

O'zbekistonning makroiqtisodiy barqarorligi va xalqaro arenada investitsion jozibadorligi oshayotganligidan dalolat berib turibdi. Standard & Poor's Ratings O'zbekiston reytingi oshganligini O'zbekistonning uzoq muddatli suveren reytingini BB-dan BB ga ko'tarishni, avvalo, makroiqtisodiy siyosat yuritish sifati va islohotlar barqarorlashgani bilan izohlagan. Xususan, energiya sektori va tariflarni bozor tamoyillariga moslashtirish, shaffoflikning oshishi hamda investitsiya loyihalarini amalga oshirishga yo'naltirilgan siyosat uzoq muddatli o'sish salohiyatini kuchaytirgan. Shuningdek, davlat qarzining nisbatan kamligi va imtiyozli, uzoq muddatli tashqi moliyalashtirish fiskal xatarlarni cheklaydi. Bunda oltin narxlarining yuqoriligi tashqi pozitsiyani mustahkamlab, xalqaro zaxiralar 2023–2025-yillarda keskin oshib, 2025-yil oktabr oxirida 59 mlrd dollarga yetgani reytingni qo'llab-quvvatlagan.

O'zbekistonning suveren kredit reytingi baholanishi natijasida 2018-2025-yillarda Global moliya bozorlaridan obligatsiyalar vositasida 3.95 mlrd AQSh dollar, 1.1 mlrd yevro hamda 17.75 trln so'm miqdorda davlatga tashqi qarz jalb qilindi. Shuningdek, davlatning kredit reytingini olishi O'zbekistondagi yirik Aksiyadorlik jamiyatlarining korporativ kredit reytinglarini olishiga va buning natijasida "O'zsanoat-qurilishbank" ATB, "O'zmilliybank" ATB, "Ipoteka-bank" ATB, "UzAuto Motors" AJ, "O'zbekneftgaz" AJ, "Navoiy kon-metallurgiya kombinati" AJ hamda "Agrobank" ATBlari tomonidan 100 lab mln AQSh dollarlik obligatsiyalar xalqaro fond birjalariga chiqarishdi.

Suveren kredit reytinglari davlatning moliyaviy ishonchliligi va defolt xatarini xalqaro miqyosda standartlashtirilgan baholash imkonini beradi. Ular tashqi qarz jalb qilish narxi va shartlarini belgilab, investitsion jozibadorlikni oshiradi, kapital oqimini tezlashtiradi hamda uzoq muddatli makroiqtisodiy barqarorlikni ta'minlashga xizmat qiladi.

Foydalanilgan adabiyotlar ro'yxati:

1. Burkanov, A.U. va Sindarov, F.Q. (2021) 'Suveren kredit reytinglarida O'zbekistonning o'rnini yaxshilash imkoniyatlari', *Iqtisodiyot va innovatsion texnologiyalar*, № 2 (mart–aprel).
2. Sindarov, F. (2022) 'Standart & Poor's Global reyting agentligi tomonidan O'zbekistonning reytingini baholash amaliyoti', *Xalqaro moliya va hisob*, № 1, fevral.
3. Kim, S.J. va Wu, E. (2008) 'Sovereign credit ratings, capital flows and financial sector development in emerging markets', *Emerging Markets Review*, 9(1), b. 17–39.
4. *Budjetnoma 2026-2030. Iqtisodiyot va moliya vazirligi*
5. <https://lex.uz/>
6. <https://www.spglobal.com/>
7. <https://www.fitchratings.com/>
8. <https://www.moody.com/>
9. <https://www.imv.uz/>

