



AKSIYADORLIK JAMIYATLARIDA ESG OMILLARINING BOSHQARUV SAMARADORLIGIGA TA'SIRI

Xabibullayev Dadajon

Toshkent davlat iqtisodiyot universiteti

ORCID: 0009-0003-0507-4340

d.xabibullayev@tsue.uz

Annotatsiya. Maqolada zamonaviy korporativ boshqaruvning ajralmas qismiga aylangan ESG (Environmental, Social, and Governance) mezonlarining aksiyadorlik jamiyatlari faoliyatidagi o'rni tahlil qilinadi. Ayniqsa, atrof-muhitga ta'siri yuqori bo'lgan sanoat korxonalarida barqaror rivojlanish omillarining boshqaruv samaradorligiga ta'siri xorijiy va mahalliy tajriba asosida ko'rib chiqiladi. Maqolada ESG komponentlarining boshqaruv apparati faoliyatiga, risklarni boshqarish tizimiga va korxonaga investitsion muhitiga ta'siri nazariy va amaliy jihatdan o'rganilgan.

Kalit so'zlar: ESG (Environmental, Social, Governance), aksiyadorlik jamiyati, korporativ boshqaruv, korporativ menejment, boshqaruv samaradorligi, barqaror rivojlanish, risklarni boshqarish, investitsion jozibadorlik, shaffoflik.

ВЛИЯНИЕ ФАКТОРОВ ESG НА ЭФФЕКТИВНОСТЬ УПРАВЛЕНИЯ В АКЦИОНЕРНЫХ ОБЩЕСТВАХ

Хабибуллаев Дадажон

Ташкентский государственный экономический университет

Аннотация. В статье анализируется роль критериев ESG (Environmental, Social and Governance — экологические, социальные и управленческие факторы), ставших неотъемлемой частью современной системы корпоративного управления, в деятельности акционерных обществ. Особое внимание уделяется оценке влияния факторов устойчивого развития на эффективность управления промышленными предприятиями с высокой экологической нагрузкой на основе зарубежного и отечественного опыта. В работе теоретически и практически исследовано влияние компонентов ESG на систему управления, механизм риск-менеджмента и инвестиционную привлекательность предприятия.

Ключевые слова: ESG (Environmental, Social, Governance), акционерное общество, корпоративное управление, корпоративный менеджмент, эффективность управления, устойчивое развитие, управление рисками (риск-менеджмент), инвестиционная привлекательность, прозрачность.

THE IMPACT OF ESG FACTORS ON MANAGERIAL EFFECTIVENESS IN JOINT-STOCK COMPANIES

Khabibullayev Dadajon

Tashkent State University of Economics

Abstract. *The article analyzes the role of ESG criteria (Environmental, Social, and Governance), which have become an integral part of the modern corporate governance system, in the activities of joint-stock companies. Particular attention is paid to assessing the impact of sustainable development factors on the management efficiency of industrial enterprises with a high environmental burden, based on both international and domestic experience. The study theoretically and practically examines the influence of ESG components on the management system, risk management mechanisms, and the investment attractiveness of enterprises.*

Keywords: *ESG (Environmental, Social, Governance), joint-stock company, corporate governance, corporate management, management efficiency, sustainable development, risk management, investment attractiveness, transparency.*

Kirish.

Bugungi kunda xalqaro investorlar aksiyadorlik jamiyatlarining faqat moliyaviy hisobotlariga emas, balki ularning ESG reytinglariga ham jiddiy e'tibor qaratmoqda. Zamonaviy aksiyadorlik jamiyatlari oldida nafaqat foyda ko'rish, balki barqaror rivojlanish (Sustainability) masalasi ham turibdi. ESG (Environmental, Social, and Governance) — bu kompaniyaning atrof-muhitga ta'siri, ijtimoiy mas'uliyati va boshqaruv sifati darajasini o'lchaydigan ko'rsatkichlar majmuidir.

