



ARTICLE INFO

Qabul qilindi: 05-fevral 2026 yil
Ma'qullandi: 07-fevral 2026 yil
Nashr qilindi: 09-fevral 2026 yil

KEYWORDS

Венчур капитал, инвестиция, стартап, инновация, ИПО, M&A, венчур фонди, рискларни баҳолаш.

ВЕНЧУР КАПИТАЛ БИЗНЕСИНИНГ СИР-АСРОРЛАРИ: ЖАҲОН ТАЖРИБАСИ

Амур Жалилов

KPMG директори

amur.djalilov@gmail.com

<https://doi.org/10.5281/zenodo.18544014>

ABSTRACT

Ушбу мақолада инновацион ғояларни бизнесга айлантириш ва юқори технологияли лойиҳаларни молиялаштиришда венчур капиталининг ўрни ҳамда жаҳон тажрибаси таҳлил қилинган. Муаллиф венчур капиталини узоқ муддатли ва хатарли лойиҳаларга йўналтирилган сармоя сифатида таърифлаб, унинг шаклланишидан тортиб, лойиҳадан чиқиш босқичигача бўлган жараёнларни батафсил ёритиб беради.

Apple, Facebook, Google ва бошқа жуда кўп дунё таниган ва инсониятнинг кундалик ҳаётида кириб келаётган компаниялар илк ва ўсиш сармояларини венчур капиталидан олганлигини биласизми?! Ҳар қандай тадбиркорлик молиялаштириш талаб этади ва бунда тадбиркор турли хилдаги молиялаштириш усулларида фойдаланиши мумкин аммо аксарият ҳолларда илк ва ўсиш капиталини венчур жамғармалардан (фондлардан) олади.

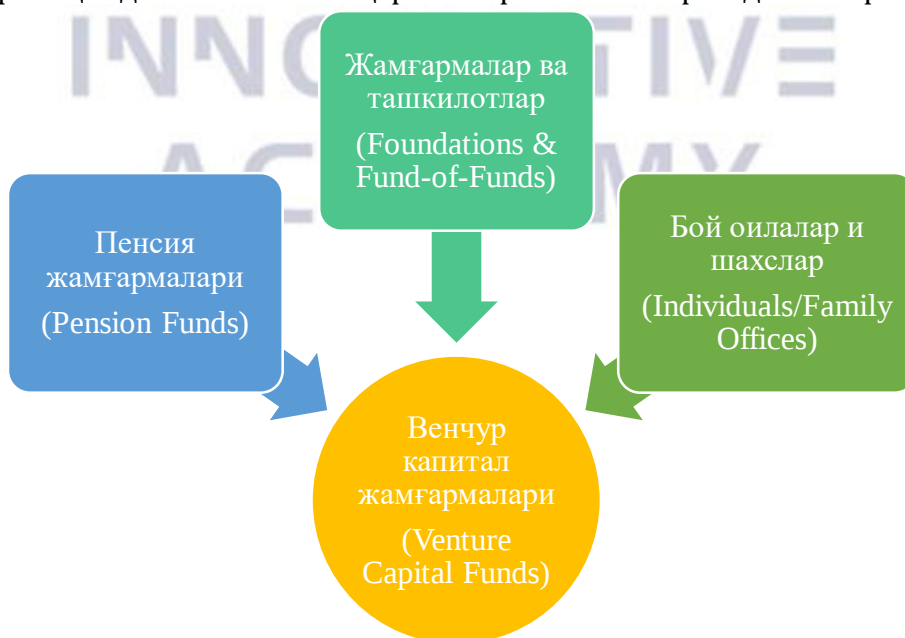
2019 йилни **Фаол инвестициялар ва ижтимоий ривожланиш йили** деб номланишини эса юртимизда вазият венчур капитал соҳасини ҳам ривожланишига ҳар томонлама етилиб келганлигини яққол ифодасидир. Ўтган 2017 ва айниқса 2018 йилларда мустаҳкам қурилган пойдевор ва 2019 йил учун режалаштирилган лойиҳа ва дастурлар олдинги саъи-ҳаракатларни мантиқий давоми эканлиги ва ушбу лойиҳа ва дастурлар беками-кўст амалга оширишлишига замин яратилганки бундай имкониятдан юртимиз ва ҳорижлик тадбиркор ва ишбилармонлари унумли фойдаланиши мақсадга мувофиқдир.

