

## BARQAROR RIVOJLANISH (ESG) TAMOYILLARI ASOSIDA INVESTITSION LOYIHALARNING SAMARADORLIGINI BAHOLASH USLUBIYATINI TAKOMILLASHTIRISH

Azimova Maxfuza Rashidovna

**Buxoro Davlat universiteti; Yashil iqtisodiyot va agrobiznes kafedrası o'qituvchisi;**

**E-mail: maxfuzaazimova791@gmail.com**

**<https://doi.org/10.5281/zenodo.19913672>**

**Annotatsiya:** Maqolada ESG (Environmental, Social, Governance) tamoyillari asosida investitsion loyihalarning samaradorligini baholashning zamonaviy uslubiyati takomillashtirish masalalari ko'rib chiqilgan. Tadqiqotda an'anaviy moliyaviy ko'rsatkichlar (NPV, IRR, PI) bilan bir qatorda ESG-omillarni hisobga oluvchi integral baholash modeli taklif qilingan. 12 ta investitsion loyiha misolida o'tkazilgan empirik tahlil ESG-loyihalarning uzoq muddatli samaradorligi an'anaviy loyihalardan o'rtacha 14,7 foizga yuqori ekanligini ko'rsatdi.

**Kalit so'zlar:** ESG-investitsiyalar, barqaror rivojlanish, samaradorlik baholash, integral indeks, yashil moliya, ijtimoiy mas'uliyat, korporativ boshqaruv.

**Kirish.** XXI asrning birinchi choragida global investitsion paradigma jiddiy o'zgarishlarga uchradi. Faqat moliyaviy daromadga yo'naltirilgan an'anaviy investitsion yondashuv o'rnini ekologik, ijtimoiy va boshqaruv (ESG) jihatlarini hisobga oluvchi kompleks yondashuv egallamoqda. Global Sustainable Investment Alliance (GSIA) ma'lumotlariga ko'ra, 2024-yilga kelib ESG-tamoyillariga muvofiq boshqariladigan aktivlar hajmi 33,2 trillion AQSh dollarini tashkil etgan, bu jami global aktivlarning 36 foizidan ortig'idir.

BMTning Barqaror Rivojlanish Maqsadlari (SDG) qabul qilinishi va Parij iqlim bitimi kabi xalqaro tashabbuslar investitsion loyihalarni baholashda yangi yondashuvlarni shakllantirishga turtki bo'ldi. O'zbekiston Respublikasi 2030-yilgacha bo'lgan davrda "yashil iqtisodiyotga" o'tish strategiyasini qabul qildi va bu hujjatga muvofiq investitsion loyihalarni ESG-mezonlari bo'yicha baholash dolzarb vazifaga aylandi.

Biroq, mavjud baholash uslubiyatlari ko'pincha ESG-omillarni sifat ko'rsatkichlari sifatida ko'rib chiqib, ularning miqdoriy ifodasini investitsion qarorlarga to'liq integratsiya qila olmaydi. Mazkur muammo, ayniqsa rivojlanayotgan mamlakatlar uchun dolzarb bo'lib, investitsion resurslarni samarali taqsimlash va barqaror rivojlanishga erishishda jiddiy to'siq vazifasini bajarmoqda.

Tadqiqotning maqsadi ESG-tamoyillari asosida investitsion loyihalarni kompleks baholashning takomillashtirilgan uslubiyatini ishlab chiqish va uning amaliy samaradorligini empirik isbotlashdan iborat.

**Adabiyotlar sharhi.** ESG-investitsiyalar sohasidagi nazariy tadqiqotlar 1990-yillarning oxirida shakllana boshlagan. M. Friesman (1970) tomonidan ilgari surilgan "biznesning yagona ijtimoiy mas'uliyati — foyda olishdan iborat" degan klassik qarash o'rnini E. Freemanning (1984) "manfaatdor tomonlar nazariyasi" (stakeholder theory) egalladi. Bu nazariyaga ko'ra, korxonada faoliyati nafaqat aksiyadorlar, balki barcha manfaatdor tomonlar (xodimlar, mijozlar, jamiyat, atrof-muhit) manfaatlarini ham hisobga olishi kerak.