Global iqtisodiyotda XXI asrning ikkinchi o'n yilligidan boshlab "barqaror moliya" va "mas'uliyatli investitsiya" tushunchalari markaziy o'ringa chiqdi. Aksiyadorlik jamiyatlari an'anaviy ravishda faqatgina foydani maksimallashtirish (Profit Maximization) maqsadida faoliyat yuritgan bo'lsa, hozirgi kunda manfaatdor tomonlar nazariyasi (Stakeholder Theory) doirasida barcha ishtirokchilarning (xodimlar, mijozlar, jamiyat va atrof-muhit) manfaatlarini hisobga olishga majbur bo'lmoqdalar. ESG (Environmental, Social, and Governance) atamasi 2004-yilda BMTning "Who Cares Wins" hisobotida ilk bor rasmiy ravishda tilga olinganidan buyon, korporativ boshqaruvning ajralmas qismiga aylandi.

O'zbekiston iqtisodiyotini modernizatsiya qilish va xalqaro moliya bozorlariga chiqish jarayonida mahalliy aksiyadorlik jamiyatlarida ham ESG tamoyillarini joriy etish dolzarb masalaga aylandi. Mazkur tadqiqot ushbu omillarning boshqaruv apparati samaradorligiga qanday ta'sir qilishini nazariy va amaliy jihatdan o'rganishga qaratilgan.

Adabiyotlar sharhi.

Korporativ boshqaruv nazariyasida ESG omillarining o'rni va ahamiyati asosan manfaatdor tomonlar nazariyasi (stakeholder theory) bilan izohlanadi. R.E Freeman tomonidan e'tirof etilgan ushbu nazariyaga ko'ra, kompaniya faqatgina aksiyadorlar emas, balki barcha manfaatdor tomonlar oldida mas'uldir. ESG yondashuvi aynan shu konsepsiyani amaliyotga joriy etadi. (Freeman, 1984)

Empirik tadqiqotlarda esa ESG va korporativ boshqaruv o'rtasida kuchli ijobiy bog'liqlik mavjudligi isbotlab berilgandir. Robert G. Eccles va hammualliflar (2014) yuqori ESG ko'rsatkichlariga ega kompaniyalarda boshqaruv tizimi yanada barqaror va shaffof ekanligini ko'rsatib bera olgan. Ularning tadqiqotida ESG integratsiyasi uzoq muddatli strategik qarorlar sifatini oshirishi ta'kidlanadi.

Shuningdek ba'zi olimlar ESG faoliyatining institutsional investorlarga ijobiy signal berishini, bu esa boshqaruv sifatiga ijobiy ta'sir ko'rsatishini asoslab bergan. Jumladan, Alexander Dyck va boshqalar (2019) dunyoning 41 ta mamlakatidagi aksiyadorlik

jamiyatlarida ma'lumotlarini tahlil qilib, institutsional investorlar kompaniyalarda ESG standartlarini joriy etish orqali boshqaruv samaradorligini oshirishini isbotlashgan. Ularning fikricha, xalqaro investorlar AJ boshqaruv apparatiga "soft power" (yumshoq kuch) orqali ta'sir o'tkazib, uzoq muddatli barqarorlikni talab qiladilar. (DyCk, 2019)

George Serafeim, Robert Eccles hamda boshqa tadqiqotchilar tomonidan olib borilgan ilmiy izlanishlarda ESG ko'rsatkichlari yuqori bo'lgan kompaniyalarda Tobin's Q va bozor kapitalizatsiyasi ham yuqori shakllanishi aniqlangan. (James, 1969)

Mahalliy iqtisodiy adabiyotlarda korporativ boshqaruv tizimining samaradorligi va uning uzoq muddatli iqtisodiy natijalarga ta'siri masalalari keng yoritilgan. Xususan, Ashurov, Djalilov va Bobur Nasilloevich Urinov (2021) o'z tadqiqotlarida zamonaviy korporativ boshqaruv tizimining strategik ahamiyatini asoslab beradilar. Ularning fikriga ko'ra, xalqaro standartlarga asoslangan va kompaniyaning uzoq muddatli rivojlanish strategiyasiga yo'naltirilgan korporativ boshqaruv tizimi kompaniyaning moliyaviy barqarorligini ta'minlaydi hamda uning daromadli faoliyat yuritish qobiliyatini mustahkamlaydi. Shu bilan birga, bunday boshqaruv yondashuvi nafaqat alohida kompaniya darajasida, balki milliy iqtisodiyot miqyosida ham raqobatbardoshlikni oshirishga xizmat qiladi.