Жаҳон тажрибаси шуни кўрсатадики инвестициялар иқтисодиётга ички ва ташқи манбаалардан киритилади. Кичик бизнес ва тадбиркорликни молиялаштиришда айниқса инновацион ғояларни бизнесга айлантириш ва ҳаётга тадбиқ этиш учун илк ва ўсиш капиталини асосан венчур капитал эгалари томонидан молиялаштиради. Венчур капитал бу хатарли ва узоқ муддатли лойиҳаларни молиялаштиришга йўналтирилган сармоядир. Хориж тажрибасида венчур капитал инвестиция даври ўртача 5-7 йилни ташкил этади.

Асосий қисм

Венчур капитал бизнеси билан молиявий билим ва кўникмага эга, маълум бир соҳани мукамал ҳам илмий ҳам амалий билган, ўз соҳасида бизнес юритган, катта сармоя эгалари ёки венчур жамғармалари юритади. Венчур капитал бизнесида энг муҳим ва хал қилувчи омил бу бизнесни хатарларини (рискларини) тўғри баҳолашдир. Бунинг учун ҳам амалий ҳам илмий тажриба инновацион лойиҳани ич-ичидан тушиниши ва унинг келажагини кўрабилиш имконини берса иккинчи тарафдан молиявий билим ва кўникмалар бу лойиҳани бизнесга айлантириш учун қанча пул кераклиги, молиялаштириш усулларини қайси бирини қўллаш эса келажақда кўпроқ фойда олиш имкониятларини ҳисоблашда муҳим ролни ўйнайди.

Бу бизнес венчур капитал йиғиш ва жамғарма ташкил этишдан бошланади. Асосий сармоялар бой бизнесменлардан, бой оила ва шахслардан (Individuals/Family Offices), турли хилдаги жамғармалардан (Foundations ва Fund-of-Funds), нафақа/пенсия жамғармаларидан (Pension Funds), банклардан бошқа манбаалардан олинади. Бу жараённинг асосий қийинчиликларидан бири шундаки сармоядорларни ишонтириш ва шу капиталдан унумли фойдаланишни исбот қилиб берадиган даражада ташкилотчини ҳам амалий ҳам илмий салоҳияти борлигини намоён этишдир. Венчур капитал узоқ муддатга ва ўта хатарли лойиҳаларга киритилади ва натижада сармоядорлар ўз маблағларидан ажралиб қолиш эҳтимоли жуда юқоридир. Бу ҳолда фақатгини тажрибали ва ўз ишини устаси бўлган кишигина сармоядорларни ишонтириб бизнесни юритиши мумкин. Жаҳон тажрибасида венчур капитал жамғармалари турли соҳа вакиллари томонидан бошқарилади ва уларнинг ҳар бири ўз соҳасидаги лойиҳаларни молиялаштириш ҳамда бевосита бошқариш ва ривожлантиришда иштирок этади.



