



AKTUAR MOLIYA VA BUXGALTERIYA HISOBI ILMIY JURNALI

Vol. 6 Issue 08 | pp. 9-15 | ISSN: 2181-1865

Available online <https://finance.tsue.uz/index.php/afa>

AKSIYADORLIK JAMIYATLARIDA INVESTITSIYA LOYIHALARINI MOLIYALASHTIRISHNING NAZARIY ASOSLARI



Jumaniyazova Feruza Rajabovna
Toshkent davlat iqtisodiyot universiteti
mustaqil izlanuvchisi
PhD., dotsent

Annotatsiya. Maqolada aksiyadorlik jamiyatlarida investitsiya loyihalarini moliyalashtirishning nazariy asoslari tadqiq etilgan. Kapital tuzilmasi, ierarxik moliyalashtirish va agentlik munosabatlari nazariyalari asosida aksiyadorlik jamiyatining moliyalashtirish qarori uch darajali ierarxiya - ichki manbalar, qarz kapitali va jalb qilingan kapital ketma-ketligida shakllanishi asoslab berilgan hamda muallif tomonidan tegishli nazariy model taklif etilgan. O'zbekiston Respublikasi bo'yicha 2021-2024-yillar ma'lumotlari asosida asosiy kapitalga investitsiyalar dinamikasi va ularni moliyalashtirish manbalarining tarkibi tahlil qilingan. Tahlil natijalari aksiyadorlik shaklining kapital jalb etish salohiyati amalda to'liq ishga solinmayotganini, ichki manbalar va tashqi qarz mablag'lari o'rtasidagi nomutanosiblik saqlanib qolayotganini ko'rsatdi. Tadqiqot yakunida aksiyadorlik jamiyatlarining kapital bozori orqali moliyalashtirish imkoniyatlarini kengaytirishga qaratilgan takliflar ishlab chiqilgan.

Kalit so'zlar: aksiyadorlik jamiyati, investitsiya loyihasi, kapital tuzilmasi, ierarxik moliyalashtirish, agentlik xarajatlari, aksiya emissiyasi, korporativ obligatsiya, kapitalning o'rtacha tortilgan qiymati, dividend siyosati, fond bozori.

Abstract. The article examines the theoretical foundations of financing investment projects in joint-stock companies. Drawing on capital structure theory, the pecking-order theory, and agency theory, it substantiates that a joint-stock company's financing decision is formed along a three-tier hierarchy - internal sources, debt capital, and attracted capital - and proposes a corresponding theoretical model. Using data for the Republic of Uzbekistan for 2021-2024, the dynamics of investments in fixed capital and the structure of their financing sources are analysed. The findings show that the capital-raising potential of the joint-stock form remains underutilised in practice and that the imbalance between internal sources and external borrowed funds persists. The article concludes with recommendations for expanding the financing opportunities of joint-stock companies through the capital market.

Keywords: joint-stock company, investment project, capital structure, pecking order, agency costs, share issue, corporate bond, weighted average cost of capital, dividend policy, stock market.

Аннотация. В статье исследуются теоретические основы финансирования инвестиционных проектов в акционерных обществах. На базе теории структуры капитала, теории иерархии источников финансирования и теории агентских отношений обосновано, что решение акционерного общества о финансировании формируется по трёхуровневой иерархии - внутренние источники, заёмный капитал и привлечённый

капитал; предложена соответствующая теоретическая модель. На основе данных по Республике Узбекистан за 2021-2024 годы проанализированы динамика инвестиций в основной капитал и структура источников их финансирования. Результаты показали, что потенциал акционерной формы в привлечении капитала на практике используется не полностью, а диспропорция между внутренними источниками и внешними заёмными средствами сохраняется. Сформулированы предложения по расширению возможностей финансирования акционерных обществ через рынок капитала.