Tadqiqot metodologiyasi.

Ushbu maqola tadqiqot metodologiyasi kompleks yondashuv asosida shakllantirilib, unda iqtisodiy-statistik tahlil usullari, xususan korrelyatsiya va regressiya tahlillari qo'llanildi. ESG omillarining boshqaruv samaradorligiga ta'sirini aniqlash uchun kvantitativ metodlar asosiy vosita sifatida tanlandi.

Tadqiqot doirasida aksiyadorlik jamiyatlarining ESG ko'rsatkichlari va ularning boshqaruv samaradorligi indikatorlari o'rtasidagi bog'liqlik o'rganildi. Boshqaruv samaradorligini baholash uchun quyidagi ko'rsatkichlardan foydalanildi:

- aktivlar rentabelligi (ROA)
- kapital rentabelligi (ROE)
- bozor qiymati ko'rsatkichlari
- boshqaruv shaffofligi indeksi

Shuningdek, kompaniya qiymatini baholashda Tobin's Q koeffitsiyenti qo'llanildi:

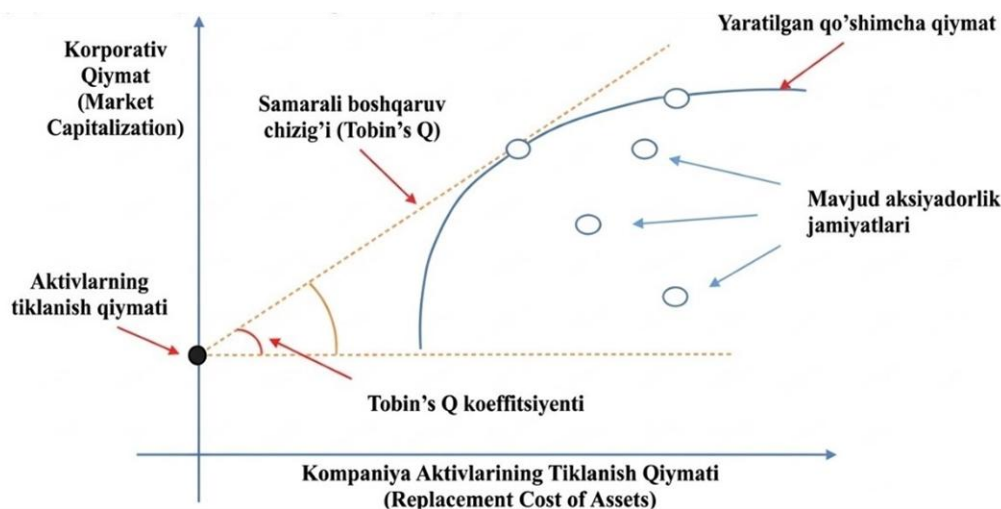
$$\text{Tobin's Q} = \frac{\text{Bozor qiymati}}{\text{Jami aktivlar}}$$

Tobin's Q - bu kompaniyaning bozor qiymati bilan uning aktivlarini qayta tiklash (replacement cost) yoki balans qiymati o'rtasidagi nisbatni ifodalovchi iqtisodiy ko'rsatkichdir. Mazkur ko'rsatkich iqtisodchi James Tobin tomonidan ishlab chiqilgan bo'lib, korxonada bozor tomonidan qanchalik yuqori yoki past baholanayotganini aniqlashda qo'llaniladi. Shuningdek Tobin's Q koeffitsiyenti kompaniya boshqaruv samaradorligi va investitsion jozibadorligini baholashda keng qo'llaniladi.

Agar Tobin's Q < 1 bo'lsa, kompaniya aktivlari bozorda past baholanayotganligini bildiradi va bu korxonada faoliyatida samaradorlik muammolari mavjudligini ko'rsatishi mumkin. Agar Q=1 bo'lsa, kompaniyaning bozor qiymati uning aktivlari qiymatiga teng hisoblanadi. Bu holatda kompaniya bozorda muvozanatli baholanmoqda deb qaraladi. Agar Tobin's Q > 1 bo'lsa, kompaniyaning bozor qiymati aktivlar qiymatidan yuqori baholanadi. Bu investorlar ishonchi yuqori ekanligini, korporativ boshqaruv va moliyaviy samaradorlik yaxshi shakllanganligini anglatadi.

