

## AYLANMA KAPITAL VA XUSUSIY KAPITALNI BOSHQARISH SAMARADORLIGINING AKSIYADORLIK JAMIYATLARI BOZOR QIYMATIGA TA'SIRI: XALQARO EMPIRIK TADQIQOTLAR TIZIMLI TAHLILI VA O'ZBEKISTON KAPITAL BOZORI UCHUN XULOSALAR

**Jumatova Gulzar Maxmud qizi**

*TDIU mustaqil tadqiqotchisi. TDIU "Xalqaro va milliy reytinglar bilan ishlash bo'limi bosh mutaxassisi"*

*gulzarjumatova@gmail.com*

**Annotatsiya.** Maqolada aylanma kapital va xususiy kapitalni boshqarish samaradorligining aksiyadorlik jamiyatlari bozor qiymatiga ta'siri bo'yicha xalqaro empirik tadqiqotlar natijalari tizimli umumlashtirilgan va O'zbekiston kapital bozorining joriy holati bilan qiyosiy tahlil qilingan. Tadqiqotning maqsadi xorijiy tajribada isbotlangan qonuniyatlarning milliy kapital bozori sharoitida qo'llanish imkoniyatlari va cheklovlarini aniqlashdan iborat. Metodologik asos sifatida tizimli adabiyotlar sharhi, kontent-tahlil, qiyosiy jadvallash va ikkilamchi statistik ma'lumotlarni tahlil qilish usullaridan foydalanildi. 1998–2020-yillarda nashr etilgan, AQSH, Yevropa va Osiyo mamlakatlari kompaniyalarida o'tkazilgan o'n olti nufuzli empirik tadqiqot tanlab olinib, ularda qo'llangan aylanma kapital ko'rsatkichlari, qiymat va samaradorlik o'lchovlari hamda aniqlangan bog'liqlik yo'nalishi taqqoslandi. Natijalar shuni ko'rsatdiki, aksariyat tadqiqotlarda pul aylanish siklining qisqarishi rentabellik va aksiyadorlar boyligining o'sishi bilan bog'liq, biroq so'nggi yillardagi ishlar aylanma kapitalning optimal darajasi mavjudligini, ya'ni bog'liqlikning teskari U shaklida ekanini tasdiqlaydi. Xususiy kapital tomonidan rentabellik tarkibi, ayniqsa aktivlar aylanuvchanligi o'zgarishi bozor tomonidan qiymat signali sifatida qabul qilinadi. O'zbekiston kapital bozorida 2024–2026-yillarda kapitallashuv 242,4 trillion so'mdan 428,06 trillion so'mgacha o'sgan bo'lsa-da, listingdagi kompaniyalar soni 95 ta bilan cheklangan, savdolar likvidligi past va emitentlar hisobotlarida aylanma kapital aylanuvchanligi ko'rsatkichlari oshkor etilmaydi. Shu sababli xorijiy modellarni to'g'ridan-to'g'ri ko'chirish o'rniga ularni balans qiymatiga asoslangan ko'rsatkichlar bilan uyg'unlashtirish taklif etiladi. Maqolada emitentlarning axborot oshkoraligi standartlariga pul aylanish sikli va xususiy kapital rentabelligi tarkibini kiritish, shuningdek, kelgusi empirik tadqiqotlar uchun gipotezalar tizimi ishlab chiqilgan. Taklif etilgan yondashuv past likvidli bozorlarda bozor narxi o'rniga balans qiymatiga asoslangan qoldiq daromad ko'rsatkichidan foydalanishga imkon beradi. Tadqiqot natijalari aksiyadorlik jamiyatlari moliya menejerlari, kuzatuv kengashlari, investorlar va kapital bozorini tartibga soluvchi organlar uchun amaliy ahamiyatga ega.

**Kalit so'zlar:** aylanma kapital, xususiy kapital, pul aylanish sikli, bozor qiymati, Tobin q koeffitsiyenti, xususiy kapital rentabelligi, aksiyadorlik jamiyati, kapital bozori, bozor kapitallashuvi, tizimli tahlil.

### KIRISH

Jahon moliya amaliyotida kompaniya faoliyatining yakuniy maqsadi aksiyadorlar boyligini, ya'ni kompaniyaning bozor qiymatini oshirish deb qaraladi. Bozor qiymati kompaniya yaratadigan kelgusi pul oqimlari, ularning barqarorligi va kapital qiymati haqidagi investorlar kutilmalarini aks ettiradi. Bu kutilmalarni

shakllantiruvchi omillar orasida kapital tuzilmasi va aylanma kapitalni boshqarish alohida o'rin tutadi. Xususi kapital kompaniya moliyaviy barqarorligining asosi bo'lib, uning qanday samara bilan ishlatilishi xususi kapital rentabelligida (ROE) namoyon bo'ladi. Aylanma kapital esa kundalik operatsion faoliyatni moliyalashtiradi: tovar-moddiy zaxiralar, debitorlik qarzlari va pul mablag'lariga bog'langan resurslar hajmi kompaniyaning likvidligi va rentabelligiga bevosita ta'sir ko'rsatadi.

O'zbekistonda so'nggi yillarda kapital bozorini rivojlantirish davlat iqtisodiy siyosatining ustuvor yo'nalishlaridan biriga aylandi. Prezidentning 2021-yil 13-apreldagi PF-6207-son "Kapital bozorini yanada rivojlantirish chora-tadbirlari to'g'risida"gi Farmoni hamda 2022–2026-yillarga mo'ljallangan Yangi O'zbekistonning taraqqiyot strategiyasida davlat ishtirokidagi korxonalar aksiyalarini xalq IPOsi orqali joylashtirish, korporativ boshqaruvni takomillashtirish va emitentlar axborot oshkoraligini oshirish vazifalari belgilangan. Toshkent Respublika fond birjasi ma'lumotlariga ko'ra, 2026-yil iyun oyi oxirida bozor kapitallashuvi 428,06 trillion so'mga yetib, yarim yil ichida 50,4 foizga oshgan [Trend, 2026]. Shunga qaramay, mamlakatdagi taxminan 650 ta aksiyadorlik jamiyatidan atigi 95 tasi birja kotirovka varag'iga kiritilgan [Kursiv, 2025; Trend, 2026].