Ключевые слова: акционерное общество, инвестиционный проект, структура капитала, иерархия источников финансирования, агентские издержки, эмиссия акций, корпоративная облигация, средневзвешенная стоимость капитала, дивидендная политика, фондовый рынок.

Kirish

Aksiyadorlik jamiyati iqtisodiy tabiatiga ko'ra kapitalni jamlashning eng samarali institutsional shakli hisoblanadi: u tarqoq jamg'armalarni yirik investitsiya resursiga aylantiradi, riskni ko'p sonli aksiyadorlar o'rtasida taqsimlaydi va uzoq muddatli kapital talab etadigan loyihalarni amalga oshirish imkonini beradi. Ammo bu imkoniyat avtomatik ravishda ro'yobga chiqmaydi - u jamiyatning moliyalashtirish qarorlari qanchalik asoslangani, kapital tuzilmasi qanchalik maqbul shakllantirilganiga bog'liq.

O'zbekiston Respublikasida so'nggi yillarda investitsiya faolligi barqaror o'smoqda: asosiy kapitalga kiritilgan investitsiyalar hajmi 2021-yildagi 239,6 trln so'mdan 2024-yilda 449,3 trln so'mgacha oshdi. Shu bilan birga, bu o'sish asosan tashqi manbalar hisobiga ta'minlanmoqda, ichki kapital bozorining, xususan aksiyadorlik jamiyatlari tomonidan aksiya va obligatsiya emissiyasi orqali resurs jalb etishning ulushi esa past darajada qolmoqda. Bu nomutanosiblik aksiyadorlik shaklining nazariy afzalliklari va amaliy natijalari o'rtasidagi tafovutni ko'rsatadi.

Tadqiqotning maqsadi - aksiyadorlik jamiyatlarida investitsiya loyihalarini moliyalashtirishning nazariy asoslarini tizimlashtirish, moliyalashtirish qarorining nazariy modelini ishlab chiqish hamda O'zbekiston sharoitida 2021–2024-yillar ma'lumotlari asosida ushbu modelning amaliy ro'yobga chiqish darajasini baholashdan iborat.

Adabiyotlar sharhi

Aksiyadorlik jamiyatining moliyalashtirish qarorlariga oid nazariy asoslar F. Modilyani va M. Millerning kapital tuzilmasi bo'yicha klassik ishidan boshlanadi. Mualliflar mukammal bozor shartlarida kapital tuzilmasi korxona qiymatiga ta'sir qilmasligini isbotlagan; keyinchalik soliq qalqoni hisobga olinganda qarz kapitalining nisbiy afzalligi ko'rsatilgan [1]. A. Kraus va R. Litsenbergerning muvozanat (trade-off) nazariyasida optimal kapital tuzilmasi soliq qalqoni foydasi va moliyaviy nochorlik xarajatlari o'rtasidagi muvozanat nuqtasi sifatida talqin qilinadi [2].

S. Mayers va N. Majluf axborot assimetriyasi sharoitida moliyalashtirish manbalari ma'lum ierarxiya bo'yicha - avval ichki mablag'lar, so'ngra qarz, oxirida aksiya emissiyasi tartibida tanlanishini asoslab berdilar [3]. Ushbu «ierarxik moliyalashtirish» qoidasi aksiyadorlik jamiyatlarining emissiya faolligi past bo'lishining asosiy nazariy izohi hisoblanadi: yangi aksiya chiqarish bozorga kompaniya aksiyalari qimmat baholanganligi haqidagi salbiy signalni yuboradi.

Mulkchilik va nazoratning ajralishi muammosi A. Berl va G. Minz tadqiqotida ilgari surilgan [4], M. Jensen va U. Meklinglar esa uni agentlik munosabatlari doirasida rasmiylashtirib, agentlik xarajatlari tushunchasini kiritganlar [5]. M. Jensenning erkin pul oqimi konsepsiyasiga ko'ra, qarz majburiyati menejerlarni ortiqcha pul oqimini past samarali loyihalarga yo'naltirishdan tiyib turuvchi intizomiy mexanizm vazifasini bajaradi [6]. A. Shleyfer va R. Vishni korporativ boshqaruv bo'yicha umumlashtiruvchi tadqiqotida investorlar huquqlarining himoyalani darajasini kapital bozori rivojlanishining hal qiluvchi omili sifatida ko'rsatadilar [7].