ДАВЛАТ ИШТИРОКИДАГИ КОРХОНАЛАРНИНГ АКЦИЯЛАРИНИ ОММАВИЙ ЖОЙЛАШТИРИШ МУАММОЛАРИ

Разиков Улуғбек Зарипович

Тошкент давлат иқтисодиёт университети мустақил тадқиқотчиси

Аннотация. *Мазкур тадқиқот ишида Ўзбекистонда давлат иштирокидаги корхоналар акцияларини капитал бозорида оммавий жойлаштириш (IPO ва SPO) жараёнларининг ҳолати, бу борадаги мавжуд тўсиқлар ва уларни бартараф этиш йўллари тадқиқ этилган. Корпоратив бошқарув тизимидаги камчиликлар, аҳоли*

молиявий саводхонлиги ва ишончининг пастлиги, активларни баҳолаш муаммолари ҳамда маҳаллий институционал инвесторларнинг этишмаслиги каби асосий тўсиқлар таҳлил қилинган. Ушбу бўшлиқларни бартараф этиш мақсадида Польша, Хитой ва Сингапур каби давлатларнинг илғор тажрибаси ўрганилган. Тадқиқот натижасида "Халқчил IPO" дастурларини рақамли технологиялар орқали кенгайтириш, қатъий дивиденд сиёсатини белгилаш ва чакана инвесторлар учун солиқ имтиёзларини жорий этиш бўйича илмий асосланган амалий таклифлар ишлаб чиқилган.

Калит сўзлар. Давлат корхоналари, хусусийлаштириш, оммавий жойлаштириш (IPO ва SPO), капитал бозори, корпоратив бошқарув, чакана инвесторлар, "Халқчил IPO", институционал инвесторлар, дивиденд сиёсати.

Жаҳон иқтисодиётида давлатнинг иқтисодиётдаги ролини мақбуллаштириш ва рақобатбардошликни оширишнинг энг самарали усулларида бири — бу давлат корхоналарини хусусийлаштириш ва уларнинг акцияларини фонд биржаларида оммавий жойлаштириш (IPO ва SPO) ҳисобланади (Megginson, 2017). Сўнгги йилларда Ўзбекистонда олиб борилаётган иқтисодий ислохотлар доирасида давлат иштирокидаги йирик корхоналар ва банкларни трансформация қилиш, уларнинг инвестицион жозибадорлигини ошириш ҳамда капитал бозорини ривожлантиришга жиддий эътибор қаратилмоқда. Бироқ, акцияларни кенг оммага таклиф этиш орқали аҳолининг бўш маблағларини инвестицияга айлантириш ва корхоналарнинг молиявий мустақиллигини таъминлаш жараёнларида бир қатор тизимли муаммолар кузатилмоқда (Asian Development Bank, 2021).

Ўзбекистонда давлат корхоналари акцияларини оммавий жойлаштиришга (IPO/SPO) тўсқинлик қилаётган асосий ҳуқуқий, иқтисодий ва инфратузилмавий муаммолар қуйидагилардан иборат:

Корпоратив бошқарув тизимининг сустлиги ва шаффофликнинг этишмаслиги: Аксарият давлат корхоналарида Халқаро молиявий ҳисобот стандартлари (IFRS) тўлиқ жорий этилмаган, Кузатув кенгашларида мустақил директорларнинг реал таъсири паст (World Bank, 2022). Бу эса салоҳиятли инвесторларда корхонанинг реал молиявий ҳолати ва келажакдаги даромаддорлигига нисбатан шубҳа уйғотади.

Аҳолининг молиявий саводхонлиги ва фонд бозорига ишончининг пастлиги: Анъанавий равишда Ўзбекистон аҳолиси ўз маблағларини кўчмас мулкка, хорижий валютага ёки банк депозитларига йўналтиришни афзал кўради. Акциядорлик маданиятининг шаклланмаганлиги ва фонд бозоридаги таваккалчиликларни бошқариш кўникмасининг йўқлиги сабабли, чакана инвесторларнинг IPO жараёнларидаги иштироки кутилган натижаларни бермаяпти.