Bunday sharoitda muhim ilmiy-amaliy savol yuzaga keladi: xorijiy rivojlangan bozorlarda aniqlangan "aylanma kapital va xususi kapitalni samarali boshqarish → yuqori bozor qiymati" qonuniyati O'zbekiston aksiyadorlik jamiyatlari uchun qay darajada amal qiladi va uni qanday o'lchash mumkin? Xalqaro adabiyotda bu masala keng o'rganilgan bo'lsa-da, natijalar bir xil emas: bir guruh mualliflar pul aylanish siklining qisqarishi har doim foydali degan xulosaga kelgan bo'lsa, boshqalari aylanma kapitalning optimal darajasi mavjudligini ko'rsatgan. Milliy adabiyotda esa moliyaviy boshqaruv samaradorligi asosan nazariy jihatdan yoki alohida korxona misolida tahlil qilinadi, xalqaro empirik dalillar tizimli umumlashtirilmagan.

Tadqiqotning maqsadi aylanma kapital va xususi kapitalni boshqarish samaradorligining kompaniya bozor qiymatiga ta'siri bo'yicha xalqaro empirik dalillarni tizimli umumlashtirish va ularni O'zbekiston kapital bozorining 2023–2026-yillardagi ko'rsatkichlari bilan solishtirib, milliy sharoitda qo'llash uchun ilmiy asoslangan yondashuvni ishlab chiqishdan iborat.

Maqsadga erishish uchun quyidagi vazifalar qo'yildi: aylanma kapital va xususi kapital samaradorligining bozor qiymatiga ta'siri bo'yicha nazariy yondashuvlarni tizimlash; 1998–2020-yillarda chop etilgan asosiy empirik tadqiqotlarni tanlab olish va ularning natijalarini yagona mezonlar bo'yicha taqqoslash; O'zbekiston kapital bozorining kapitallashuv, likvidlik va axborot oshkoraligi ko'rsatkichlarini baholash; xorijiy natijalarni milliy sharoitga moslashtirish shartlarini aniqlash va kelgusi empirik tadqiqotlar uchun gipotezalarni shakllantirish.

Tadqiqot gipotezasi shundan iboratki, xalqaro tadqiqotlarda aniqlangan aylanma kapital va xususi kapital samaradorligining qiymatga ta'siri qonuniyati O'zbekiston aksiyadorlik jamiyatlari uchun ham amal qiladi, biroq bozor likvidligining pastligi va axborot oshkoraligining cheklanganligi sababli uni aniqlash uchun bozor narxiga emas, balans ko'rsatkichlariga asoslangan qiymat o'lchovlari zarur. Tadqiqotning amaliy ahamiyati xalq IPOlari va davlat ulushlarini xususiylashtirish jarayonida investorlar va

kuzatuv kengashlari aksiyadorlik jamiyatlari boshqaruv sifatini qaysi ko'rsatkichlar orqali baholashi lozimligini asoslab berishdan iborat.

Tadqiqot obyekti O'zbekiston Respublikasi aksiyadorlik jamiyatlari va milliy kapital bozori, predmeti esa aylanma kapital va xususiy kapitalni boshqarish samaradorligi bilan kompaniya bozor qiymati o'rtasidagi bog'liqlikni baholash uslubiyoti hisoblanadi. Ilmiy yangilik xalqaro empirik natijalarni bog'liqlik shakli (chiziqli yoki teskari U shaklidagi) va qiymat o'lchovi turi bo'yicha tasniflash hamda ularni O'zbekiston bozorining tuzilmaviy xususiyatlari bilan qiyoslash asosida milliy emitentlar uchun moslashtirilgan ko'rsatkichlar tizimini taklif etishdan iborat.

### ADABIYOTLAR SHARHI

Kapital tuzilmasi va kompaniya qiymati o'rtasidagi bog'liqlik haqidagi zamonaviy nazariyaning boshlang'ich nuqtasi F. Modilyani va M. Millerning mukammal bozor sharoitida kompaniya qiymati moliyalashtirish manbalariga bog'liq emasligi haqidagi teoremasidir [Modigliani & Miller, 1958]. Keyingi yondashuvlar bu farazdan voz kechib, qiymatga ta'sir qiluvchi bozor nomukammalliklarini o'rgandi. Agentlik nazariyasi menejerlar va aksiyadorlar manfaatlarini to'qnashuvi agentlik xarajatlarini keltirib chiqarishini va qarz yuki ularni cheklovchi intizomiy vosita bo'lishi mumkinligini ko'rsatdi [Jensen & Meckling, 1976]. Axborot asimmetriyasi nazariyasiga ko'ra, kompaniyalar avvalo ichki manbalardan, keyin qarzdan va eng so'nggi navbatda yangi aksiya emissiyasidan foydalanadi [Myers & Majluf, 1984]. Bu ikki yondashuvning empirik sinovi shuni ko'rsatdiki, rentabelligi yuqori kompaniyalar kamroq qarz oladi va bu kuzatuv ierarxiya nazariyasiga mos keladi [Fama & French, 2002].