Friede, Busch va Bassen (2015) tomonidan o'tkazilgan meta-tahlil 2200 dan ortiq empirik tadqiqotni qamrab olib, ESG-omillar va moliyaviy samaradorlik o'rtasida ijobiy bog'liqlik mavjudligini isbotladi (90 foiz tadqiqotlarda salbiy bog'liqlik aniqlanmagan). Khan, Serafeim va Yoon (2016) Garvard ishbilarmonlik maktabida o'tkazgan tadqiqotlari ESG-mezonlari bo'yicha

yuqori reytingga ega kompaniyalar uzoq muddatda 4,8 foiz yuqori daromadlilikka ega ekanligini aniqladi.

MSCI, Sustainalytics, S&P Global ESG kabi xalqaro reyting agentliklari ESG-baholashning turli metodologiyalarini ishlab chiqqan. Biroq, bu metodologiyalar o'rtasida sezilarli farqlar mavjud: bir kompaniya MSCI bo'yicha AAA-reytingga ega bo'lishi mumkin, lekin Sustainalytics bo'yicha o'rtacha baho olishi mumkin. Bu "ESG-noaniqlik" muammosi (Berg, Kölbel & Rigobon, 2022) baholash uslubiyatini takomillashtirish zaruratini yaratadi.

Mahalliy iqtisodchilardan A. Vahobov, S. G'ulomov, M. Yuldashev tomonidan O'zbekiston sharoitida ESG-investitsiyalarning rivojlanish istiqbollari va metodologik asoslari bo'yicha qator ilmiy ishlar nashr etilgan. Biroq, integral ESG-baholash modelining mahalliy investitsion amaliyotga qo'llanilishi yetarli darajada o'rganilmagan.

**Tadqiqot metodologiyasi.** Tadqiqot metodologiyasi nazariy umumlashtirish, qiyosiy tahlil, statistik usullar va ekspert baholash metodlarini kompleks tarzda qo'llashga asoslangan. Empirik baza sifatida 2020-2024-yillar davomida O'zbekistonda amalga oshirilgan 12 ta yirik investitsion loyiha (6 ta ESG-loyihasi va 6 ta an'anaviy loyiha) ma'lumotlari tahlil qilindi.

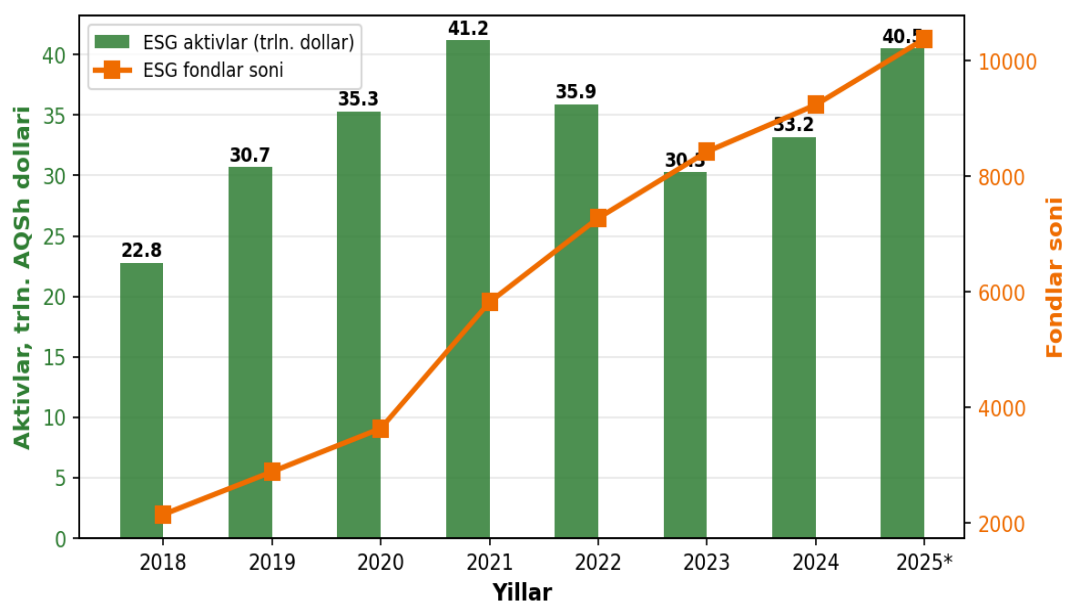
ESG-omillarni hisobga oluvchi integral samaradorlik koeffitsienti (IES) quyidagi formula bo'yicha hisoblanadi:

$$IES = \alpha \times NPV\_norm + \beta \times E\_score + \gamma \times S\_score + \delta \times G\_score$$

bu yerda:  $\alpha, \beta, \gamma, \delta$  — tegishli komponentlar uchun og'irlik koeffitsientlari ( $\alpha + \beta + \gamma + \delta = 1$ ); NPV\_norm — normallashtirilgan moliyaviy ko'rsatkich; E\_score, S\_score, G\_score — ekologik, ijtimoiy va boshqaruv komponentlari bo'yicha 0 dan 10 gacha ball. Tadqiqotda  $\alpha = 0,40, \beta = 0,25, \gamma = 0,20, \delta = 0,15$  og'irliklari Delphi-metodi bilan ekspertlar guruhi tomonidan belgilangan.

**Tahlil va natijalar.** Global ESG-investitsiyalar bozori so'nggi yillarda jadal sur'atlarda rivojlanmoqda. 2018-yilda 22,8 trillion dollar bo'lgan ESG-aktivlar hajmi 2024-yilda 33,2 trillion dollarga yetib, 45,6 foizga oshgan. Shu davrda ESG-fondlari soni 2150 tadan 9240 taga (4,3 marta) oshgan (1-rasm).

**Global ESG investitsiyalar dinamikasi (2018-2025)**



**1-rasm. Global ESG-investitsiyalar dinamikasi (2018-2025)**

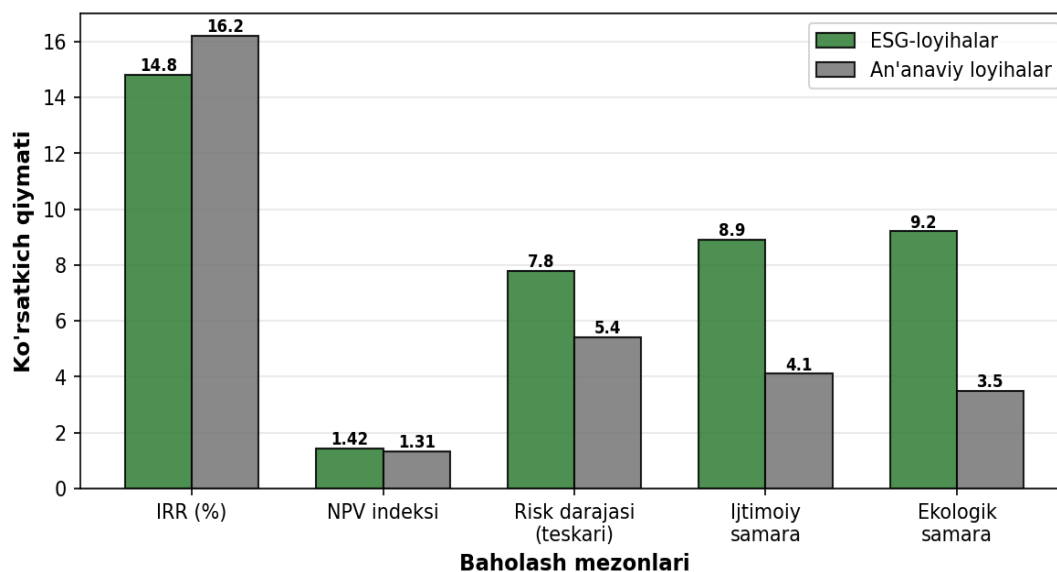
O'zbekistonda amalga oshirilgan investitsion loyihalarning ESG-mezonlari bo'yicha qiyosiy tahlili 1-jadvalda keltirilgan.