O'z kapitali qiymatini baholashda U. Sharpning kapital aktivlarni baholash modeli (CAPM) [8], loyihalarni saralashda esa R. Brili, S. Mayers va F. Allen asoslagan sof joriy qiymat mezonining ustuvorligi [9] asosiy uslubiy vositalar bo'lib qolmoqda. Mahalliy adabiyotlarda aksiyadorlik jamiyatlarining fond bozoridagi ishtiroki, korporativ obligatsiyalar bozorining holati va davlat ishtirokidagi jamiyatlarni xususiylashtirish masalalari o'rganilgan [10; 11]. Shu bilan birga, moliyalashtirish manbalari ierarxiyasini aksiyadorlik jamiyatining agentlik muhiti bilan bog'lab tahlil qiluvchi yaxlit model yetarli ishlab chiqilmagan - mazkur maqola shu bo'shliqni to'ldirishga qaratilgan.

Tadqiqot metodologiyasi

Tadqiqotda ilmiy abstraksiya, tizimli-tarkibiy tahlil, qiyosiy tahlil, tarkibiy-dinamik tahlil hamda grafik modellashtirish usullaridan foydalanildi. Axborot bazasini O'zbekiston Respublikasi Statistika agentligi va Markaziy bankining 2021–2024-yillar bo'yicha ma'lumotlari, «Toshkent» Respublika fond birjasining yillik birjaviy tahlillari, O'zbekiston Respublikasining «Aksiyadorlik jamiyatlari va aksiyadorlarning huquqlarini himoya qilish to'g'risida»gi va «Qimmatli qog'ozlar bozori to'g'risida»gi qonunlari hamda ilmiy nashrlar tashkil etadi.

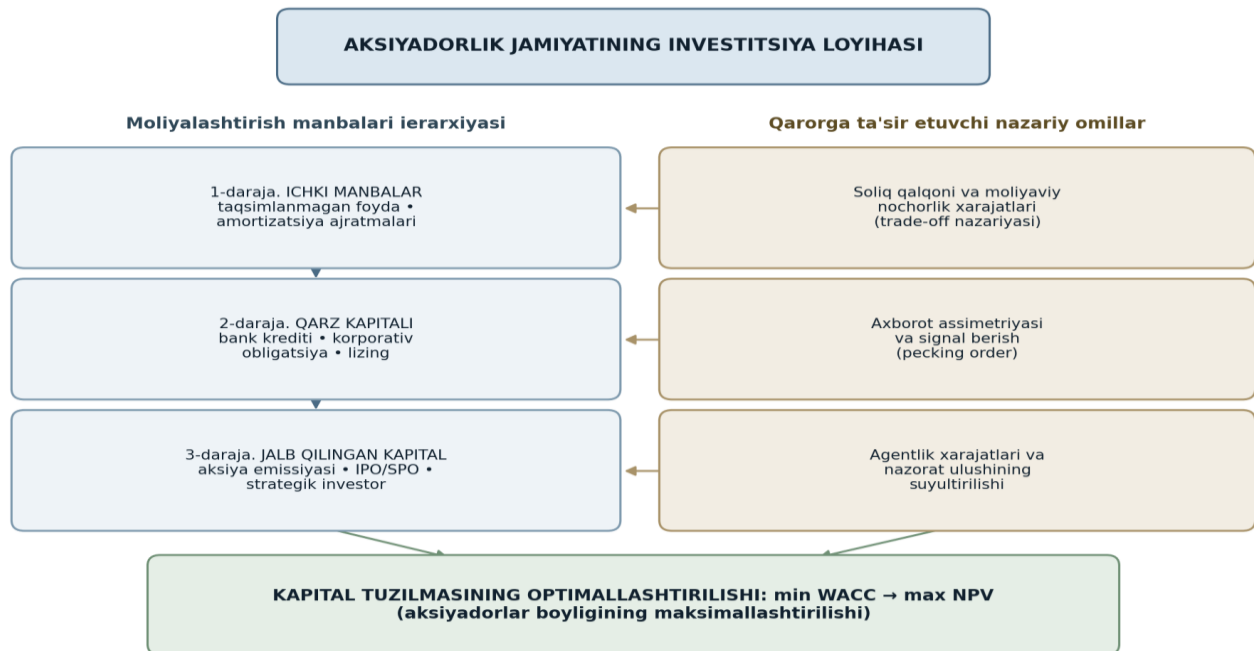
Moliyalashtirish manbalari kombinatsiyasining maqbulligi kapitalning o'rtacha tortilgan qiymati mezonini orqali baholandi:

$$WACC = w_e \times k_e + w_d \times k_d \times (1 - T); \quad NPV = \sum CF_t / (1 + WACC)^t - IC,$$

bu yerda: w_e va w_d - o'z va qarz kapitalining ulushlari; k_e , k_d - mos ravishda ularning qiymati; T - foyda solig'i stavkasi; CF_t - t-davrdagi sof pul oqimi; IC - boshlang'ich investitsiya. Aksiyadorlik jamiyati uchun moliyalashtirish qarorining maqbullik mezonini - WACC ni minimallashtirish orqali NPV ni, pirovardida aksiyadorlar boyligini maksimallashtirishdir.

Tadqiqot natijalari va ularning tahlili

Nazariy umumlashtirish natijasida aksiyadorlik jamiyatining investitsiya loyihasini moliyalashtirish qarori uch darajali ierarxiya sifatida modellashtirildi (1-rasm). Model har bir darajaga muayyan nazariy omilni - trade-off, ierarxik moliyalashtirish va agentlik nazariyalarining tegishli tezislarni bog'laydi.



1-rasm. Aksiyadorlik jamiyatida investitsiya loyihasini moliyalashtirish qarorining nazariy modeli¹

Modelning mohiyati shundaki, aksiyadorlik jamiyati aksiya emissiyasiga - ya'ni o'zining eng xarakterli moliyalashtirish instrumentiga - oxirgi navbatda murojaat qiladi. Bu ko'rinishdagi ziddiyat aslida nazariy jihatdan izchildir: emissiya nazorat ulushini suyultiradi, xarajati yuqori va bozorga salbiy signal yuboradi. Shu bois aksiyadorlik shaklining kapital jalb etish salohiyati faqat kapital bozori chuqur, aksiyalarning erkin muomaladagi ulushi yuqori va investorlar huquqlari ishonchli himoyalangan sharoitdagina to'liq ro'yobga chiqadi.

Moliyalashtirish manbalarining aksiyadorlik jamiyati nuqtai nazaridan qiyosiy tavsifi 1-jadvalda keltirilgan.

1-jadval.

Aksiyadorlik jamiyatida investitsiya loyihalarini moliyalashtirish manbalarining qiyosiy tavsifi²

Manba	Kapital qiymati	Nazorat ulushiga ta'siri	Qaytarish majburiyati	Bozorga signali
Taqsimlanmagan foyda	Eng past (emissiya xarajati yo'q)	Ta'sir qilmaydi	Yo'q	Neytral
Amortizatsiya ajratmalari	Past	Ta'sir qilmaydi	Yo'q	Neytral
Bank krediti	O'rtacha; soliq qalqoni mavjud	Ta'sir qilmaydi	Qat'iy jadval bo'yicha	Ijobiy (intizomiy signal)
Korporativ	Kreditga nisbatan	Ta'sir qilmaydi	Kupon va	Ijobiy (reyting)

¹ Muallif tomonidan ishlab chiqilgan.