Buxgalteriya ko'rsatkichlari va bozor qiymatini bog'lovchi nazariy ko'prik qoldiq daromad modeli hisoblanadi. Unga ko'ra, aksiyaning qiymati xususiy kapitalning balans qiymati va kelgusi davrlarda ROE ning kapital qiymatidan oshib ketadigan qismi yaratadigan qo'shimcha daromadlarning diskontlangan summasiga teng [Ohlson, 1995]. Shu modeldan kelib chiqib, D. Nissim va S. Penman ROE ni operatsion rentabellik va moliyaviy leveraj tarkibiy qismlariga ajratish kelgusi rentabellikni va demak qiymatni prognozlashda muhim ekanini ko'rsatdi [Nissim & Penman, 2001]. M. Soliman esa DuPont modeli tarkibiy qismlari, ayniqsa aktivlar aylanuvchanligining o'zgarishi kelgusi aksiya daromadliligi bilan bog'liqligini va bozor ishtirokchilari bu axborotdan foydalanishini aniqladi [Soliman, 2008]. Bu natija xususiy kapital samaradorligi va aylanma kapitalni boshqarish o'zaro bog'liq ekanini ko'rsatadi: aktivlar aylanuvchanligi aylanma aktivlarning qanchalik tez aylanishiga bog'liq.

Bu yo'nalishdagi dastlabki keng ko'lamli tadqiqot H. Shin va L. Soenen tomonidan o'tkazilgan: AQSH kompaniyalarining 1975–1994-yillardagi 58 985 kuzatuv asosida sof savdo sikli qisqarishi operatsion rentabellik va riskka moslashtirilgan aksiya daromadliligi o'sishi bilan bog'liqligi aniqlangan [Shin & Soenen, 1998]. Y. Vang Yaponiya va Tayvan kompaniyalari misolida pul aylanish siklining ROA va ROE bilan manfiy bog'liqligini va likvidlikni "agressiv" boshqarish yuqori korporativ qiymat bilan birga kuzatilishini ko'rsatdi [Wang, 2002]. M. Delof

Belgiyaning 1 009 ta yirik kompaniyasi ma'lumotlarida debitorlik qarzlar va zaxiralar aylanish muddatlarining qisqarishi yalpi operatsion daromadni oshirishini tasdiqladi [Deloof, 2003]. Shunga o'xshash natijalar Gretsiya [Lazaridis & Tryfonidis, 2006], Ispaniya kichik va o'rta korxonalari [García-Teruel & Martínez-Solano, 2007] hamda Pokiston [Raheman & Nasr, 2007] uchun ham olingan.

Biroq bu natijalar hamma joyda takrorlanmagan. A. Gill va hammualliflar Nyu-York fond birjasidagi 88 ta kompaniya misolida pul aylanish sikli va yalpi operatsion foyda o'rtasida musbat bog'liqlik aniqladi [Gill, Biger & Mathur, 2010]. Bu ziddiyat zaxiralar va savdo krediti nafaqat xarajat, balki sotuvlarni rag'batlantirish vositasi ekanini ko'rsatadi. Finlyandiya kompaniyalarining 1990–2008-yillardagi ma'lumotlari esa aylanma kapitalni samarali boshqarishning ahamiyati iqtisodiy tanazzul davrlarida kuchayishini ko'rsatdi [Enqvist, Graham & Nikkinen, 2014].

Rentabellikdan farqli ravishda, aylanma kapitalning to'g'ridan-to'g'ri bozor qiymatiga ta'siri nisbatan kech o'rganila boshlandi. R. Kishnik va hammualliflar AQSH kompaniyalarining 1990–2006-yillardagi ma'lumotlari asosida o'rtacha kompaniya uchun sof operatsion aylanma kapitalga qo'shimcha investitsiya qilingan bir dollar aksiyadorlar uchun pul mablag'i ko'rinishidagi bir dollardan kamroq qadrlanishini aniqladi. Ularning xulosasiga ko'ra, bu baho kutilayotgan sotuvlar o'sishi, qarz yuki, moliyaviy cheklovlar va bankrotlik xavfiga bog'liq [Kieschnick, Laplante & Moussawi, 2013]. S. Banyos-Kaballero va hammualliflar Buyuk Britaniya kompaniyalari misolida aylanma kapital va Tobin q koeffitsiyenti o'rtasida teskari U shaklidagi bog'liqlikni aniqladi: optimal darajadan har qanday tomonga og'ish qiymatni pasaytiradi, moliyaviy cheklangan kompaniyalar uchun esa optimal daraja pastroq bo'ladi [Baños-Caballero, García-Teruel & Martínez-Solano, 2014]. N. Aktas va hammualliflar AQSH kompaniyalarining 1982–2011-yillardagi ma'lumotlarida aylanma kapitalni optimal darajaga yaqinlashtirgan kompaniyalarning aksiya va operatsion samaradorligi yaxshilanishini, bunda asosiy kanal bo'shagan resurslarning investitsiyalarga yo'naltirilishi ekanini ko'rsatdi [Aktas, Croci & Petmezas, 2015]. Eng so'nggi tadqiqotlardan biri 1990–2017-yillarni qamrab olib, debitorlik qarzlar va zaxiralar aylanuvchanligi yaxshilanishi ROIC va aksiyalar qiymatiga ijobiy ta'sir ko'rsatganini aniqladi [Boisjoly, Conine & McDonald, 2020].

Rivojlanayotgan bozorlar uchun J. Abor Gana fond birjasidagi kompaniyalar misolida qisqa muddatli qarzlar ulushi va ROE o'rtasida musbat, uzoq muddatli qarzlar bilan esa manfiy bog'liqlik aniqladi [Abor, 2005]. Fransiya ishlab chiqarish kompaniyalari ma'lumotlarida leverejning o'sishi samaradorlikni oshirishi agentlik nazariyasiga mos ravishda tasdiqlangan [Margaritis & Psillaki, 2010]. Bu natijalar qarz yuki ROE ni moliyaviy dastak orqali oshirishi mumkinligini, ammo uning sifati operatsion samaradorlik bilan bir xil emasligini ko'rsatadi.