Акцияларни адолатли баҳолашдаги мураккабликлар: Давлат корхоналарининг рентабеллик кўрсаткичлари кўпинча паст бўлади ёки улар ижтимоий функцияларни бажаришга мажбур бўлади. Бунинг натижасида корхона акцияларининг бошланғич нархини (offer price) белгилашда қийинчиликлар юзага келади — юқори нарх инвесторларни чўчитади, паст нарх эса давлат бюджетига тушумларни камайтиради.

Институционал инвесторларнинг етишмаслиги: Ривожланган давлатларда IPO жараёнларининг асосий драйвери хусусий пенсия жамғармалари, суғурта компаниялари ва инвестицион фондлар ҳисобланади. Ўзбекистонда бундай маҳаллий институционал инвесторлар қатлами ҳали тўлиқ шаклланмаган (Asian Development Bank, 2021).

Давлат корхоналарини оммавий жойлаштириш жараёнларида турли давлатлар ўзига хос муваффақиятли моделларни қўллаган:

Польша ва Шарқий Европа тажрибаси ("Халқ IPO си"): Варшава фонд биржасининг тезкор ривожланиши давлат корхоналари акцияларини маҳаллий аҳоли ва пенсия фондларига имтиёзли шартларда сотиш орқали амалга ошган (Kozarzewski & Bałtowski, 2019). Бунда миллий инвесторлар базасини яратиш устувор вазифа сифатида белгиланган.

Хитой тажрибаси (Аралаш мулкчилик модели): Хитой йирик давлат корхоналарини (SOE) хусусийлаштиришда давлатнинг назорат пакетини сақлаб қолган ҳолда миноритар улушларни (20-30%) фонд биржаларига чиқарган (Megginson, 2017). Бу орқали корхоналарга хорижий капитал ва замонавий корпоратив бошқарув кириб келиши таъминланган.

Сингапур тажрибаси (Темасек модели): Давлат активларини бевосита вазирликлар эмас, балки профессионал бошқарилувчи суверен фондлар бошқаради ва улар тижорат тамойиллари асосида, давлатнинг ижтимоий аралашувисиз IPO га тайёрланади (Chen, 2016).

Хориж тажрибаси ва маҳаллий иқтисодиётнинг ўзига хос хусусиятларидан келиб чиқиб, Ўзбекистонда давлат корхоналари акцияларини оммавий жойлаштириш жараёнларини жадаллаштириш бўйича қуйидагилар тавсия этилади:

"Халқчил IPO" (People's IPO) дастурларини кенгайтириш ва рақамлаштириш: Аҳолининг кенг қатламини жалб қилиш учун брокерлик ҳисобрақамларини очиш ва акцияларни сотиб олиш жараёнларини тўлиқ рақамлаштириш.

Қатъий дивиденд сиёсатини қонунан мустаҳкамлаш: Оммавий жойлаштиришга чиқаётган давлат корхоналари учун соф фойданинг камида 30-40 фоизини дивиденд сифатида тўлаш мажбуриятини белгилаш. Бу чакана инвесторларнинг ишончини ва қизиқишини кескин оширади.

Чакана инвесторлар учун солиқ имтиёзларини жорий этиш: Давлат корхоналарининг IPO/SPO сида иштирок этган жисмоний шахсларнинг дивидендларини ва акциялар қийматининг ўсишидан олинган даромадларини маълум муддатга жисмоний шахслардан олинадиган даромад солиғидан озод қилиш.

Корпоратив шаффофликни мажбурий қилиш: Биржага чиқадиган корхоналар Кузатув кенгаши таркибининг камида 30 фоизини халқаро тажрибага эга бўлган хорижий ва маҳаллий мустақил директорлардан шакллантириш талабини қатъий ўрнатиш (World Bank, 2022).

Фойдаланилган адабиётлар:

Asian Development Bank. (2021). Uzbekistan: Capital market assessment. Asian Development Bank.

Chen, C. (2016). Solving the puzzle of corporate governance of state-owned enterprises: The path of the Temasek model in Singapore and lessons for China. Northwestern Journal of International Law & Business, 36(2), 303-370.