Odatda:

- ➔ Q<1 → past samaradorlik;
- ➔ 1<Q<2 → o'rtacha yoki barqaror samaradorlik;



1-rasm. ESG ko'rsatkichlari hamda kompaniya qiymatini ifodalovchi Tobin's Q ko'effitsiyenti o'rtasidagi bog'liqlik

$Q > 2 \rightarrow$ yuqori investitsion jozibadorlik va kuchli bozor bahosi mavjudligini ifodalaydi.

ESG va boshqaruv samaradorligi o'rtasidagi bog'liqlikni aniqlashda quyidagi ekonometrik regressiya statistik modeli orqali har tomonlama tahlil qilindi.

Xususan tadqiqotda aksiyadorlik jamiyatlarining (A) barqaror rivojlanish (ESG) omillari ularning korporativ qiymati va boshqaruv samaradorligiga ta'sirini empirik jihatdan baholash maqsadida ko'p omilli chiziqli regressiya modelidan (Ordinary Least Squares - OLS) foydalanildi. Modelda korxonalar qiymatining indikator sifatida Tobin's Q ko'effitsiyenti bog'liq o'zgaruvchi (Y) etib belgilandi."

$$Y = \beta_0 + \beta_1 \text{ESG} + \beta_2 \text{Size} + \beta_3 \text{Leverage} + \epsilon$$

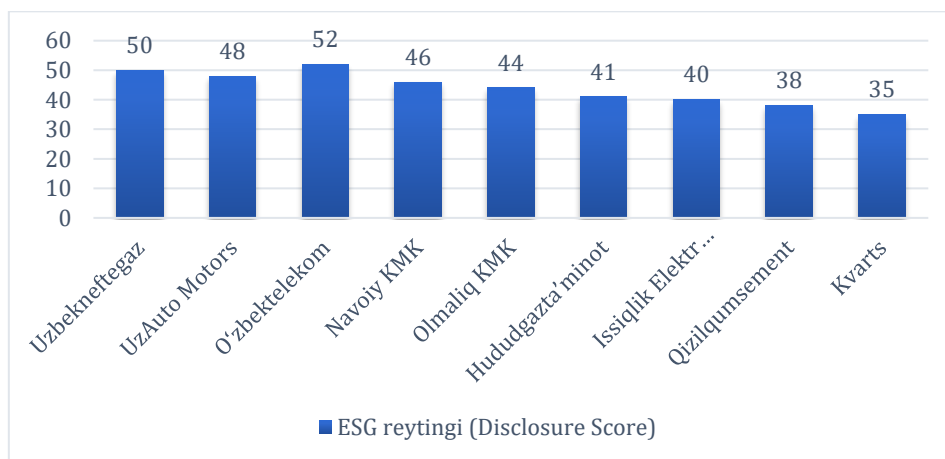
Bu model orqali ESG darajasi kompaniya samaradorligiga qanday ta'sir qilishi aniqlanadi. Modeldagi har bir komponent quyidagi iqtisodiy ma'noga ega:

- **Y (Tobin's Q):** Modelning **bog'liq o'zgaruvchisi**. Kompaniyaning bozordagi kapitallashuv qiymatining uning aktivlarini qayta tiklash (balans) qiymatiga nisbatan ko'rsatkichi bo'lib, korporativ boshqaruv samaradorligini ifodalaydi.
- **β_0 (Intercept / Ozod had):** Agar modeldagi barcha mustaqil omillar (ESG, Size, Leverage) nolga teng bo'lsa, kompaniya qiymatining nazariy jihatdan boshlang'ich darajasini ko'rsatadi.
- **ESG (Asosiy mustaqil o'zgaruvchi):** Kompaniyaning ekologik, ijtimoiy va korporativ boshqaruv shaffoflik indeksi (ballarda).
- **β_1 ko'effitsiyenti:** ESG ballarining Tobin's Q ga ta'sir kuchi va yo'nalishini belgilaydi. $\beta_1 > 0$ bo'lishi -ESG shaffofligi oshishi bilan kompaniya qiymati ham to'g'ri mutanosib ravishda o'sishini anglatadi.
- **Size (Nazorat o'zgaruvchisi - Kompaniya hajmi):** Korxonaning umumiy aktivlari qiymatining tabiiy logarifmi (\ln Assets). Modelga yirik korxonalarining bozordagi miqyos samarasini (Scale Effect) hisobga olish uchun kiritiladi.
- **Leverage (Nazorat o'zgaruvchisi - Moliyaviy richag):** Kompaniyaning majburiyatlari (qarzlarni) miqdorining uning umumiy aktivlariga nisbatan ko'effitsiyenti (Debt/Assets). Bu korxonaning moliyaviy barqarorligi va risk darajasini nazorat qilishga xizmat qiladi.
- **ϵ (Error term / Tasodifiy xatolik):** Modelda hisobga olinmagan, lekin kompaniya qiymatiga ta'sir ko'rsatishi mumkin bo'lgan boshqa tashqi makroiqtisodiy va tasodifiy omillarni o'z ichiga oladi.

Tahlil va natijalar muhokamasi.

Bugungi kunda ESG tamoyillari xalqaro moliya bozorlarida muhim standartga aylangan bo'lib, yirik investitsiya fondlari va transmilliy kompaniyalar investitsiya qarorlarini aynan ushbu mezonlar asosida qabul qilmoqda. Ushbu tizim korxonaning nafaqat moliyaviy natijalarini, balki uning atrof-muhitga ta'siri, jamiyat oldidagi ijtimoiy mas'uliyati hamda korporativ boshqaruv sifati kabi jihatlarini ham qamrab oladi. Zamonaviy iqtisodiy sharoitda ESG mezonlari investorlar, aksiyadorlar, davlat organlari va boshqa manfaatdor tomonlar uchun muhim baholash vositasiga aylangan. Chunki kompaniyaning uzoq muddatli muvaffaqiyati endilikda faqat daromad miqdori bilan emas, balki uning ekologik barqarorlikni ta'minlash, xodimlar va jamiyat manfaatlarini himoya qilish hamda samarali boshqaruv tizimini shakllantirish darajasi bilan ham belgilanmoqda.

So'nggi yillarda O'zbekiston iqtisodiyotida davlat ulushi yuqori bo'lgan yirik aksiyadorlik jamiyatlarini transformatsiya qilish va ularni xalqaro korporativ boshqaruv standartlariga moslashtirish bo'yicha keng ko'lamlı institutsional islohotlar amalga oshirilmoqda. Mazkur transformatsion jarayonlarning amaliy natijalari kompaniyalarning ESG reytinglari (Disclosure Score) orqali ham namoyon bo'lmoqda. Quyidagi rasmda O'zbekistonning ayrim yirik aksiyadorlik jamiyatlari kesimida ESG disclosure darajasi aks ettirilgan.