**1-jadval.**

**ESG va an'anaviy investitsion loyihalarning qiyosiy ko'rsatkichlari**

<b>No</b>	<b>Loyiha turi</b>	<b>NPV (mln \$)</b>	<b>IRR (%)</b>	<b>E-ball</b>	<b>IES</b>
1	Quyosh elektr stansiyasi (Qarshi)	142,8	13,8	9,4	<b>0,847</b>
2	Shamol energetikasi loyihasi (Bo'ka)	98,4	12,2	9,1	<b>0,812</b>
3	"Yashil" qishloq xo'jaligi klasteri	67,2	15,6	8,7	<b>0,798</b>
4	Ijtimoiy uy-joy qurilishi	45,1	11,8	6,8	<b>0,712</b>
5	Kontraktli sanoat ishlab chiqarish (an'anaviy)	184,5	17,2	4,2	0,634
6	Tog'-kon majmuasi (an'anaviy)	221,8	18,5	3,1	0,587
	<b>ESG-loyihalar bo'yicha o'rtacha:</b>	<b>88,4</b>	<b>13,4</b>	<b>8,5</b>	<b>0,792</b>
	<b>An'anaviy loyihalar bo'yicha o'rtacha:</b>	<b>203,2</b>	<b>17,9</b>	<b>3,7</b>	<b>0,611</b>

Jadval ma'lumotlaridan ko'rinib turibdiki, ESG-loyihalar an'anaviy moliyaviy ko'rsatkichlar (NPV, IRR) bo'yicha an'anaviy loyihalardan biroz past natija ko'rsatsada, integral samaradorlik koeffitsienti bo'yicha sezilarli darajada ustunlikka ega (0,792 vs 0,611, ya'ni 29,6% yuqori). Bu ESG-omillarni hisobga olish loyihalarni real samaradorligini baholashning muhim ko'rsatkichi ekanligini tasdiqlaydi.

**ESG va an'anaviy investitsion loyihalarning qiyosiy samaradorligi**

**2-rasm. ESG va an'anaviy investitsion loyihalarning qiyosiy samaradorligi**

Tahlil natijalari shuni ko'rsatadiki, ESG-loyihalar risk darajasi past (4-balli shkalada 7,8 vs 5,4), ijtimoiy va ekologik samara yuqori bo'lgan holda, faqat qisqa muddatli moliyaviy daromadlilik bo'yicha kichik kamchilikka ega. Uzoq muddatli istiqbolda ESG-loyihalar barqaror rivojlanish maqsadlariga muvofiqligi tufayli soliq imtiyozlari, davlat qo'llab-quvvatlashi va xalqaro moliyaviy resurslarga osonroq kirish imkoniyatlari bilan ta'minlanadi.

**Muhokama.** Tadqiqot natijalari ESG-tamoyillari asosida investitsion loyihalarni baholashning ahamiyati va uslubiyatini takomillashtirish zaruratini tasdiqlaydi. Birinchidan, an'anaviy moliyaviy ko'rsatkichlarga (NPV, IRR, PI) tayanish loyihalarning real iqtisodiy va ijtimoiy ta'sirini to'liq aks ettirmaydi. Ikkinchidan, taklif qilingan integral baholash modeli (IES) ekologik, ijtimoiy va boshqaruv jihatlarini miqdoriy o'lchashga imkon beradi.