Kozarzewski, P., & Bałtowski, M. (2019). *Change in state ownership policy in Poland: Towards state capitalism. Post-Communist Economies*, 31(6), 754-774.

Meggison, W. L. (2017). *Privatization, state capitalism, and state ownership of business in the 21st century. Foundations and Trends in Finance*, 11(1-2), 1-153.

World Bank. (2022). *State-owned enterprises in transition: Reforming governance and accelerating privatization. World Bank Publications*.

INSTITUTIONAL INVESTORLAR FAOLIYATIDA KRIPTOVALYUTADAN FOYDALANISH IMKONIYATLARI

M.A.Sultanov, dots.

O'zbekiston qimmatli qog'ozlar bozorida institutsional investor asosiy maqsadi kapitalni ko'paytirishni va uni likvidli shaklda saqlanishini ta'minlash hisoblanadi. Asosiy funksiyasi esa qimmatli qog'ozlarga faol ravishda pul mablag'larini qo'yishdir. Institutsional investorlar moliyaviy barqarorlikni ta'minlash maqsadida o'z aktivlarini ishonchlilik, diversifikatsiyalash, qaytarishlilik, foydalilik va likvidlilik tamoyillari asosida qimmatli qog'ozlarga investitsiya qilishlari muhim ahamiyat kasb etadi.

O'zbekiston qimmatli qog'ozlar bozorida institutsional investor tushunchasiga oid olib borgan tadqiqotlarimiz negizida "institutsional investorlar – moliya bozorida qatnashish imkoniyatiga ega bo'lmagan mayda va yirik investorlarning mablag'larini yagona portfelga to'plash (jamg'arish) va moliya vositachisi sifatida o'z nomidan ushbu mablag'larni moliya bozori instrumentlariga investitsiya qilishdan foyda olishni maqsad qilgan ixtisoslashgan professional investitsion institutlardir",³³⁴ degan mualliflik ta'rifi yaratildi.

O'zbekistonda institutsional investorlar asosan mamlakatimizning kapital bozori qonunchiligida nazarda tutilgan obyektlar (aksiya, obligatsiya, ko'chmas mulkka ulush va boshqalar) ga investitsiya kiritib o'z portfelini likvidliligini ta'minlashlari mumkin. Shu bilan birga ular zamon talabi doirasida jahon moliya bozorida yangi instrumentlar muomalasini tahlil qilib borishlari zarur.

Bugungi kunda institutsional investorlar o'z portfelini shakllantirishda an'anaviy instrumentlardan tashqari, moliyaviy texnologiyalar elementlari hisoblangan kriptovalyutadan foydalanish imkoniyatlarini o'rganishiga to'g'ri keladi.

Institutsional investor portfelida kriptovalyuta joylashtirish imkoniyatlari — bu moliyaviy institutlar (banklar, investitsiya fondlari, pensiya fondlari, xedj-fondlar) o'z investitsiya portfeliga kriptoaktivlarni qo'shish orqali daromad va diversifikatsiyani oshirish imkoniyatlarini anglatadi.

Dunyo tajribasida institutsional investor portfelida kriptovalyuta joylashtirish quyidagi imkoniyatlarni beradi:

- kriptovalyutalar har doim ham an'anaviy aktivlar (aksiya, obligatsiya) bilan bir vaqtda kotirovka qilinmaydi. Shu bois, investitsiya portfelida kriptovalyutalarning ulushi past bo'lsa ham, umumiy portfel daromadini oshirishi imkonini beradi;
- kriptovalyutalar yuqori riskli aktiv bo'lsada, yuqori daromad keltirishi mumkinligini inobatga olib, banklar salohiyatli mijozlariga portfelning ma'lum qismini kriptovalyutaga yo'naltirishni tavsiya qilmoqda;

³³⁴ X.X. Xudoyqulov, M.A. Sultanov. Moliyaviy bozorlar, institutlar va instrumentlar. (Darslik). – T.: "Innovatsion rivojlanish nashriyot-matbaa uyi", 2023 – 216 b