

✓ 2027-2029 yillarda aksiyadorlik jamiyatlari va obligatsiya chiqaruvchilar uchun ESG hisobotlarini majburiy qilish orqali yashil yuvishni oldini olib xalqaro investorlarni jalb qilishi yashil obligatsiyalar hajmini 1,5 mlrd dollarga ko'tarish mumkin

✓ 2026–2030 yillarda yashil obligatsiyalar uchun soliq imtiyozlarini joriy etish va EBRD/ADB orqali pilot emissiyalarni o'tkazish orqali O'zbekiston moliya bozorida mahalliy valyutada korporativ obligatsiyalarni ko'paytirib, FDI ga qaramlikni kamaytirishga erishiladi.

Foydalanilgan adabiyotlar ro'yxati:

1. O'zbekiston Respublikasi Prezidentining "O'zbekiston — 2030" strategiyasini "Atrof-muhitni asrash va "yashil iqtisodiyot" yilida amalga oshirishga oid davlat dasturi to'g'risida PF-16 sonli farmoni// <https://lex.uz/uz/docs/-7369703>

2. O'zbekiston Respublikasi Iqtisodiyot va Moliya Vazirligi "O'zbekiston Respublikasiga jalb etilayotgan yashil investitsiyalar bo'yicha yillik hisobot"(2025)// <https://api.mf.uz/>

3. European Environment Agency (EEA), "Green bonds in Europe" (2025)// <https://www.eea.europa.eu/en/analysis/indicators/green-bonds-8th-eap>

4. Institute for Energy Economics and Financial Analysis (IEEFA), "EU Green Bond Standard: A strong first year, but more to be done" (2026)// <https://ieefa.org/resources/eu-green-bond-standard-strong-first-year-more-be-done>.

5. O.R.Meyliyev, K.Gofurova "Soliqqa tortishning ekologik yo'naltirilganligini kuchaytirishning xorij tajribasi tahlili" // "Moliya tizimini rivojlantirishning zamonaviy tendensiyalari va istiqbollari" mavzusidagi xalqaro amaliy konferensiyasi (2024)// <https://doi.org/10.5281/zenodo.11398521>

6. World Bank Uzbekistan Economic Update (2024); UNDP Uzbekistan Green Bond Report (2023)// <https://cbu.uz/>

7. EBRD Transition Report 2024–2025; Central Bank of Uzbekistan Sustainable Finance Report (2025)// <https://www.ebrd.com/>

8. ADB Uzbekistan Country Partnership Strategy Update (2025); Climate Bonds Initiative Emerging Markets Report (2025)// <https://www.adb.org/sites/default/files/institutional-document/986901/cps-uzb-2024-2028>.

АКЦИЯЛАР ЖОЗИБАДОРЛИГИ РАҚОБАТДАГИ УСТУНЛИК АСОСИ

С.Элмирзаев

Иқтисодиёт фанлари доктори, профессор

Акциядорлик жамиятларида корпоратив бошқарув сифатини юқори босқичга олиб чиқиш орқали молиявий барқарорликни таъминлашда

жамиятнинг ишончи ҳам муҳимдир. Бунинг учун компаниялар ўз фаолиятларида ва барқарор ривожланиш йўлида ESG стандартларини жорий этишни кенгайтириб боришлари лозим бўлади. Бугунги кунга келиб компаниялар маҳаллий ва хорижий миқёсда ESG стандартлари бўйича ҳар учала йўналишга ҳам эътибор қаратиб инвестицион жозибадорликни таъминлаш ва бозор капиталлашувини оширишга интилоқдалар. Қазахтелеком акциядорлик жамиятининг бу борадаги фаолияти қуйидагиларга йўналтирилган (1-жадвал).

1-жадвал

Қазахтелеком АЖ ESG йўналишлари⁷⁵

Барқарор ривожланиш йўналишлари: Е	Барқарор ривожланиш йўналишлари: S	Барқарор ривожланиш йўналишлари: G
Атроф-муҳит муҳофазаси; Энергия самарадорлик; Иқлим ўзгаришига қарши кураш.	Ходимлар билан ўзаро муносабатлар; Персонал сони ва таркиби; Инсон ҳуқуқлари ва тенг имкониятларни таъминлаш; Иш жойида хавфсизлик ва саломатлик; Маҳаллий ҳамжамиятлар.	Коррупцияга қарши кураш; Иқтисодий натижадорлик; Харидлар амалиёти; Бозорлар ва рақобат; Инновациялар ва янги технологиялар; Ахборот хавфсизлиги ва маълумотлар ҳимояси.