² Muallif tomonidan ishlab chiqilgan.

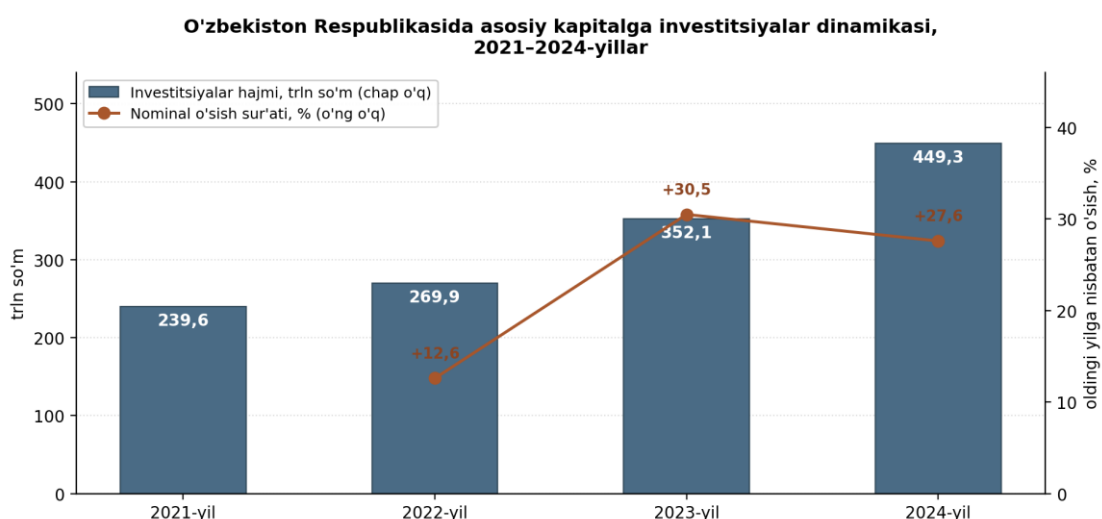
Manba	Kapital qiymati	Nazorat ulushiga ta'siri	Qaytarish majburiyati	Bozorga signali
obligatsiya	pastroq		nominal bo'yicha	talabi)
Lizing	O'rtachadan yuqori	Ta'sir qilmaydi	Ijara to'lovlari bo'yicha	Neytral
Aksiya emissiyasi (IPO/SPO)	Eng yuqori; emissiya xarajatlari katta	Suyultiradi	Yo'q; dividend kutilmasi mavjud	Ko'pincha salbiy

O'zbekiston Respublikasida investitsiya faolligining 2021-2024-yillardagi dinamikasi 2-jadval va 2-rasmda keltirilgan.

2-jadval.

O'zbekiston Respublikasida asosiy kapitalga investitsiyalar dinamikasi, 2021-2024-yillar³

Ko'rsatkich	2021-yil	2022-yil	2023-yil	2024-yil
Asosiy kapitalga investitsiyalar, trln so'm	239,6	269,9	352,1	449,3
Oldingi yilga nisbatan nominal o'sish, %	-	+12,6	+30,5	+27,6
2021-yilga nisbatan o'sish, marta	1,00	1,13	1,47	1,88



2-rasm. Asosiy kapitalga investitsiyalar hajmi va o'sish sur'ati, 2021-2024-yillar⁴

Tahlil davrida investitsiyalar hajmi 1,88 barobar oshgan bo'lsa-da, o'sishning manbaviy tarkibi nomutanosib bo'lib qolmoqda. 2023-yil yakunlariga ko'ra, jami investitsiyalarning 66,4 foizi yoki 233,8 trln so'mi jalb etilgan mablag'lar hisobidan moliyalashtirilgan bo'lsa, korxona, tashkilot va aholining o'z mablag'lari ulushiga 33,6 foiz

³ Ma'lumotlar asosida muallif tomonidan ishlab chiqilgan.