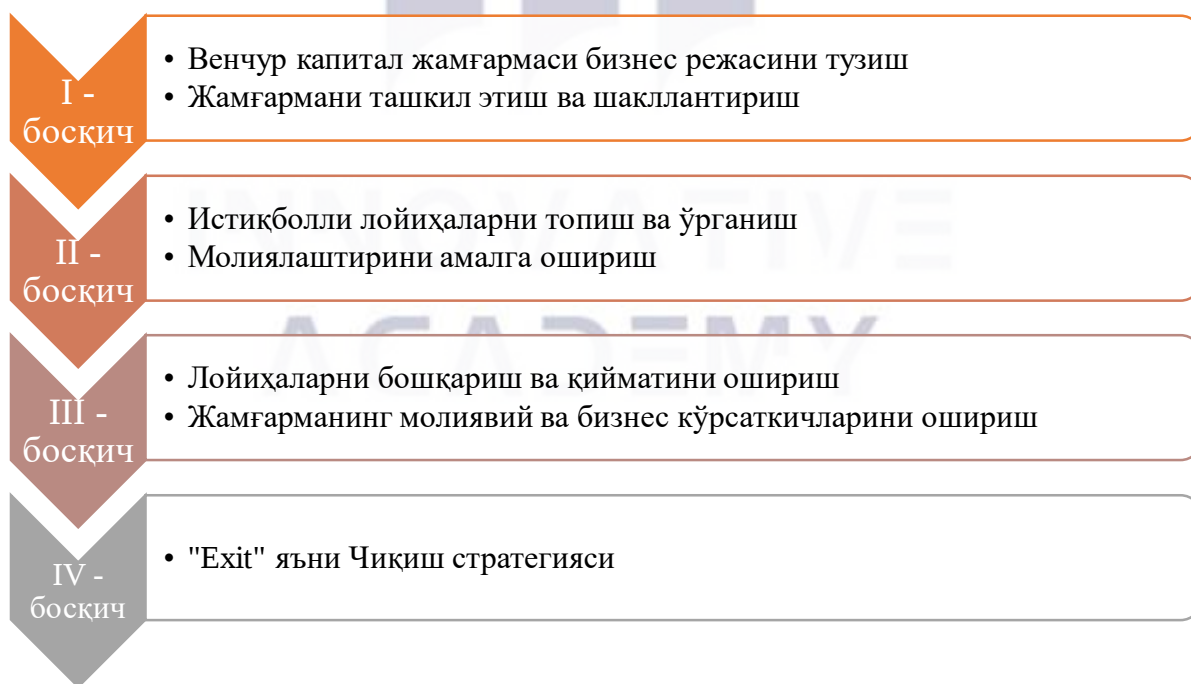
Расм 1. Венчур капитал жамғармаларини асосий манбаалари¹

Иккинчи муҳим масала бу истиболли лойиҳа топиш, уни ўрганиб чиқиш ва молиялаштиришдир. Бу жараён ўта мураккаб бўлиб турли соҳа вакиллари иштирокини

¹ Arthur Rock, interview by Sally Smith Hughes, 2008–2009, “Early Bay Area Venture Capitalists: Shaping the Economic and Business Landscape,” accessed February 6, 2011, http://digitalassets.lib.berkeley.edu/roho/ucb/text/rock_arthur.pdf.

талаб этади ва ҳар бири ўз ўрнида ҳулосасини беради. Аммо, баъзи бир ҳоллар бундан мустасно масалан ҳаммамизга таниш ва кундалик ҳаётимизда кўп дуч келадиган ва фойдаланадиган Google хизматлари. Google асосчилари Ларри Пэйж (Larry Page) ва Сергей Брин (Sergey Brin) ўзлари яратган лойиҳани Энди Бехтолшеймга намоиш этиб бераётган пайта Энди вақти камлиги ва уларнинг лойиҳасига маблағ беришини айтади ва Google Incorporated номига 100 минг АҚШ доллар чекни беради. Бу каби тез ва осон молиялаштириш жуда кам ҳолларда учрайди ва бу истиснодир. Бунинг иккинчи сабаби Энди ўз пулини тасарруф этишидадир. Агар жамғарма маблағи бўлса албатта белгиланган тартибда лойиҳани кўриб чиқиши шарт бўлади.

Ўз навбатида муҳим бўлган босқич бу сармоядан фойда келишини таъминлашдир. Жамғарма ходимлари молиялаштирган лойиҳаларини бошқаришда, улурни қўллаб қувватлашда муҳим рол уйнайди ва шу тариқа бизнеснинг ресурсларини унумли ва самарали ишлатилишини назорат қилади. Венчур капитал жамғармалари одатда 10 йилга ташкил этилиб шу давр ичида истиқболли лойиҳаларни топиб, молиялаштириб, уларни ривожлантириб, бизнесни қийматини ошириб, киритилган сармояни яъни ўз улушини сотиб чиқиш лозим². Венчур капитал ўз улушини сотиб маблағини қайтариб олиши мумкин ва бундан мақсад дастлабки киритилган маблағни бирнеча ўн баробар қилиб олиб чиқишдир.