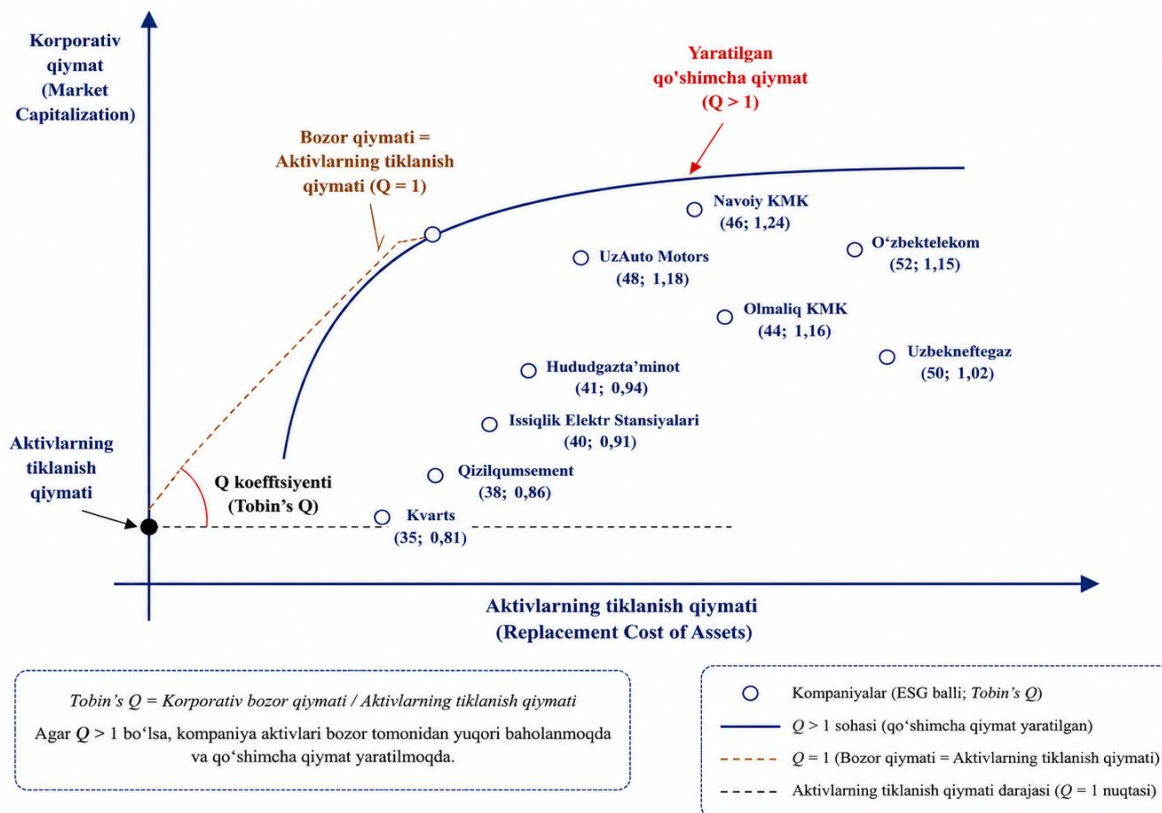


2-rasm. O'zbekistonda aksiyadorlik jamiyatlari ESG reytinglari dinamikasi tahlili

Mazkur islohotlarning asosiy maqsadi korporativ boshqaruv sifatini oshirish, investitsion jozibadorlikni kuchaytirish, moliyaviy shaffoflikni ta'minlash va davlat korxonalarini xalqaro kapital bozorlari talablariga moslashtirishdan iborat.

Tadqiqotda O'zbekistonning yirik davlat ulushi mavjud aksiyadorlik jamiyatlari misolida ESG ko'rsatkichlari hamda kompaniya qiymatini ifodalovchi Tobin's Q koeffitsiyenti o'rtasidagi bog'liqlik tahlil qilindi. Natijalar asosida ESG ballari yuqori bo'lgan korxonalarda bozor qiymati va investitsion jozibadorlik nisbatan yuqoriroq ekanligi kuzatildi.

Quyidagi chizmada ESG ballari (X o'qi) hamda Tobin's Q koeffitsiyenti (Y o'qi) o'rtasidagi funksional bog'liqlik aks ettiriladi. Chizmada korxonalar nuqtalar ko'rinishida joylashtirilib, umumiy tendensiya egri chizig'i orqali ESG ko'rsatkichlari ortishi bilan Tobin's Q qiymati ham o'sib borishi ifodalangan.



Izoh: ESG balli (X o'qi) kompaniyalarning barqarorlik ko'rsatkichini aks ettiradi. Vertikal o'qda esa Tobin's Q koeffitsiyenti orqali kompaniya qiymati baholanadi.

3-rasm. ESG ko'rsatkichlari va Tobin's Q o'rtasidagi empirik bog'liqlik (korxonalar kesimida)

Olingan natijalar korporativ boshqaruv sifati, ekologik va ijtimoiy mas'uliyat hamda bozor qiymati o'rtasida sezilarli darajada ijobiy aloqadorlik mavjudligini ko'rsatdi.