O'zbekistonlik olimlar ishlarida aksiyadorlik jamiyatlari moliyaviy boshqaruv samaradorligini baholashda makroiqtisodiy, tarmoq va ichki omillarni yaxlit hisobga olish zarurligi asoslangan [Umarxodjayeva, 2024], korxona kapitalini samarali boshqarishning asosiy yo'nalishlari ko'rib chiqilgan [Qo'chqarov, 2024], aksiyalar bozoridagi islohotlar va kapitallashuv dinamikasi tahlil qilingan [Alikulov, 2025]. Shunga qaramay, ushbu ishlarda aylanma kapitalni boshqarish ko'rsatkichlari va bozor

qiymati o'rtasidagi bog'liqlikni o'lchash uslubiyoti, xalqaro empirik dalillarning milliy bozorga qo'llanishi masalasi yetarlicha yoritilmagan. Mazkur tadqiqot aynan shu bo'shliqni to'ldirishga qaratilgan.

## METODOLOGIYA

Tadqiqot ikki bosqichda olib borildi. Birinchi bosqichda tizimli adabiyotlar sharhi usuli qo'llandi. Manbalar RePEc/IDEAS, ScienceDirect va Google Scholar bazalarida "working capital management", "cash conversion cycle", "firm value", "shareholders' wealth", "Tobin's q", "DuPont analysis" kalit so'zlari va ularning birikmalari bo'yicha qidirildi. Tanlab olish mezonlari quyidagicha belgilandi: (1) taqriz qilinadigan xalqaro jurnalda chop etilgan bo'lishi; (2) kompaniyalar panel yoki kesim ma'lumotlariga asoslangan empirik tadqiqot bo'lishi; (3) aylanma kapital yoki xususiy kapital samaradorligi ko'rsatkichini rentabellik yoki bozor qiymati ko'rsatkichi bilan bog'lashi; (4) mavzu bo'yicha keng iqtibos keltirilgan asosiy ish bo'lishi. Natijada aylanma kapital bo'yicha 12 ta va xususiy kapital tuzilmasi hamda rentabellik tarkibi bo'yicha 4 ta, jami 16 ta tadqiqot tanlab olindi.

Har bir tadqiqot yagona kodlash shakli bo'yicha tahlil qilindi: mamlakat, tanlanma va davr; aylanma kapital ko'rsatkichi (pul aylanish sikli – CCC, sof savdo sikli – NTC, sof operatsion aylanma kapital – NOWC); natija ko'rsatkichi (rentabellik yoki bozor qiymati); aniqlangan bog'liqlik yo'nalishi va shakli. Pul aylanish sikli quyidagi formula bo'yicha aniqlanadi:

$$CCC = DIO + DSO - DPO,$$

bu yerda DIO – zaxiralarning aylanish muddati (kun), DSO – debitorlik qarzlarning undirilish muddati (kun), DPO – kreditorlik qarzlarning to'lanish muddati (kun). Bozor qiymati ko'rsatkichlari sifatida Tobin q koeffitsiyenti (bozor qiymatining aktivlar tiklanish qiymatiga nisbati), bozor qiymatining balans qiymatiga nisbati (P/B) va aksiya daromadliligi ko'rib chiqildi. Xususiy kapital samaradorligi DuPont modeli orqali talqin qilindi:

$$ROE = (Sof foyda / Sotuv) \times (Sotuv / Aktivlar) \times (Aktivlar / Xususiy kapital).$$

Ikkinchi bosqichda O'zbekiston kapital bozorining 2023–2026-yillardagi ko'rsatkichlari ikkilamchi ma'lumotlar asosida tahlil qilindi. Ma'lumot manbalari sifatida Toshkent Respublika fond birjasi rasmiy ma'lumotlari va ularga tayangan axborot agentliklari nashrlari (UzDaily, Trend), CEIC ma'lumotlar bazasi hamda ilmiy maqolalar xizmat qildi. Emitentlar axborot oshkoraligi darajasini baholash uchun Korporativ axborot yagona portali ([openinfo.uz](http://openinfo.uz)) dagi yillik hisobotlar shakli o'rganildi. Hosilaviy ko'rsatkichlar (savdo aylanmasining kapitallashuvga nisbati, bitta bitimning o'rtacha hajmi, listingdagi kompaniyalar ulushi) muallif tomonidan hisoblandi. Bunday yondashuv tanlandi, chunki O'zbekiston birjasida aksiyalar savdosi notekis va ko'plab emitentlarning moliyaviy hisobotlari mashinada o'qiladigan shaklda mavjud emas. Bu sharoitda keng ko'lamli ekonometrik modelni qurishdan oldin xalqaro dalillar va milliy bozor sharoitlarini qiyoslash ilmiy jihatdan asoslangan birinchi qadam hisoblanadi.

## TAHLIL VA NATIJALAR

Tanlab olingan tadqiqotlarning asosiy xususiyatlari va natijalari 1-jadvalda umumlashtirilgan.

1-jadval.