⁴ Ma'lumotlar asosida muallif tomonidan ishlab chiqilgan.

yoki 118,3 trln so'm to'g'ri kelgan. Korxona mablag'lari alohida olganda 84,9 trln so'mni yoki 24,1 foizni, tijorat banklari kreditlari va boshqa qarz mablag'lari esa atigi 22,3 trln so'mni yoki 6,3 foizni tashkil etgan. Xorijiy investitsiya va kreditlar hajmi 187,9 trln so'mga yetib, jami investitsiyalarning yarmidan ko'pini qamrab olgan.

Keltirilgan taqsimot 1-rasmdagi nazariy model bilan qiyoslanganda muhim xulosa kelib chiqadi: O'zbekiston sharoitida moliyalashtirish ierarxiyasining birinchi darajasi (ichki manbalar) va tashqi qarz manbalari faol ishlamoqda, ikkinchi daraja (ichki qarz kapitali - bank krediti va korporativ obligatsiya) tor, uchinchi daraja (aksiya emissiyasi) esa deyarli ishga solinmagan. Ya'ni aksiyadorlik jamiyatlari o'zining eng xarakterli moliyalashtirish kanalidan amalda foydalanmayapti.

Bu xulosani fond bozori ko'rsatkichlari ham tasdiqlaydi. «Toshkent» Respublika fond birjasida savdolar hajmi 2023-yilda 2,71 trln so'mni tashkil etgan bo'lsa, 2024-yilda 21,95 trln so'mga yetdi; yil yakuniga ko'ra aksiyalar bozorining kapitallashuvi 242,42 trln so'mni yoki yalpi ichki mahsulotga nisbatan 16,3 foizni tashkil etdi. Savdo faolligining keskin o'sishi, birinchi navbatda, chakana investorlarning bozorga kirib kelishi va raqamli brokerlik yechimlarining joriy etilishi bilan bog'liq. Ayni paytda birja kotirovkalash varag'idagi emitentlar soni 2021-yil yakunidagi 139 tadan 2024-yil yakunida 93 taga qisqargan, birlamchi joylashtirishlar esa yagona hollar bilan cheklangan - 2024-yil davomida «Xalq IPO» dasturi doirasida jami 42,9 mlrd so'mlik bitta ommaviy joylashtirish o'tkazilgan.

Shunday qilib, bozorning ikkilamchi segmenti (mavjud aksiyalar savdosi) sezilarli jonlangan bo'lsa-da, birlamchi segment - aksiyadorlik jamiyatlari uchun yangi kapital jalb etish kanali - sust holatda qolmoqda. Nazariy nuqtai nazardan bu holat ikki omil bilan izohlanadi: birinchidan, ierarxik moliyalashtirish qoidasiga muvofiq emissiya eng qimmat va eng «signalga sezgir» manba hisoblanadi; ikkinchidan, erkin muomaladagi aksiyalar ulushining pastligi va korporativ boshqaruv amaliyotining yetarli shakllanmagani investorlar tomonidan talab etiladigan daromadlilik normasini oshirib, o'z kapitalining qiymatini sun'iy ravishda qimmatlashtiradi. Natijada WACC ning o'z kapitali komponenti yuqori bo'lib qoladi va emissiya orqali moliyalashtirish jamiyat uchun iqtisodiy jihatdan asossiz ko'rinadi.

Xulosa va takliflar

1. Aksiyadorlik jamiyatida investitsiya loyihasini moliyalashtirish qarori uch darajali ierarxiya - ichki manbalar, qarz kapitali va jalb qilingan kapital ketma-ketligida shakllanadi; har bir darajaga trade-off, ierarxik moliyalashtirish va agentlik nazariyalarining tegishli tezislari mos keladi. Qarorning maqbullik mezoni - WACC ni minimallashtirish orqali NPV ni maksimallashtirishdir.