Қазахтелеком акциядорлик жамиятининг атроф-муҳит муҳофазаси ва иқлим ўзгаришига қарши курашдаги фаоллиги алоҳида эътирофга лойиқ. Бунда яхлит фаолият, марказий аппарат ва ҳудудий бўлинмалар фаолияти юзасидан экологик аудит ўтказилиб келинаётганлиги, яшил офис амалиётига ўтилганлигини алоҳида ажратиб кўрсатиш мумкин. 2032 йилга қадар камуглеродли ривожланиш дастури амалга оширилаётганлиги бу борадаги яна бир амалий қадамлардан биридир. Акциядорлик жамияти тушумга нисбатан энергия сарфини ва харажатларини камайтириб бориш орқали иқлим ўзгаришларига қарши курашда ҳам фаоллик кўрсатмоқда.

Қазахтелеком акциядорлик жамияти томонидан ESG стандартларини жорий этишда бошқарув нуқтаи назаридан коррупцияга қарши кескин кураш, харидлар амалиёти шаффофлигини таъминлаш, янги технологиялар асосида инновацион ривожланиш, киберхавфсизликни кучайтириш каби асосида иқтисодий натижадорликни мунтазам ошириб бориш корпоратив бошқарувнинг иш сифатини белгилаб бермоқда. Шу ўринда алоҳида қайд этиб ўтиш лозимки, янги технологиялар асосида инновацион ривожланиш яшил ривожланишга ҳам хизмат қилмоқда. Коррупцияга қарши кураш нуқтаи назаридан комплаенс хизмати йўлга қўйилганлиги харидлар бўйича ҳам шаффофликни оширмоқда. Натижада хизмат кўрсатиш таннархи пасайиши имконияти молиявий барқарорликни ва натижадорликни оширмоқда.

⁷⁵ Интегрированный годовой отчет АО «Қазахтелеком» / 2024

Гарчи Казахтелеком акциядорлик жамиятида давлат улуши мавжуд бўлсада (2-жадвал) ESG стандартларига қатъий риоя қилиниши барча томонлар манфаатлари асосида қарорлар қабул қилинишига олиб келмоқда.

2-жадвал

Казахтелеком АЖ оддий акциялар бўйича акциядорлар таркиби, 01.10.2025 ҳолатига⁷⁶

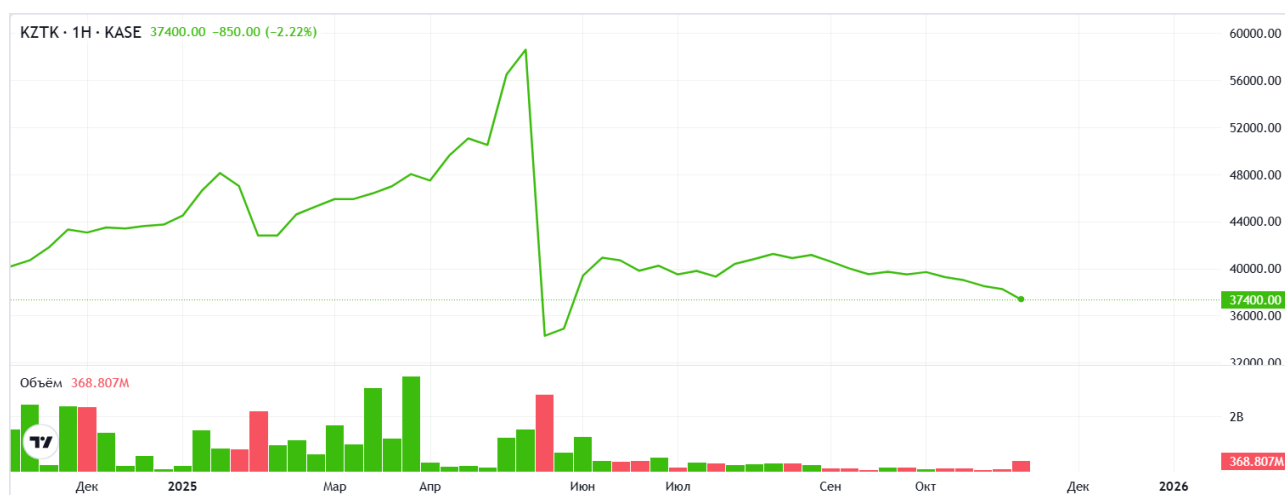
Акциядорлар	Акция сони	Улуш, %да
«Самрук-Қазына» миллий фаровонли фонди АЖ	8 655 561	79,24%
Telecom Systems Ltd Хусусий компанияси.	1 052984	9,64%
5%дан паст улушга эга бошқа акциядорлар	997 479	9,13%
Қайтариб сотиб олинган хусусий акциялар	216 852	1,99%
Жойлаштирилган оддий акциялар жами	10 922 876	100%