Расм 2. Венчур капитал жамғармаларини босқичлари³

I – босқич: Венчур корхоналарни (Venture firms) баҳолашда жамғармани бошқарувчи менежерлар тажрибаси, корхона ва сармоялаш стратегияси ва бозорнинг

² Vinod Khosla, "The Entrepreneurial Roller Coaster . . . High Highs & Low Lows," accessed February 6, 2011, www.khoslaventures.com/presentations/RCApr2003.ppt.

³ William D. Bygrave and Jeffry A. Timmons, *Venture Capital at the Crossroads* (Watertown, MA: Harvard Business Press 1992), 220.

умумий ҳолати (динамикаси) ни ўрганиб чиқади ва натижада маблағ ажратилади.⁴ Preqin тадқиқотига асосан 52% жамғармалар 12 ой давомида ва қолган 48% жамғармалар 24-36 ойгача муддатда жамғармани шакллантиришга вақт сарфлаган. Илк бор жамғарма ташкил этиб уни ҳар бир босқичидан муваффақиятли ўтганлар сони фақат 7% ташкил этади ва қолган 93% дастлабки белгиланган ва режалаштирилган марраларига эришмаган ва маълум бир муваффақиятсизликка учраган. Жамғармаларнинг 70% ўзлари белгилаган ва режалаштирган жамғарма миқдорини шакллантиришган халос. Бу тадқиқот шуну кўрсатадики, илк бор бу бизнесни бошлаган жамғарма ташкилотчилари жуда кўплаб қийинчиликларга ду келиши ва бу табиий хол эканлигини билган холда ўз мақсадлари сари интилишлари лозимлигини билдиради. Ҳар бир жамғарманинг эришган натижалари кейинги жамғарманинг шакллантириш ва бошқаришда ўз тасирини кўрсатади шунинг учун агар илк бор ташкил этилган жамғарма қониқарли ёки ундн юқори кўрсаткичга эришса кейинги жамғармалар ташкил этиш, шакллантириш ва бошқариш енгиллашиб боради.

