	Korporativ boshqaruv elementlari (kuzatuv kengashi, komitetlar, mustaqil direktorlar) yirik kompaniyalarda ancha ilgari shakllangan.	Har ikkala mamlakatda formal talablar mavjud, Qozog‘istonda uzoqroq tajriba tufayli amaliyot nisbatan barqarorroq.
Axborot ochiqligi va moliyaviy hisobot	Yirik AJlarda IFRSga o‘tish bosqichma-bosqich amalga oshirilmogda, lekin axborot oshkoraligi bo‘yicha kompaniyalararo tafovut katta.	Ko‘plab yirik kompaniyalar IFRS bo‘yicha auditorlikdan o‘tadi, yillik hisobot va prezentatsiyalar orqali investorlar bilan muloqot shakllangan.	O‘zbekistonda axborot ochiqligi o‘shish bosqichida, Qozog‘istonda esa bozor ishtirokchilariga ma’lumot yetkazish tizimi ancha shakllangan.
Xatarlarni baholash va boshqarish	Xatarlar ko‘p hollarda diskont stavkasini “ko‘tarish” orqali hisobga olinadi, senariy va sezgirlik tahlili kamroq qo‘llanadi.	Xatarlarni senariy tahlili, “stress-test”, sezgirlik tahlili orqali baholash usullari yirik korxonalarda kengroq qo‘llanadi.	Nazariy jihatdan bir xil, amalda esa Qozog‘istonda risk-menejment vositalari to‘laroq ishlatiladi; O‘zbekistonda shu yo‘nalishda salohiyatni oshirish zarur.
Davlat ishtirokida gi loyihalar ulushi	Davlat ulushi yuqori bo‘lgan AJlar ko‘p, yirik infratuzilma va ijtimoiy ahamiyatga ega loyihalarda davlat roli dominant.	Yirik davlat kompaniyalari mavjud, lekin ularning bir qismi IPO/SPO orqali bozorga chiqarilgan, xususi investorlar ulushi oshib bormogda.	O‘zbekistonda davlat roli kuchliroq, Qozog‘istonda esa bosqichma-bosqich bozorlashuv va xususiylashtirish jarayoni chuqurroq.
Strategik va ijtimoiy mezonlarni inobatga olish	Investitsion qarorlarda eksport, import o‘rmini bosish, hududiy rivojlanish, bandlik kabi mezonlar muhim o‘rin egallaydi, ba’zan moliyaviy mezonlardan	Strategik va ijtimoiy maqsadlar ham muhim, lekin aksariyat yirik loyihalar bozor rentabelligi va risk-return profilidan kelib chiqqan holda asoslanadi.	Har ikkala mamlakatda strategik omillar muhim, ammo O‘zbekistonda davlat dasturlari doirasidagi loyihalarda ijtimoiy mezonlar ustunroq, Qozog‘istonda



	ustun qo'yiladi.		esa bozor mezonlari kuchliroq.
--	------------------	--	-----------------------------------

Jadvaldan ko'rinadiki, har ikki mamlakatda kapital byudjetlashtirishning asosiy maqsadi bir xil bo'lsa-da, O'zbekistonda qisqa muddatli likvidlik va tez qaytadigan loyihalarga, Qozog'istonda esa uzoq muddatli qiymat yaratishga ko'proq urg'u beriladi. Yirik aksiyadorlik jamiyatlarida NPV va IRR qo'llanadi, ammo O'zbekistonda kichik va o'rta korxonalarda hanuz sodda usullar (payback, rentabellik koeffitsienti) ustun, Qozog'istonda esa zamonaviy usullar tizimliroq qo'llanadi. Diskont stavkasi O'zbekistonda ko'pincha “zaxira bilan” juda yuqori olinadi, Qozog'istonda esa CAPM va bozor ko'rsatkichlariga tayangan yondashuv kuchliroq. Korporativ boshqaruv, IFRS va axborot ochiqqligi bo'yicha Qozog'iston amaliyoti nisbatan shakllangan, O'zbekistonda esa normativ baza bor, lekin amaliyotda sifat farqi katta. Har ikki mamlakatda davlat ishtiroki yuqori, biroq O'zbekistonda ijtimoiy-strategik mezonlar ko'pincha moliyaviy natijalardan ustun, Qozog'istonda bozor rentabelligi va investor talablari ko'proq hisobga olinadi. Shu bois O'zbekiston uchun asosiy vazifa — metodologiyani standartlashtirish, risk-menejmentni kuchaytirish va korporativ boshqaruv institutlarini real ishlaydigan mexanizmga aylantirishdir.

Investitsion loyihalarni baholashning zamonaviy metodologiyasi quyidagi yo'nalishlarda takomillashishni talab qiladi:

- diskont stavkalarini shakllantirishda kapitalkiymat modelidan (CAPM) va mamlakat xatar premiyasidan foydalanish;
- inflyatsiya, valyuta kursi, siyosiy va tartibga solish xatarlarini senariy tahlili va sezgirlik tahlili orqali hisobga olish;
- NPV va IRR indikatorlarini strategik moslik, ESG ko'rsatkichlari, eksport salohiyati va import o'rnini bosish effekti bilan uyg'unlashtirish;
- investitsion qaror qabul qilishda kuzatuv kengashining roli va javobgarligini oshirish.

O'zbekiston va Qozog'iston misolida investitsion loyihalar ko'pincha energetika, transport, xom-ashyo qazib olish va sanoat infratuzilmasi sohalarida jamlangan. Bu esa loyihalarning kapital talabini yuqori, qaytish davrini esa nisbatan uzoq qiladi. Shuning uchun kapital byudjetlashtirish jarayonida xatarni to'g'ri baholash, loyihalarni portfel tamoyili asosida diversifikatsiya qilish va davlat–xususiy sheriklik mexanizmlarini kengaytirish zarur.

Xulosa qilib aytganda, O'zbekiston va Qozog'istondagi aksiyadorlik jamiyatlarida investitsion loyihalarni baholash amaliyotini modernizatsiya qilish uchun nafaqat metodik ko'rsatmalarni yangilash, balki korporativ boshqaruv sifatini oshirish, investor huquqlarini himoya qiluvchi institutlarni mustahkamlash, statistik va axborot infratuzilmasini rivojlantirish talab etiladi. Kapital byudjetlashtirishning ilg'or nazariy yondashuvlarini



mahalliy sharoitga moslashtirish aksiyadorlar boyligini oshirish bilan birga, milliy iqtisodiyotning barqaror o'sishiga ham xizmat qiladi.

Foydalanilgan adabiyotlar

1. La Porta R.. Investor Protection and Corporate Governance. Journal of Financial Economics. 2000
2. Claessens S.. Corporate Governance and Development. World Bank Working Paper. 2006
3. Andor G., Mohanty S.K., Toth T. Capital Budgeting Practices in Central and Eastern Europe. Emerging Markets Review. 2015
4. Rajan R., Zingales L. Financial Dependence and Growth. American Economic Review. 1998
5. Amonboev M. Increasing the Effectiveness of Investment Management by Introducing Corporate Governance in Joint-Stock Companies. Journal of International Business Research and Marketing. 2001