Кўриб турибмизки, Казахтелеком акциядорлик жамиятида «Самрук-Қазына» миллий фаровонли фонди акциядорлик жамияти энг йирик акциядор ва у давлат улуши ҳисобланган 79,24 фоиз оддий акцияларга эгалик қилади. Акциядорлик жамиятининг 10 922 876 дона оддий акциялари ҳамда 1 213 653 дона имтиёзли акциялари ҳам мавжудлиги, акциялар номинал баҳоси 1000 тенге эканлигини анобатга олсак, устав капитали 12 136 529 000 тенге (23,2 млн АҚШ доллари)ни ташкил этади. Солиштириш учун Ўзбектелеком акциядорлик компанияси устав капитали 326 171 555 666 сўм (27,2 млн АҚШ доллари) [8]. Гарчи Ўзбектелеком акциядорлик компанияси устав капитали Казахтелеком акциядорлик жамияти устав капиталидан юқорироқ бўлсада, бозор капиталлашуви Казахтелеком АЖда ниҳоятда юқори. Уни қуйидаги расмдан кўришимиз мумкин (1-расм).

Қуйидаги диаграмма таҳлиллари кўрсатмоқдаки, 2025 йил 14 ноябрь кунги савдоларда номинал баҳоси 1000 тенге бўлган Казахтелеком акциядорлик жамияти оддий акциялари 37400 тенгедан сотилган. 2025 йил май ойи бошида оддий акция курси 59461,59 тенгега етган. Оддий акцияларнинг номинал баҳодан 35-40 бараварлаб юқори нархда фонд бозорида сотилаётганлиги инвестицион жозибадорлик ҳақиқатда юқорилигидан далолат беради.

Қуйидаги диаграмма таҳлиллари кўрсатмоқдаки, 2025 йил 14 ноябрь кунги савдоларда номинал баҳоси 1000 тенге бўлган Казахтелеком акциядорлик жамияти оддий акциялари 37400 тенгедан сотилган. 2025 йил май ойи бошида оддий акция курси 59461,59 тенгега етган. Оддий акцияларнинг номинал баҳодан 35-40 бараварлаб юқори нархда фонд бозорида сотилаётганлиги инвестицион жозибадорлик ҳақиқатда юқорилигидан далолат беради.

⁷⁶ <https://telecom.kz/ru/pages/11893/172452>



1-расм. Казхтелеком АЖ акциялар котировкаси динамикаси⁷⁷

Қолаверса бу котировкалар 98 фоиз оддий акциялар очик муомалада бўлган ҳолатда шаклланаётганли Олмаота фонд биржаси савдо имкониятлари ҳам кескин юқорилигини кўрсатади. Шундай шароитда бор-йўғи 5,45 фоиз акциялари очик бозорда жойлаштирилган Ўзбектелеком акциядорлик компанияси акциялари котировкаси анча пастлигича қолмоқда. Сабаб қарз капитали ҳажмининг юқорилиги, инвестицион жозибадорлик нуқтаи назаридан дивиденд сиёсатига етарлича эътибор қаратилмаслигидир.

Казхтелеком акциядорлик жамиятида эса аллақачон дивиденд тарихи шаклланиб улгурган. Ҳам оддий акциялар, ҳам оддий акциялар бўйича юқори дивидендлар Казхтелеком акциядорлик жамияти томонидан мунтазам таклиф қилиниб келинаётганлиги юқоридаги бозор капиталлашувига эришишга имкон берган (3-жадвал).