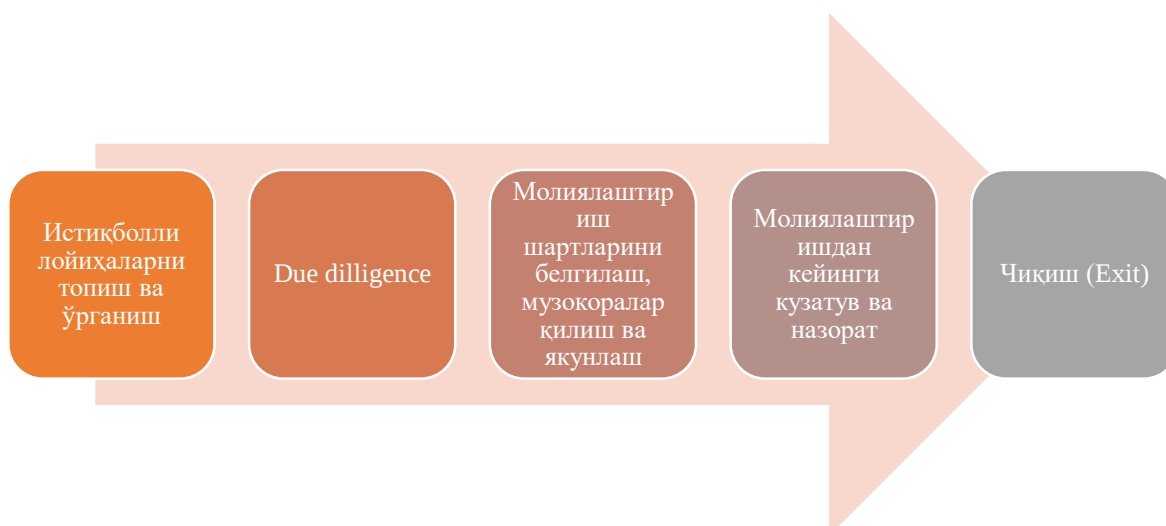


Расм 3. Венчур капитал жамғармаларини баҳолаш мезонлари⁵

II – босқич: Бу босқичда энг муҳим масала бу жамғарма стратегияси ва мақсадига мос келадиган истиқболли лойиҳалар топиш ва уларни тўғри молиялаштиришдир. Ўрта ҳисобда венчур капитал жамғамалари 8-12 та лойиҳаларни молиялаштирилади, аммо бу лойиҳалар технологиялар соҳасида бўлса 20-30 лойиҳалар молиялаштирилади. Одатда жамғарма маблағининг 10% дан кўп бўлмаган миқдорда ҳар бир лойиҳа молиялаштирилади. Молиялаштириш босқичма босқич амалга оширилади ва илк босқичда молиялаштириш умумий миқдорнинг учдан бир қисмига тенг бўлади. Молиялаштириш босқичлари: уруғ (seed), эрта(early) ва ўсиш (growth) иборат.

⁴ Steven N. Kaplan, "Bet on the Horse: Determining Success Factors of New Businesses," Capital Ideas, accessed February 6, 2011, www.chicagobooth.edu/capideas/dec05/1.aspx.

⁵ Justin J. Camp, Venture Capital Due Diligence: A Guide to Making Smart Investment Choices and Increasing Your Portfolio Returns (Hoboken, NJ: John Wiley and Sons, 2002), 140.



Расм 4. Венчур жамғармасининг молиялаштириш жараёни

III – босқич: Бу босқичда жамғарма жамоаси ҳам молиялаштирган лойиҳа ва бизнесларни ривожлантириш ва бозор баҳосини ошириш керак бўлса иккинчи томондан жамғарманинг молиявий ва бизнес кўрсаткичлари устида жиддий ишлашлари шарт. Венчур капитал жамғармаси фаолиятини қуйидаги кўрсаткичлар орқали баҳолаб борилади⁶:

- Молиялаштирган истикболли лойиҳалар сони, тури ва йўналишлари
- Жамғарма маблағини қанча қисмини сармоялаштиришга сарфлагани
- Қўшма ва синдикат молиялаштиришдаги иштироки ва ҳамкорлари
- Молиялаштирган бизнеслар бошқарув тизимида эгаллаган ўринлари
- Қанча лойиҳадан чиққани (Exits) ва эришилган молиявий натижалари

Бу босқичда энг мураккаб ва ахамиятли кўрсаткичлардан бири - Қўшма ва синдикат молиялаштиришдаги иштироки ва ҳамкорлари⁷. 2000 дан ортиқ венчур молиялаштиришларида биотехнология лойиҳалари 60% ортиқ холларда қўшма ва синдикат усулида молиялаштирилган, информацион технологиялари ҳолатида 37% ва қолган инновацион ҳолатларда 20% дан ошмаган. Синдикат усули уруғ босқичида кам ва кейинги босқичларда лойиҳа ривожланган сари кўпайиб борган. Асосий сабабларидан бири биотехнология лойиҳалари кўп маблағ талаб этиши бўлса иккинчиси хатарли (риск) лойиҳани биргаликда бошқариш ва йўқотишларни камайтиришдир. Бу босқичнинг иккинчи муҳим кўрсаткичи бу - Молиялаштирган бизнеслар бошқарув тизимида эгаллаган ўринлари. Бизнес бошқарувида иштирок этиш ва "Exit" яъни Чиқишни таъминлаш жамғармадан кутилган асосий натижани таминлаб беради омилдир. Шунинг учун Венчур капитал жамғармаси ташкил этишида ва шакллантиришида аввалги тажрибалар ичида Бизнес бошқарувида иштироки ҳақида

⁶ Paul Stavrand, "Best Practice Guide for Angel Groups—Post Investment Monitoring," July 2007, accessed January 30, 2011, www.angelcapitalassociation.org/data/Documents/Resources/AngelCapitalEducation/ACEF_BEST_PRACTICES_Post_Investment.pdf.

⁷ Steven N. Kaplan and Per Stromberg, "Financial Contracting Theory Meets the Real World: An Empirical Analysis of Venture Capital Contracts"(CRSP working paper 513), April 26, 2000, accessed February 11, 2011, <http://ssrn.com/abstract=218175>.

