

**TOSHKENT DAVLAT IQTISODIYOT UNIVERSITETI
HUZURIDAGI ILMIY DARAJALAR BERUVCHI
DSC.03/10.12.2019.I.16.01 RAQAMLI ILMIY KENGASH**

TERMIZ DAVLAT UNIVERSITETI

NORQULOV MIRSAID TO‘LQIN O‘G‘LI

**AKSIYADORLIK JAMIYATINI KAPITAL TARKIBINI
SHAKLLANTIRISH AMALIYOTINI TAKOMILLASHTIRISH**

08.00.07 – Moliya, pul muomalasi va kredit

**Iqtisodiyot fanlari bo‘yicha falsafa doktori (PhD) dissertatsiyasi
AVTOREFERATI**

Toshkent – 2026

**Iqtisodiyot fanlari bo'yicha falsafa doktori (PhD) dissertatsiyasi
avtoreferati mundarijasi**

**Оглавление автореферата диссертации доктора философии (PhD) по
экономическим наукам**

**Content of dissertation the abstract of doctor of Philosophy (PhD) on
economical sciences**

Norqulov Mirsaid To'liqin o'g'li

Aksiyadorlik jamiyatini kapital tarkibini shakllantirish amaliyotini
takomillashtirish..... 3

Норкулов Мирсаид Тулкин угли

Совершенствование практики формирования структуры капитала
акционерного общества..... 25

Norkulov Mirsaid Tulkin ugli

Improving the practice of forming the capital structure of a joint-stock
company..... 49

E'lon qilingan ishlar ro'uxati

Список опубликованных работ
List of published works..... 54

**TOSHKENT DAVLAT IQTISODIYOT UNIVERSITETI
HUZURIDAGI ILMIY DARAJALAR BERUVCHI
DSC.03/10.12.2019.I.16.01 RAQAMLI ILMIY KENGASH**

TERMIZ DAVLAT UNIVERSITETI

NORQULOV MIRSAID TO‘LQIN O‘G‘LI

**AKSIYADORLIK JAMIYATINI KAPITAL TARKIBINI
SHAKLLANTIRISH AMALIYOTINI TAKOMILLASHTIRISH**

08.00.07 – Moliya, pul muomalasi va kredit

**Iqtisodiyot fanlari bo‘yicha falsafa doktori (PhD) dissertatsiyasi
AVTOREFERATI**

Toshkent – 2026

Falsafa doktori (PhD) dissertatsiyasi mavzusi Oliy attestatsiya komissiyasida PhD2024.2.PhD/Iqt4104 raqam bilan ro'yxatga olingan.

Dissertatsiya Toshkent davlat iqtisodiyot universitetida bajarilgan.

Dissertatsiya avtoreferati uch tilda (o'zbek, rus, ingliz (rezyume)) Ilmiy kengash veb-sahifasida (www.tsue.uz) va «ZiyoNet» ta'lim axborot tarmog'ida (www.ziynet.uz) joylashtirilgan.

Ilmiy maslahatchi:

Xudoyqulov Xurshid Xurramovich
iqtisodiyot fanlari doktori, professor

Rasmiy opponentlar:

Karlibayeva Raya Xojabayevna
iqtisodiyot fanlari doktori, professor

Foziljonov Ibrohimjon Sotvoldix'ja O'g'li
Iqtisodiyot fanlari bo'yicha falsafa doktori (PhD), dotsent

Yetakchi tashkilot:

Qarshi davlat texnika universiteti

Dissertatsiya himoyasi Toshkent davlat iqtisodiyot universiteti huzuridagi DSc.03/10.12.2019.I.16.01 raqamli Ilmiy kengashning 2026-yil «_» _____ soat _____ dagi majlisida bo'lib o'tadi. Manzil: 100066, Toshkent shahri, Islom Karimov ko'chasi, 49-uy. Tel: (99871) 239-28-72, faks: (99871) 239-43-51, e-mail: info@tsue.uz

Dissertatsiya bilan Toshkent davlat iqtisodiyot universiteti Axborot-resurs markazida tanishish mumkin (____ raqami bilan ro'yxatga olingan). Manzil: 100066, Toshkent shahri, Islom Karimov ko'chasi, 49-uy. Tel: (99871) 239-28-72, faks: (99871) 239-43-51, e-mail: info@tsue.uz.