3-жадвал

Казхтелеком АЖ дивиденд тарихи⁷⁸ [10]

Давр	Бир дона оддий акцияга дивидендлар, тенге	Бир дона имтиёзли акцияга дивидендлар, тенге
1996	-	250
1997	-	300
1998	-	300
1999	-	300
2000	-	300
2001	158,18	300
2002	296,63	300
2003	314,80	314,80
2004	404,02	404,02
2005	510,06	510,06
2006	544,79	544,79

⁷⁷ <https://kase.kz/ru/investors/shares/KZTK>

⁷⁸ <https://telecom.kz/ru/pages/11902/172435>

Давр	Бир дона оддий акцияга дивидендлар, тенге	Бир дона имтиёзли акцияга дивидендлар, тенге
2007	544,79	544,79
2008	485,02	485,02
2009	422,09	422,09
2010	528,73	528,73
2011	1 328,80	1 328,80
2012, 1-чорак	18 559,27	18 559,27
2012, 2-4 чорак	161,03	161,03
2013, 1-ярим йиллик	2 603,90	2 603,90
2014	101,73	300
2015	331,73	331,73
2016	404,57	404,57
2017	1 595,79	1 595,79
2018	781,06	781,06
2019	778,11	778,11
2020	1 730,88	1 730,88
2021	3 590,39	3 590,39
2022	3 038,36	3 038,36
2023	2096,6	2 096,60
2024	26664,88	26664,88

Юқоридаги таҳлиллар кўрсатмоқдаки, имтиёзли акциялар бўйича 1996 йилдан буён, оддий акциялар бўйича эса 2001 йилдан буён Казахтелеком акциядорлик жамияти мунтазам дивиденд тўлаб келмоқда. Фаолият соҳаси ўта рентабелли эканлиги дивиденд сиёсатига ҳам кўчган. 2012 йил 1-чоракда барча акциялар учун 18 559,27 тенгедан дивиденд тўлаб берилган бўлса, 2024 йил якунлангач, ҳар бир акцияга дивиденд тарихидаги энг юқори 26664,88 тенгедан дивиденд тўлаб берилган. 2025 йил май ойида тўланган акция номинал қийматига нисбатан 26,26 баравар юқори дивиденд акция курсининг ҳам 56000 тенгедан ошиб кетишига олиб келган. Дивидендлар туфайли акция курсининг юқорилиги ўз-ўзидан янги лойиҳаларни молиялаштиришда акция воситасида арзон ресурс жалб қилиш имкониятига Казахтелеком акциядорлик жамиятига эришган ва бундан фойдаланиб келмоқда.

Шундай шароитда Ўзбектелеком акциядорлик компанияси томонидан тўланган дивидендлар миқдорлари қуйидагича (4-жадвал).

Келтирилган рақамлардан аён бўлмоқдаки, юқори рентабелли соҳадаги Ўзбектелеком АК 2018 йил якуни бўйича оддий акцияларга икки марта ҳақиқатда юқори дивиденд тўлаган. Лекин 2019 йил якунига кўра тўланган дивиденд миқдори кескин пасайиб кетган. 2020 йил якуни бўйича 2021 йилда оддий акцияларга 19,15 фоизлик дивиденд тўланган бўлсада,

2021-2022 йиллар якунларида дивиденд тўланмаган. 2023 йил IPO ўтказгач 2023-2024 йиллар якунларига кўра тўланган дивидендлар миқдори эса оддий акциялар бозор баҳосига нисбатан ниҳоятдан паст.

4-жадвал

Ўзбектелеком акциядорлик компанияси дивиденд тўловлари таҳлили⁷⁹

Бир дона акцияга дивиденд, сўмда	Акция номинал қийматига нисбатан, фоизда	Эълон қилинган сана
76.3	6.61 %	09.07.2025
46.55	4.03 %	09.07.2024
220.96	19.15 %	12.07.2021
37.56	3.25 %	22.12.2020
1403.66	121.63 %	08.07.2019
579.56	50.22 %	02.04.2019
64.4	5.58 %	04.07.2018
259.12	22.50 %	11.07.2017
178.65	15.50 %	12.07.2016

Бу ўз-ўзидан корпоратив бошқарув сифатини юқори баҳолаш имконини бермайди. Натижада молиявий барқарорлик ҳам пасайган. Sustainable Fitch “Ўзбектелеком” АК ESG рейтингини 73 балл билан баҳолаган, бу Марказий Осиёдаги энг юқори кўрсаткич ҳисоблансада компания молиявий барқарорлигини ошириш нуқтаи назаридан иш сифатини қайта кўриб чиқиш муҳим ҳисобланади. Бунда биринчи корпоратив бошқарув самарадорлигини ошириш орқали молиявий барқарорликни таъминлаш муҳимдир. Натижада мунтазам дивидендларга ўтиш шубҳасиз инвестицион жозибадорликка ҳам хизмат қилади.