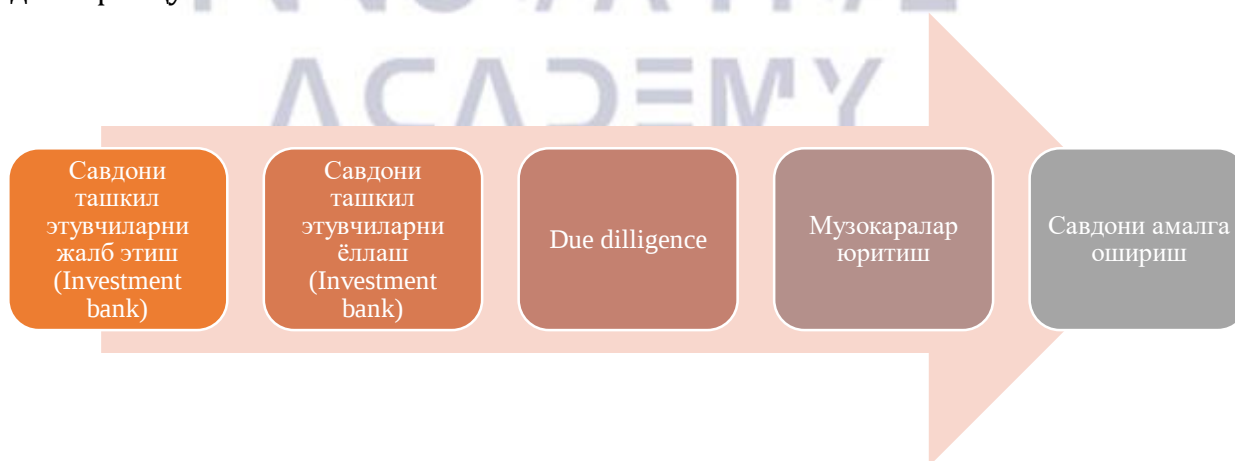
сўралади ва бу муҳим рол ўйнайди. Бошқарув аъзоларини асосий васифалари қуйидагилардан иборат:

- Хиссадорлар сармояси қийматини ошириш
- Ижро органини тайинлаш ва баҳолаш, қўмаклашиш, ишларини режалаштириш
- Бошқарув яъни стратегиялар тузиш, молия ва ҳисобни назорат қилиш, бизнес бошқарувини тامينлаш

IV – Босқич: "Exit" яъни Чиқиш босқичда Венчур жамғармасининг 7-8 йил мобайнида юритган фаолияти ва амалга оширган ишларини маҳсулини йиғиш даври ҳисобланади. Кенг тарқалган "Exit" яъни Чиқиш усуллари қуйидагилар:

- Қўшилиш ва қўшиб олиш (Mergers and acquisitions: M&A)
- Бирламчи оммавий таклиф (Initial public offering: IPO)
- Хусусий айрбошлаш (Private exchanges)

1995-2008 йиллар давомида 11500 та венчур капитал жалб этилган корхоналарнинг 65% орқиги IPO ёки M&A усулидан фойдаланиб чиқишган ва шуларнинг 90% дан ортиғи M&A улушига тўғри келади⁸. M&A усулидан йирик ва ривожланган компаниялар масалан, Apple, Cisco, Facebook, IBM, Google, Microsoft ва бошқалари фойдаланади. Мисол учун Cisco 15 йил давомида 120 дан ортиқ венчур капитал молиялаштирган корхоналарни қўшиб олган бу йилига 8-12 та корхона дегани бўлиб дастлабки 71 та корхона 8 йил ичида ҳар бири ўртача 350 млн АҚШ доллар баҳосида қўшиб олинган⁹. Натижада савдо тушуми 35 баробардан ошган яъни 650 млн АҚШ доллардан 22 млрд АҚШ долларга ва тушумнинг 49% ўша қўшиб олинган корхоналарга тўғри келган. Ўз ўрнида Google ҳам 131 та корхонани қўшиб олинган ва бу йилига 10 дан ортиқ корхоналар дегани. IBM эса 70 корхонани етти йил ичида 14 млрд АҚШ долларга қўшиб олган¹⁰.