### Aylanma kapital va xususiy kapital samaradorligining rentabellik va bozor qiymatiga ta'siri bo'yicha xalqaro empirik tadqiqotlar

| Muallif(lar), yil                                | Mamlakat, tanlanma, davr            | Ta'sir ko'rsatkichi      | Natija ko'rsatkichi                          | Aniqlangan bog'liqlik                                            |
|--------------------------------------------------|-------------------------------------|--------------------------|----------------------------------------------|------------------------------------------------------------------|
| <b>A. Aylanma kapitalni boshqarish</b>           |                                     |                          |                                              |                                                                  |
| Shin & Soenen (1998)                             | AQSH, 58 985 kuzatuv, 1975–1994     | NTC                      | Operatsion rentabellik, aksiya daromadlilik  | Manfiy (sikl qisqa – samaradorlik yuqori)                        |
| Wang (2002)                                      | Yaponiya, Tayvan, 1985–1996         | CCC                      | ROA, ROE, Tobin q                            | Manfiy (CCC – ROA/ROE)                                           |
| Deloof (2003)                                    | Belgiya, 1 009 kompaniya, 1992–1996 | DSO, DIO, DPO            | Yalpi operatsion daromad                     | Manfiy                                                           |
| Lazaridis & Tryfonidis (2006)                    | Gretsiya, 131 kompaniya, 2001–2004  | CCC                      | Yalpi operatsion foyda                       | Manfiy                                                           |
| García-Teruel & Martínez-Solano (2007)           | Ispaniya, 8 872 KOK, 1996–2002      | CCC                      | ROA                                          | Manfiy                                                           |
| Raheman & Nasr (2007)                            | Pokiston, 94 kompaniya, 1999–2004   | CCC, DSO, DIO, DPO       | Sof operatsion rentabellik                   | Manfiy                                                           |
| Gill, Biger & Mathur (2010)                      | AQSH, 88 kompaniya, 2005–2007       | CCC                      | Yalpi operatsion foyda                       | Musbat                                                           |
| Kieschnick va boshq. (2013)                      | AQSH, 1990–2006                     | NOWC                     | Aksiyadorlar boyligi (ortiqcha daromadlilik) | NOWC dagi 1 dollar pul mablag'idagi 1 dollardan arzon baholanadi |
| Enqvist va boshq. (2014)                         | Finlyandiya, 1990–2008              | CCC                      | ROA, yalpi operatsion daromad                | Manfiy, tanazzulda kuchliroq                                     |
| Baños-Caballero va boshq. (2014)                 | Buyuk Britaniya, 2001–2007          | NTC                      | Tobin q                                      | Teskari U shaklidagi (optimal daraja)                            |
| Aktas va boshq. (2015)                           | AQSH, 1982–2011                     | Optimal darajadan og'ish | Aksiya va operatsion samaradorlik            | Optimumga yaqinlashish qiymatni oshiradi                         |
| Boisjoly va boshq. (2020)                        | AQSH, 1990–2017                     | DSO, DIO, DPO, CCC       | ROIC, aksiyalar qiymati                      | Aylanuvchanlik yaxshilanishi – qiymat o'sishi                    |
| <b>B. Xususiy kapital va rentabellik tarkibi</b> |                                     |                          |                                              |                                                                  |
| Nissim & Penman (2001)                           | AQSH, NYSE va AMEX kompaniyalari    | ROE tarkibi              | Kelgusi ROE, qiymat                          | Operatsion rentabellik barqarorroq                               |

|                              |                            |                      |                              |                                                  |
|------------------------------|----------------------------|----------------------|------------------------------|--------------------------------------------------|
| Abor (2005)                  | Gana, birja kompaniyalari  | Qarz tuzilmasi       | ROE                          | Qisqa muddatli qarz musbat, uzoq muddatli manfiy |
| Soliman (2008)               | AQSH, keng tanlanma        | DuPont komponentlari | Kelgusi aksiya daromadliligi | Aktivlar aylanuvchanligi o'sishi musbat          |
| Margaritis & Psillaki (2010) | Fransiya, ishlab chiqarish | Leverej              | Samaradorlik (DEA)           | Musbat                                           |

1-jadvaldan ko'rinib turibdiki, aylanma kapital bo'yicha 12 ta tadqiqotdan 8 tasida aylanma kapitalga bog'langan resurslar hajmi (yoki aylanish muddatlari) va samaradorlik o'rtasida manfiy bog'liqlik, 1 tasida musbat bog'liqlik aniqlangan, 3 tasida esa bog'liqlik shartli yoki nochiziqli ekani, ya'ni optimal daraja mavjudligi va moliyaviy cheklovlarga bog'liqligi ko'rsatilgan. Natija ko'rsatkichi turi bo'yicha 6 ta tadqiqotda bozor qiymati yoki aksiya daromadliligi bevosita o'lchangan, qolgan 6 tasida faqat buxgalteriya rentabelligi qo'llangan. Xronologik nuqtai nazardan, 2010-yilgacha bo'lgan ishlarda asosan "sikl qanchalik qisqa bo'lsa, shunchalik yaxshi" degan chiziqli xulosa ustun bo'lsa, 2013-yildan keyingi ishlarda bozor qiymati bevosita o'lchanib, optimal daraja va moliyaviy cheklovlar omili hisobga olingan.

Ikkinchi bosqichda O'zbekiston kapital bozorining asosiy ko'rsatkichlari tahlil qilindi (2-jadval).

## 2-jadval.

### O'zbekiston kapital bozorining asosiy ko'rsatkichlari, 2023–2026-yillar

| Ko'rsatkich                                                | 2023  | 2024  | 2025   | 2026 (I yarim yillik)     |
|------------------------------------------------------------|-------|-------|--------|---------------------------|
| Bozor kapitallashuvi, trln so'm                            | –     | 242,4 | 284,6* | 428,06                    |
| Bozor kapitallashuvi, mlrd AQSH dollari                    | –     | 18,8  | –      | 35,7                      |
| Kapitallashuvning YaIMga nisbati, %                        | –     | 16,7  | –      | –                         |
| Savdolar hajmi, trln so'm                                  | 2,89  | 21,95 | –      | 6,94                      |
| Bitimlar soni, ming dona                                   | 411,9 | 498,4 | –      | 490,4                     |
| Bitta bitimning o'rtacha hajmi, mln so'm**                 | 7,0   | 44,0  | –      | 14,2                      |
| Savdolar hajmining kapitallashuvga nisbati, %**            | –     | 9,1   | –      | 1,6 (yillik hisobda ~3,2) |
| Kotirovka varag'idagi kompaniyalar soni                    | –     | –     | –      | 95                        |
| Listingdagi kompaniyalarning AJ umumiy soniga nisbati, %** | –     | –     | ~14,6  | –                         |