Dissertatsiya avtoreferati 2026-yil «_____» _____ kuni tarqatildi.
(2026-yil «_» _____ dagi _____ raqamli reestr bayonnomasi).

S.U. Mexmonov

Ilmiy darajalar beruvchi ilmiy kengash
raisi, i.f.d., professor

U.V. Gafurov

Ilmiy darajalar beruvchi ilmiy kengash
ilmiy kotibi, i.f.d., professor

S.K. Xudoyqulov

Ilmiy darajalar beruvchi ilmiy kengash
qoshidagi ilmiy seminar raisi, i.f.d.,
professor

KIRISH (falsafa doktori (PhD) dissertatsiyasi annotatsiyasi)

Dissertatsiya mavzusining dolzarbligi va zarurati. Jahon iqtisodiyoti sharoitida aksiyadorlik jamiyatlarida kapital tarkibini samarali shakllantirish korporativ moliyaviy barqarorlikni ta'minlash, investorlar uchun risk-daromad muvozanatini optimallashtirish hamda bozor qiymatini oshirishda hal qiluvchi ahamiyatga ega. Optimal kapital tarkibiy tuzilmasining tanlanishi aksiyadorlik jamiyati moliyaviy resurslarga ega bo'lish imkoniyatlarini kengaytiradi, qarz va o'z kapitali nisbatining maqbul darajada saqlanishi esa soliq dastaklaridan foydalanish orqali moliyaviy samarani kuchaytiradi va qarzdorlik xavflarini cheklaydi. Statistik ma'lumotlarga ko'ra, MSCI World Index tarkibidagi aksiyadorlik jamiyatlari dunyo bozor kapitalizatsiyasining 85 foizidan ortig'ini tashkil etadi. Masalan, "AQSh va Yevropa davlatlarida jahonning eng yirik aksiyadorlik jamiyatlari yillik o'rtacha 7-10 foizlik o'sish ko'rsatkichlarini namoyish etmoqda. 2022-yilda jahonning 500 ta eng yirik korporatsiyasining umumiy daromadi 37 trln. AQSh dollarini tashkil etgan, bu ko'rsatkich 10 yil avvalgiga nisbatan 65 foizga o'sgan"¹. Aksiyadorlik jamiyatlarining kapital tarkibini shakllantirish amaliyotini takomillashtirishda raqamli texnologiyalarning joriy etilishi va kapital strukturasi diversifikatsiya qilish kabi elementlar asosiy tendensiya sifatida namoyon bo'lmoqda.

Jahonda turli ilmiy markazlar va tadqiqot institutlari aksiyadorlik jamiyatlarining kapital tarkibini shakllantirish bo'yicha keng ko'lamli izlanishlar olib bormoqda. Xususan, aksiyadorlik jamiyatlarining kapital tarkibini shakllantirishda moliyaviy ko'rsatkichlarning ta'siri, dividend siyosatini optimallashtirish va moliyaviy xavflarni boshqarishga oid tadqiqotlar keng tarqalgan. Xalqaro ilmiy markazlarda aksiyadorlik jamiyatlari moliyasi metodologik asoslarini takomillashtirish bo'yicha amalga oshirilayotgan ilmiy tadqiqotlar yo'nalishlari investitsion faoliyatni moliyalashtirishni takomillashtirish, korporativ boshqaruv mexanizmlarini yaxshilash, xalqaro moliyaviy standartlarni tatbiq etish, moliyaviy resurslarni boshqarishni avtomatlashtirish, moliya tizimi va me'yoriy-huquqiy bazani takomillashtirish jabhalarini qamrab olgan. Bundan tashqari, Osiyo va Afrika mamlakatlarida aksiyadorlik jamiyatlarining transformatsiya jarayonlari, kapital bozorlarining rolini kuchaytirish va investitsiyaviy jozibadorlikni oshirish masalalari tadqiqot obyektiga aylangan. Ilmiy ishlar tendensiyalari raqamli texnologiyalar, sun'iy intellekt va blokcheyn platformalarining aksiyadorlik jamiyatlari kapital tarkibini shakllantirishga integratsiyasini tadqiq etishga yo'naltirilgan.