Tahlil natijalariga ko'ra, ESG ballari yuqori bo'lgan korxonalarda Tobin's Q koeffitsiyenti ham 1 dan yuqori shakllangan bo'lib, bu holat ularning bozorda qo'shimcha qiymat yaratish bosqichida ekanligini anglatadi. Xususan, Navoiy KMK, UzAuto Motors va O'zbektelekom kabi korxonalarda yuqori ESG ko'rsatkichlari bilan birga nisbatan yuqori bozor baholanishi kuzatildi.

Aksincha, ESG ballari past bo'lgan Kvarts, Qizilqumsement hamda Issiqlik Elektr Stansiyalari kabi korxonalarda Tobin's Q koeffitsiyenti 1 dan past bo'lib, bu ularning bozor tomonidan nisbatan past baholanishini bildiradi.

Umumiy o'rtacha ko'rsatkichlar (ESG = 43,8; Tobin's Q = 1,03) sektor darajasida qiymat yaratish mavjudligini, biroq uning hali to'liq barqaror va yuqori samarador darajaga yetmaganligini ko'rsatadi. Bu esa korporativ boshqaruv va ESG siyosatlarini yanada takomillashtirish zarurligini anglatadi.

Xulosa va takliflar.

Mazkur ilmiy maqolada aksiyadorlik jamiyatlarida ESG (Environmental, Social, Governance) omillarining boshqaruv samaradorligiga ta'siri empirik va nazariy jihatdan o'rganildi. Tadqiqot natijalari shuni ko'rsatdiki, ESG tamoyillarining korporativ boshqaruv tizimiga integratsiya qilinishi kompaniyalarning nafaqat ijtimoiy va ekologik mas'uliyatini oshiradi, balki ularning moliyaviy barqarorligi hamda bozor qiymatini sezilarli darajada mustahkamlaydi. O'tkazilgan tahlillar ESG ko'rsatkichlari yuqori bo'lgan korxonalarda

boshqaruv samaradorligi va investitsion jozibadorlik darajasi nisbatan yuqori ekanligini tasdiqladi.

Xususan, ESG standartlariga rioya qiluvchi kompaniyalarda resurslardan foydalanish samaradorligi oshishi, risklarni boshqarish tizimi takomillashishi hamda korporativ shaffoflik darajasi yaxshilanishi kuzatildi. Natijada bunday korxonalar bozorda yuqori baholanish va barqaror rivojlanish tendensiyasiga ega bo'ldi.

Aksincha, ESG omillariga yetarli darajada e'tibor qaratilmagan korxonalarda boshqaruv samaradorligi pastroq bo'lib, bu ularning bozor qiymati va investorlar ishonchiga salbiy ta'sir ko'rsatgan. Umuman olganda, tadqiqot ESG omillarini korporativ boshqaruv strategiyasining ajralmas qismi sifatida ko'rib chiqish zarurligini ko'rsatadi.

ESG tamoyillarini rivojlantirish aksiyadorlik jamiyatlarining uzoq muddatli raqobatbardoshligini oshirish, kapital bozori samaradorligini kuchaytirish hamda barqaror iqtisodiy o'sishni ta'minlashda muhim omil hisoblanadi.

Adabiyotlar/Jumepamypa/References:

Ashurov Z.A., Djalilov F.A., Urinov B.N.. (2021) Zamonaviy korporativ boshqaruv (xorijiy tajriba): o'quv qo'llanma. — Toshkent: "Innovatsion rivojlanish nashriyot-matbaa uyi", 2021. — 245 b.

Dyck, A., Lins, K. V., Roth, L., & Wagner, H. F. (2019). Do Institutional Investors Drive Corporate Social Responsibility? International Evidence. *Journal of Financial Economics*, 131(3), 693–714.

Freeman, R. E. (1984). *Strategic Management: A Stakeholder Approach*. Boston: Pitman Publishing.

James Tobin. A General (1969). *Equilibrium Approach to Monetary Theory*. // *Journal of Money, Credit and Banking*. Vol. 1(1). — P. 15–29.

Urinov B.N., Kenjayeva U.F. (2024) *Korporativ boshqaruv. Darslik –T.: OOO "DIADEMA NUR SERVIS"*, 405 b.