2-jadval ma'lumotlari kapital bozorining tez o'sayotganini ko'rsatadi: 2024-yil oxiridan 2026-yil iyunigacha kapitallashuv 76,6 foizga oshgan, UCI indeksi esa 2026-yilning birinchi yarmida 46,24 foizga ko'tarilib, 1 088,07 punktga yetgan [Trend, 2026]. CEIC ma'lumotlariga ko'ra, AQSH dollaridagi kapitallashuv 2024-yil may oyida 19,51 mlrd dollar bilan o'sha davrdagi tarixiy maksimumga erishgan, noyabrda esa 18,42 mlrd dollarni tashkil etgan [CEIC, 2024]. Shu bilan birga, savdolar hajmi notekis: 2024-yilda u 2023-yilga nisbatan 7,6 marta oshgan bo'lsa-da, bu o'sish asosan

yirik aksiya paketlari bilan bogʻliq birlashish va qoʻshib olish bitimlari hisobiga taʼminlangan. 2026-yilning birinchi yarmida savdolar hajmining kapitallashuvga nisbati 1,6 foizni tashkil etdi.

Masalan, “Qizilqumsement” AJ ning 2023-yil uchun yillik hisobotida ustav kapitali rentabelligi 0,05, umumiy qoplanish koeffitsiyenti 1,25, mutlaq likvidlik koeffitsiyenti 0,01, jalb qilingan va oʻz mablagʻlari nisbati 1 ga teng koʻrsatilgan [Openinfo, 2024]. Biroq bu shaklda zaxiralar, debitorlik va kreditorlik qarzlarning aylanish muddatlari, pul aylanish sikli hamda ROE ning tarkibiy qismlari koʻrsatilmaydi (3-jadval).

3-jadval.

**Xalqaro tadqiqotlarda qoʻllanadigan koʻrsatkichlarning Oʻzbekiston emitentlari hisobotlarida mavjudligi**

| Koʻrsatkich                                         | Xalqaro tadqiqotlarda qoʻllanishi | Openinfo.uz yillik hisobot shaklida | Hisoblash imkoniyati                         |
|-----------------------------------------------------|-----------------------------------|-------------------------------------|----------------------------------------------|
| Pul aylanish sikli (CCC)                            | 7 ta tadqiqot                     | Yoʻq                                | Toʻliq 1- va 2-shakl hisobotlari orqali      |
| Zaxiralar, debitorlik, kreditorlik aylanish muddati | 3 ta tadqiqot                     | Yoʻq                                | Toʻliq 1- va 2-shakl hisobotlari orqali      |
| Sof operatsion aylanma kapital (NOWC)               | 2 ta tadqiqot                     | Yoʻq                                | Balans orqali                                |
| ROE va uning DuPont tarkibi                         | 3 ta tadqiqot                     | Faqat ustav kapitali rentabelligi   | Balans va moliyaviy natijalar orqali         |
| Tobin q, P/B                                        | 2 ta tadqiqot                     | Yoʻq                                | Faqat faol savdo qilinadigan aksiyalar uchun |
| Likvidlik va leverej koeffitsiyentlari              | Nazorat oʻzgaruvchisi sifatida    | Bor                                 | Bevosita                                     |

Emitentlar axborot oshkoraligi tahlili shuni koʻrsatdiki, Korporativ axborot yagona portalidagi yillik hisobot shaklida moliyaviy holat bir qator umumlashtiruvchi koeffitsiyentlar orqali beriladi: ustav kapitali rentabelligi, toʻlov qobiliyatining umumiy qoplanish koeffitsiyenti, mutlaq likvidlik koeffitsiyenti, jalb qilingan va oʻz mablagʻlari nisbati, asosiy vositalarning yangilanish koeffitsiyenti.

**MUHOKAMA**

Olingan natijalar kirish qismida qoʻyilgan savolga ikki tomonlama javob beradi. Birinchidan, xalqaro dalillar aylanma kapitalni samarali boshqarish kompaniya qiymatiga ijobiy taʼsir koʻrsatishini ishonchli tasdiqlaydi. Ammo bu taʼsir chiziqli emas. Dastlabki tadqiqotlarda [Shin & Soenen, 1998; Deloof, 2003] aniqlangan “siklni qisqartirish har doim foydali” degan xulosa bozor qiymatini bevosita oʻlchagan keyingi ishlarda aniqlashtirildi: aylanma kapitalning optimal darajasi mavjud, undan pastga tushish ham sotuvlarning yoʻqotilishi va taʼminot uzilishlari orqali qiymatni pasaytiradi [Baños-Caballero va boshq., 2014; Aktas va boshq., 2015]. Gill va hammualliflarning musbat natijasi [Gill, Biger & Mathur, 2010] ham shu nuqtai

nazardan tushuntiriladi: tanlanmadagi kompaniyalar optimal darajadan past bo'lgan bo'lishi mumkin.

Ikkinchidan, xususiy kapital samaradorligining bozor qiymatiga ta'siri uning tarkibiga bog'liq. Bir xil ROE ga yuqori foyda marjasi va aktivlar aylanuvchanligi hisobiga ham, yuqori moliyaviy leverej hisobiga ham erishish mumkin. Biroq bozor ishtirokchilari operatsion samaradorlik hisobiga olingan rentabellikni barqarorroq deb baholaydi [Nissim & Penman, 2001; Soliman, 2008]. Leverej hisobiga oshirilgan ROE esa valyuta va foiz risklariga ta'sirchan bo'ladi. O'zbekiston sharoitida bu omil ayniqsa muhim, chunki ayrim yirik aksiyadorlik jamiyatlarining sof foydasi asosan kurs farqlari hisobiga keskin o'zgaradi.