2. 2021-2024-yillarda asosiy kapitalga investitsiyalar 239,6 trln so'mdan 449,3 trln so'mgacha, ya'ni 1,88 barobar oshgan bo'lsa-da, o'sish asosan jalb etilgan va tashqi mablag'lar hisobiga ta'minlangan; ichki qarz kapitali (bank kreditlari - 6,3 foiz) va aksiyadorlik kapitali kanallari tor bo'lib qolmoqda.

3. Fond bozorining ikkilamchi segmenti jonlanayotgani (savdolar hajmi 2023-yildagi 2,71 trln so'mdan 2024-yilda 21,95 trln so'mgacha o'sgan) birlamchi segmentning sustligini qoplamaydi: kotirovkalash varag'idagi emitentlar soni qisqarmoqda, birlamchi joylashtirishlar esa yagona hollar bilan cheklangan.

Yuqoridagilardan kelib chiqib quyidagi takliflar ilgari suriladi: birinchidan, davlat ulushi mavjud yirik aksiyadorlik jamiyatlari aksiyalarining erkin muomaladagi ulushini bosqichma-bosqich oshirish va birlamchi joylashtirishlar amaliyotini tizimli tusga keltirish; ikkinchidan, korporativ boshqaruv kodeksini amaliy joriy etish, mustaqil direktorlar ulushi va axborot oshkoraligi sifatini oshirish orqali agentlik xarajatlarini hamda o'z kapitali qiymatini kamaytirish; uchinchidan, korporativ obligatsiyalar bozorini rivojlantirish - emissiya tartib-taomillarini soddalashtirish, kredit reytingi institutini kengaytirish va institutsional investorlarning ishtirokini kuchaytirish; to'rtinchidan, aksiyadorlik jamiyatlarida moliyalashtirish manbalarini tanlashning ichki normativ tartibini (WACC hisob-kitobi, ssenariy va sezgirlik tahlili) majburiy talab sifatida mustahkamlash.

Taklif etilgan nazariy model aksiyadorlik jamiyatlarining kapital tuzilmasi va investitsiya faolligi o'rtasidagi bog'liqlikni baholash bo'yicha keyingi empirik tadqiqotlar uchun uslubiy asos bo'lib xizmat qilishi mumkin.

Foydalanilgan adabiyotlar ro'yxati

1. Modigliani F., Miller M.H. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment // The American Economic Review. - 1958. - Vol. 48, No. 3. - P. 261–297.
2. Kraus A., Litzenberger R.H. A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage // The Journal of Finance. - 1973. - Vol. 28, No. 4. - P. 911–922.
3. Myers S.C., Majluf N.S. Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have // Journal of Financial Economics. - 1984. - Vol. 13, No. 2. - P. 187–221.
4. Berle A.A., Means G.C. The Modern Corporation and Private Property. - New York: Macmillan, 1932. - 396 p.
5. Jensen M.C., Meckling W.H. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure // Journal of Financial Economics. - 1976. - Vol. 3, No. 4. - P. 305–360.
6. Jensen M.C. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers // The American Economic Review. - 1986. - Vol. 76, No. 2. - P. 323–329.
7. Shleifer A., Vishny R.W. A Survey of Corporate Governance // The Journal of Finance. - 1997. - Vol. 52, No. 2. - P. 737–783.
8. Sharpe W.F. Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk // The Journal of Finance. - 1964. - Vol. 19, No. 3. - P. 425–442.
9. Brealey R.A., Myers S.C., Allen F. Principles of Corporate Finance. - 13th ed. - New York: McGraw-Hill Education, 2020. - 1024 p.
10. OECD. G20/OECD Principles of Corporate Governance. - Paris: OECD Publishing, 2023. - 88 p.

Copyright: © 2026 by the authors. This work is licensed under a Creative Commons Attribution- 4.0 International License (CC - BY 4.0)