ESG стандартларидаги атроф-муҳит муҳофазаси ва иқлим ўзгаришларининг олдини олиш, корпоратив ижтимоий масъулият ҳамда сифатли корпоратив бошқарув орқали самарадорликни таъминлаш пировард натижада Акциядорлик жамиятларида рентабелликни оширади.

Юқори рентабелликка эришиш асосида барча манфаатдор томонлар қаторида акцидорлар, инвесторлар билан манфаатли молиявий муносабатлар ўрнатиш инвестицион жозибадорлик ортишига олиб келади. Бунинг учун мунтазам дивиденд сиёсати бозор даромадлилигига асосланиши лозим. Шунда акциялар ҳисобига арзон капитал жалб қилиш воситасида энергия тежамкор замонавий технологиялар орқали юқори самарадорликка имкон яратилади ва ESG стандартлари талаблари ҳам бажарилади.

Казахтелеком акциядорлик жамиятининг ESG стандартларига қатъий риоя қилиш бўйича амалиёти учта йўналишда ҳам ўз натижасини берган. Бу ўз навбатида корпоратив бошқарув фаолият самарадорлиги ортишига

⁷⁹ <https://invest.openinfo.uz/>

молиявий натижаларда ҳам ўз аксини топган. Барча ички ва ташқи манфаатдор томонлар қаторида инвесторлар манфаатдорлиги юқори ўринга қўйилганлиги инвестицион жозибадорликни ҳам юқори суръатларда оширган.

Казахтелеком акциядорлик жамияти акцияларининг фонд бозорида номинал қийматга нисабатан 35-40 барабар юқори нархда сотилаётганлиги оддий акциялар воситасида янги лойиҳаларни замонавий технологиялар воситасида арзон молиялаштириш имкониятини бермоқда. Дивиденд тўловларига етарлича эътибор қаратилмаётганлиги боис Ўзбектелеком акциядорлик компанияси бозор капиталлашуви пастлигича қолмоқда.

СУВЕРЕН ФАРОВОНЛИК ЖАМҒАРМАЛАРИНИНГ ИНВЕСТИЦИОН САЛОҲИЯТИ

***Исаджанов Абдували Абдурахимович,**
Ўзбекистон халқаро исломшунослик академияси, и.ф.д., профессор*

Оҳирги йилларда Суверен фаровонлик жамғармалари (Sovereign Wealth Funds – SWF) глобал ноаниқлик шароитида, барқарорликни таъминлаш борасида хавф-хатарни камайтиришга қаратилган стратегияларни қабул қилмоқда. Айтиш керакки, уларни тўплаган тўғридан-тўғри инвестицияларнинг умумий ҳажми 72,1 миллиард АҚШ долларга етди⁸⁰. Иқлим ўзгаришига мослашиш SWF фаолиятида марказий ўринни эгаллайди: бу соҳага 11 миллиард доллар сармоя киритилди, бу эса иқлим барқарорлигини таъминлашга катта эътибор берилаётганидан далолат беради.

Рақамли инфратузилма ушбу инвесторлар учун муҳим аҳамият касб этмоқда: 53 та битимда 9,4 миллиард АҚШ доллар, жумладан, маълумотларни қайта ишлаш ва телекоммуникация марказларига 5,4 миллиард АҚШ доллар сармоя киритилди. Ушбу стратегик қайта қуриш Суверен фаровонлик жамғармаларнинг барқарор ривожланиш тамойилларини мустаҳкамлашга бўлган қатъиятини акс эттиради.

Энергия хавфсизлигини, углерод нейтраллигини, саноат рақобатбардошлигини ва инфратузилма барқарорлигини таъминлаш учун узоқ муддатга мўлжалланган инвестициялар зарур. Ушбу вазиятда Суверен фаровонлик жамғармалари катта ҳажмли ва узоқ муддатга мўлжалланган инвестицияга эга институционал инвесторлар сифатида фаолиятини амалга оширмоқда ва, мисол учун, иқлим ўзгаришига мослашишда, атроф-муҳитни муҳофаза қилишда, муқобил энергия тизимини ривожлантиришда муҳим молиявий омил сифатида намоён бўлмоқда.

⁸⁰ Steering a Steady Course: Sovereign Wealth Funds in a Turbulent Era. IFSWF Annual Review 2024. https://ifswfreview.org/?utm_source=chatgpt.com