O'zbekiston kapital bozori ko'rsatkichlari bilan qiyoslash xorijiy modellarni to'g'ridan-to'g'ri qo'llashga uchta to'siq borligini ko'rsatdi. Birinchi to'siq – bozor narxining axborot samaradorligi past. Savdolar hajmining kapitallashuvga nisbati 2026-yilning birinchi yarmida 1,6 foizni tashkil etgan va savdo hajmi yirik bitimlar hisobiga keskin tebranadi. Bunday sharoitda aksiya narxi kompaniya fundamental ko'rsatkichlaridagi o'zgarishlarni to'liq aks ettirmasligi mumkin, shuning uchun Tobin q yoki aksiya daromadlilikiga asoslangan modellar xato natija berishi ehtimoli yuqori. Ikkinchi to'siq – tanlanma kichik. Taxminan 650 ta aksiyadorlik jamiyatidan 95 tasi listingda bo'lgani uchun panel regressiyalari uchun yetarli kuzatuvlar soni faqat bir necha yillik ma'lumotlarni birlashtirish orqali ta'minlanishi mumkin. Uchinchi to'siq – hisobot shaklida aylanma kapital aylanuvchanligi va ROE tarkibi oshkor etilmaydi, bu esa tadqiqotchilar va investorlarni to'liq moliyaviy hisobotlarni qo'lda qayta ishlashga majbur qiladi.

Shu sababli O'zbekiston aksiyadorlik jamiyatlari uchun gibrid yondashuv maqsadga muvofiq. Unda bozor qiymati ko'rsatkichlari (kapitallashuv, P/B) faqat faol savdo qilinadigan aksiyalar uchun qo'llanadi, qolgan emitentlar uchun esa qoldiq daromad mantiqiga asoslangan balans ko'rsatkichi, ya'ni  $(ROE - \text{kapital qiymati}) \times \text{xususiy kapital qiymat yaratish o'lchovi}$  sifatida ishlatiladi. Xalqaro adabiyot asosida kelgusi empirik tadqiqotlar uchun quyidagi gipotezalar taklif etiladi:

H1: O'zbekiston aksiyadorlik jamiyatlarida pul aylanish sikli va ROE o'rtasida manfiy bog'liqlik mavjud, biroq bu bog'liqlik moliyaviy cheklangan kompaniyalarda kuchsizroq.

H2: Aylanma kapital va qiymat ko'rsatkichi (P/B yoki qoldiq daromad) o'rtasidagi bog'liqlik teskari U shaklga ega.

H3: Operatsion samaradorlik (foyda marjasi va aktivlar aylanuvchanligi) hisobiga shakllangan ROE moliyaviy leverej hisobiga shakllangan ROE ga nisbatan yuqori P/B bilan bog'liq.

H4: Valyuta majburiyatlari yuqori bo'lgan kompaniyalarda leverej hisobiga shakllangan ROE ning beqarorligi yuqori bo'ladi.

Tadqiqotning cheklovlari. Birinchidan, adabiyotlar sharhi meta-tahlil emas: natijalarning statistik kuchi va effekt hajmi miqdoriy jihatdan umumlashtirilmagan, tanlanma esa mavzu bo'yicha asosiy ishlar bilan cheklangan. Ikkinchidan, O'zbekiston bozori ko'rsatkichlari qisman fond birjasi ma'lumotlariga tayangan axborot agentliklari nashrlaridan olingan va manbalar orasida ayrim farqlar mavjud: masalan,

2024-yil savdolar hajmi bir manbada 21,95 trillion so'm, boshqasida 19 trillion so'mdan ortiq deb berilgan [UzDaily, 2025; Alikulov, 2025]. Uchinchidan, 2025-yil oxiridagi kapitallashuv bevosita emas, o'sish sur'ati asosida hisoblangan.

### XULOSA

Tadqiqot natijasida quyidagi xulosalarga kelindi. Birinchidan, xalqaro empirik dalillar aylanma kapital va xususiy kapitalni samarali boshqarish kompaniya bozor qiymatini oshirishini tasdiqlaydi, ammo aylanma kapital bo'yicha bog'liqlik chiziqli emas, balki optimal darajaga ega. Shuning uchun boshqaruv maqsadi pul aylanish siklini cheksiz qisqartirish emas, uni tarmoq va moliyaviy cheklovlarni hisobga olgan holda optimal darajada ushlab turish bo'lishi lozim. Ikkinchidan, ROE ning tarkibi uning darajasidan kam ahamiyatga ega emas: operatsion samaradorlik hisobiga shakllangan rentabellik bozor tomonidan yuqoriroq baholanadi.

Uchinchidan, O'zbekiston kapital bozori jadal o'sayotgan bo'lsa-da, past likvidlik, listingdagi kompaniyalar sonining cheklanganligi va hisobotlarda aylanma kapital ko'rsatkichlarining oshkor etilmasligi xorijiy modellarni to'g'ridan-to'g'ri qo'llashga imkon bermaydi. Amaliy tavsiya sifatida emitentlarning yillik va choraklik hisobotlari shakliga zaxiralar, debitorlik va kreditorlik qarzlarning aylanish muddatlari, pul aylanish sikli hamda ROE ning uch omilli DuPont tarkibini kiritish taklif etiladi. Aksiyadorlik jamiyatlari kuzatuv kengashlariga esa ushbu ko'rsatkichlarni menejment faoliyatini baholashning asosiy ko'rsatkichlari tizimiga qo'shish tavsiya qilinadi. Kelgusi tadqiqotlar taklif etilgan H1–H4 gipotezalarni listingdagi emitentlarning 2021–2025-yillardagi panel ma'lumotlari asosida sinashga qaratilishi lozim.