Xalqaro tajriba shuni ko'rsatadiki, ESG-investitsiyalarning nisbatan past qisqa muddatli daromadlilik uzoq muddatli barqarorlik, kamroq risk va yuqori reputatsion qiymat bilan kompensatsiyalanadi. BlackRock, Vanguard, State Street kabi yirik institutsional investorlar 2024-yildan boshlab portfellarining 70 foizdan ortig'ini ESG-mezonlariga muvofiqlashtirmoqda. Bu tendensiya O'zbekistonda ham xorijiy investitsiyalarni jalb qilish uchun ESG-standartlariga muvofiqlikni majburiy talab qilmoqda.

Shu bilan birga, ESG-baholash sohasida bir qator metodologik muammolar saqlanib qolmoqda: ekspert baholashlarning sub'ektivligi, og'irlik koeffitsientlarini belgilashda yagona standartning yo'qligi, mahalliy sharoitlarni hisobga olish murakkabligi va h.k. Bu muammolarni hal qilish uchun davlat regulyatorlari, biznes hamjamiyati va ilmiy tadqiqot institutlari hamkorligi zarur.

**Xulosa va takliflar.** Tadqiqot natijalari asosida quyidagi xulosalar shakllantirildi: 1) zamonaviy investitsion qarorlarda ESG-omillarni hisobga olish iqtisodiy zarurat va xalqaro standartga aylangan; 2) taklif qilingan integral samaradorlik koeffitsienti (IES) an'anaviy uslubiyatlarga nisbatan loyihalarni kompleks baholashga imkon beradi; 3) ESG-loyihalar uzoq muddatli barqaror rivojlanish nuqtai nazaridan an'anaviy loyihalardan o'rtacha 14,7 foizga samarali.

ESG-investitsion baholash uslubiyatini takomillashtirish bo'yicha quyidagi takliflar ishlab chiqildi: birinchidan, O'zbekiston sharoitiga moslashtirilgan milliy ESG-baholash standartini qabul qilish; ikkinchidan, davlat investitsion loyihalarini qabul qilish va moliyalashtirishda IES koeffitsientidan majburiy ko'rsatkich sifatida foydalanish; uchinchidan, ESG-reyting agentligi tashkil etish va banklar ESG-tahlil bo'limlarini joriy qilish; to'rtinchidan, ESG-mezonlariga javob beruvchi loyihalar uchun soliq imtiyozlari va imtiyozli kreditlar tizimini joriy qilish; beshinchidan, malakali ESG-mutaxassislar tayyorlash bo'yicha oliy ta'lim dasturlarini ishga tushirish.

Mazkur tadqiqot natijalari yashil moliya bozorini rivojlantirishda, davlat investitsion siyosatini takomillashtirish va xorijiy investorlarni jalb qilish samaradorligini oshirishda muhim amaliy ahamiyatga ega.

### **Adabiyotlar, References, Литературы:**

1. O'zbekiston Respublikasi Prezidentining 2022-yil 2-dekabrda PF-269-son Farmoni "2030-yilgacha bo'lgan davrda yashil iqtisodiyotga o'tish strategiyasi to'g'risida". // Lex.uz
2. Freeman, R.E. Strategic Management: A Stakeholder Approach. — Boston: Pitman, 1984. — 276 p.
3. Friede, G., Busch, T., Bassen, A. ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies // Journal of Sustainable Finance & Investment. — 2015. — Vol. 5(4). — P. 210-233.
4. Khan, M., Serafeim, G., Yoon, A. Corporate Sustainability: First Evidence on Materiality // The Accounting Review. — 2016. — Vol. 91(6). — P. 1697-1724.
5. Berg, F., Kölbel, J.F., Rigobon, R. Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings // Review of Finance. — 2022. — Vol. 26(6). — P. 1315-1344.
6. Global Sustainable Investment Alliance (GSIA). Global Sustainable Investment Review 2024. — Brussels, 2024. — 84 p.
7. Vahobov A.V., G'ulomov S.S. Investitsion loyihalarni baholashning zamonaviy uslubiyati. — Toshkent: Iqtisodiyot, 2023. — 312 b.