Расм 5. "Exit" яъни Чиқишда M&A жараёни

"Exit" яъни Чиқишда сотиш жараёнини инвестицион банк ташкил этади. Инвестицион банк ҳам M&A ҳам IPO асосий рол ўйнайди. Биринчи холтда Buy-side

⁸ Dow Jones VentureSource

⁹ Montgomery & Co., "The Return of M&A: An Outlook for the Venture Industry," June 2009, accessed February 10, 2011.

¹⁰ Xuan Tian, Gregory F. Udell, and Xiaoyun Yu, "Disciplining Delegated Monitors: Evidence from Venture Capital," January 23, 2011, available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1746461>.

mandate яъни сотиш тарафидаги ишларни амалга оширади. Иккинчи ҳолатда IPO чиқарилган акцияларни Underwriting яъни сотилиш хатарини(рискини) ўз зиммасига олиб савдони ташкил этади. 1980-2010 йиллар давомида бўлиб ўтган жами IPO ларнинг 35% венчур капитал молиялаштирган IPO ларни ташкил этган¹¹. Ҳар икки усулда ҳам инвестицион банкнинг тажрибаси сотишни тўғри ва оптимал ҳолатда амалга ошириш имконини беради.



Расм 5. "Exit" яъни Чиқишда IPO жараёни Хулоса

Хулоса қилиб шуни айтиш мумкинки истиқболли лойиҳаларни молиялаштиришда венчур жамғармалари ривожланган борозларди муҳим рол ўйнайди ва бунга юртимизда ҳам талаб жуда юқори. Қонунлар ва қонун ости ҳужжатларимиз ушбу фаолиятни ривожлантириш учун керали бўлган ҳамма имкониятни таъминлаган ва бунинг яққол мисоли бўлиб Президентимизнинг 2018 йил 24 ноябрдаги ПФ5583 фармонини келтириш мумкин. Ушбу фармонда истиқболли лойиҳаларни молиялаштиришни тامينлаш тадбиркорлик ва яратувчанликда самарадорликни оширувчи муҳим омил эканлиги қайд этилди ва 2023 йилнинг 1 январ санасигача муддатда юқоритехнологияли тадбиркорлик фаолияти ва юқоритехнология стартапларини молиялаштирган венчур жамғармалари умум ижтимоий солиқ тўловидан бошқа ҳамма солиқлардан озод этилди.

Адабиётлар:

1. Arthur Rock, interview by Sally Smith Hughes, 2008–2009, "Early Bay Area Venture Capitalists: Shaping the Economic and Business Landscape," accessed February 6, 2011, http://digitalassets.lib.berkeley.edu/roho/ucb/text/rock_arthur.pdf.
2. Vinod Khosla, "The Entrepreneurial Roller Coaster—High Highs & Low Lows," accessed February 6, 2011, www.khoslaventures.com/presentations/RCApr2003.ppt.
3. Preqin Research Report (2019). Venture Capital Fund Raising and Duration Statistics.
4. O'zbekiston Respublikasi Prezidentining Farmoni, 2018-yil 24-noyabrdagi ПФ-5583-сонли "Божхона маъмуриятчилигини такомиллаштириш ва Ўзбекистон Республикаси давлат божхона хизмати органлари фаолияти самарадорлигини ошириш бўйича қўшимча чора-тадбирлар тўғрисида".

¹¹ Jay R. Ritter, Cordell Professor of Finance, University of Florida, Initial Public Offerings: 1980–2010,

5. National Venture Capital Association (NVCA). Yearbook 2018/2019: Data on Venture Capital Investment Stages (Seed, Early, and Growth).
6. Cisco Systems Corporate Development Report. Statistics on M&A and Venture-backed acquisitions (1995–2010).
7. Google Inc. Historical Archives. The story of Andy Bechtolsheim's initial \$100,000 investment in Google.
8. Harvard Business Review. "How Venture Capital Works": Analysis of Syndicate Financing in Biotechnology vs IT.
9. Investment Banking Data (1980–2010). Analysis of IPOs and Venture Capital Backed firms.
10. IBM and Microsoft Corporate Strategy Reports. Data on strategic acquisitions of venture-backed startups.
11. Jalilov, A. (2019). "Венчур капитал бизнесининг сир-асрорлари: жаҳон тажрибаси".