### FOYDALANILGAN ADABIYOTLAR RO'YXATI

1. O'zbekiston Respublikasi Prezidentining 2021-yil 13-apreldagi PF-6207-son "Kapital bozorini yanada rivojlantirish chora-tadbirlari to'g'risida"gi Farmoni. – [www.lex.uz](http://www.lex.uz).
2. O'zbekiston Respublikasi Prezidentining 2022-yil 28-yanvardagi PF-60-son "2022–2026-yillarga mo'ljallangan Yangi O'zbekistonning taraqqiyot strategiyasi to'g'risida"gi Farmoni. – [www.lex.uz](http://www.lex.uz).
3. Abor, J. (2005). The effect of capital structure on profitability: An empirical analysis of listed firms in Ghana. *Journal of Risk Finance*, 6(5), 438–445.
4. Aktas, N., Croci, E., & Petmezas, D. (2015). Is working capital management value-enhancing? Evidence from firm performance and investments. *Journal of Corporate Finance*, 30, 98–113. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2014.12.008>
5. Alikulov, A. T. (2025). O'zbekistonda aksiyalar bozorida amalga oshirilayotgan islohotlar va ularning kelgusi natijalari. *Aktuar moliya va buxgalteriya hisobi ilmiy jurnali*, 5(08), 57–60.
6. Baños-Caballero, S., García-Teruel, P. J., & Martínez-Solano, P. (2014). Working capital management, corporate performance, and financial constraints. *Journal of Business Research*, 67(3), 332–338.
7. Boisjoly, R. P., Conine, T. E., & McDonald, M. B. (2020). Working capital

- management: Financial and valuation impacts. *Journal of Business Research*, 108, 1–8. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2019.09.025>
8. CEIC. (2024). Uzbekistan Market Capitalization. <https://www.ceicdata.com/en/indicator/uzbekistan/market-capitalization>
9. Deloof, M. (2003). Does working capital management affect profitability of Belgian firms? *Journal of Business Finance & Accounting*, 30(3–4), 573–588.
10. Enqvist, J., Graham, M., & Nikkinen, J. (2014). The impact of working capital management on firm profitability in different business cycles: Evidence from Finland. *Research in International Business and Finance*, 32, 36–49.
11. Fama, E. F., & French, K. R. (2002). Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt. *Review of Financial Studies*, 15(1), 1–33.
12. García-Teruel, P. J., & Martínez-Solano, P. (2007). Effects of working capital management on SME profitability. *International Journal of Managerial Finance*, 3(2), 164–177.
13. Gill, A., Biger, N., & Mathur, N. (2010). The relationship between working capital management and profitability: Evidence from the United States. *Business and Economics Journal*, 10, 1–9.
14. Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360.
15. Kieschnick, R., Laplante, M., & Moussawi, R. (2013). Working capital management and shareholders' wealth. *Review of Finance*, 17(5), 1827–1852. <https://doi.org/10.1093/rof/rfs043>
16. Kursiv. (2025, 1-iyul). O'zbekistonda investorning e'tibori qayerga qaratilmoqda. <https://uz.kursiv.media/uz/2025-07-01/ozbekistonda-investorning-etibori-qayerga-qaratilmoqda/>
17. Lazaridis, I., & Tryfonidis, D. (2006). Relationship between working capital management and profitability of listed companies in the Athens Stock Exchange. *Journal of Financial Management and Analysis*, 19(1), 26–35.
18. Margaritis, D., & Psillaki, M. (2010). Capital structure, equity ownership and firm performance. *Journal of Banking & Finance*, 34(3), 621–632.
19. Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *American Economic Review*, 48(3), 261–297.
20. Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187–221.
21. Nissim, D., & Penman, S. H. (2001). Ratio analysis and equity valuation: From research to practice. *Review of Accounting Studies*, 6(1), 109–154.
22. Ohlson, J. A. (1995). Earnings, book values, and dividends in equity valuation. *Contemporary Accounting Research*, 11(2), 661–687.
23. Openinfo. (2024). "Qizilqumsement" AJ emitentining yillik hisoboti. Korporativ axborot yagona portali. [https://openinfo.uz/ru/reports/to\\_pdf22969](https://openinfo.uz/ru/reports/to_pdf22969)
24. Qo'chqarov, B. X. (2024). Korxona kapitalini samarali boshqarishning asosiy yo'nalishlari. *Oriental Renaissance: Innovative, Educational, Natural and Social Sciences (ORIENS)*, 224–232.

25. Raheman, A., & Nasr, M. (2007). Working capital management and profitability – case of Pakistani firms. *International Review of Business Research Papers*, 3(1), 279–300.
26. Shin, H. H., & Soenen, L. (1998). Efficiency of working capital management and corporate profitability. *Financial Practice and Education*, 8(2), 37–45.
27. Soliman, M. T. (2008). The use of DuPont analysis by market participants. *The Accounting Review*, 83(3), 823–853.
28. Trend. (2026). Uzbekistan's stock market capitalization jumps 50% in 1H 2026. <https://trend.az/casia/uzbekistan/4215430.html>
29. Umarxodjayeva, M. (2024). Milliy iqtisodiyotda aksiyadorlik jamiyatlari moliyaviy boshqaruv samaradorligini baholash. *O'zbekiston sug'urta bozori*, 1(8), 8–11. [https://doi.org/10.55439/INS/vol1\\_iss8/142](https://doi.org/10.55439/INS/vol1_iss8/142)
30. UzDaily. (2025, 4-mart). UZSE closes the year with a net profit of 123 billion soums. <https://www.uzdaily.uz/en/uzse-closes-the-year-with-a-net-profit-of-123-billion-soums/>
31. Wang, Y.-J. (2002). Liquidity management, operating performance, and corporate value: Evidence from Japan and Taiwan. *Journal of Multinational Financial Management*, 12(2), 159–169.