O'zbekistonda aksiyadorlik jamiyatlari kapital tarkibini shakllantirish amaliyotini takomillashtirish milliy iqtisodiyotning strategik segmenti bo'lib, mamlakat iqtisodiy rivojlanishini ta'minlashda muhim o'rin tutadi. Mamlakatimizda amalga oshirilayotgan iqtisodiy islohotlar doirasida aksiyadorlik jamiyatlarida korporativ boshqaruvni takomillashtirish, zamonaviy moliyaviy instrumentlarni joriy etish va xalqaro standartlarga muvofiq moliyaviy hisobotni oshirish ustuvor

¹ MSCI World Index // <https://www.msci.com/documents/10199/ce75600b-9451-4f93-be4f-573b702a4827>

yo‘nalishlardan biri hisoblanadi. Biroq, tadqiqotlarda moliyaviy samaradorlikni baholash mezonlari, moliyaviy strategiyaning milliy xususiyatlarini shakllantirish, aksiyadorlik jamiyatlarining dividend siyosatini takomillashtirish kabi masalalarda ilmiy bo‘shliqlar mavjud. Shuningdek, moliyaviy risklarni boshqarish tizimi va ularning raqamlashtirish jarayonlariga integratsiyasini o‘rganish ham dolzarb vazifalardan biridir. O‘zbekistonda aksiyadorlik jamiyatlari kapital tarkibini shakllantirish amaliyotini takomillashtirish nafaqat milliy iqtisodiyot rivojiga xizmat qiladi, balki mamlakatning xalqaro moliyaviy bozorlardagi raqobatbardoshligini ham oshiradi. Ilmiy tadqiqotlarning bu yo‘nalishdagi kengayishi xalqaro tajriba va milliy xususiyatlarni uyg‘unlashtirishga zamin yaratadi.

O‘zbekiston Respublikasi Prezidentining 2022-yil 28-yanvardagi PF-60-son “2022-2026-yillarga mo‘ljallangan yangi O‘zbekistonning Taraqqiyot strategiyasi to‘g‘risida”, 2021-yil 13-apreldagi PF-6207-son “Kapital bozorini yanada rivojlantirish chora-tadbirlari to‘g‘risida”, 2020-yil 27-oktabrdagi PF-6096-son “Davlat ishtirokidagi korxonalarni isloh qilishni jadallashtirish hamda davlat aktivlarini xususiylashtirishga oid chora-tadbirlar to‘g‘risida”, 2015-yil 24-apreldagi PF-4720-son “Aksiyadorlik jamiyatlarida zamonaviy korporativ boshqaruv uslublarini joriy etish chora-tadbirlari to‘g‘risida”gi farmonlari, O‘zbekiston Respublikasi Vazirlar Mahkamasining 2021-yil 29-martdagi 166-son “2021-2025-yillarda davlat ishtirokidagi korxonalarni boshqarish va isloh qilish strategiyasini tasdiqlash to‘g‘risida”, 2020-yil 9-dekabrda 775-son “Davlat ishtirokidagi korxonalar ijro etuvchi organi faoliyati samaradorligini baholash tizimini yanada takomillashtirish chora-tadbirlari to‘g‘risida”gi qarorlari hamda aksiyadorlik jamiyatlarida moliyaviy menejment tizimini hamda kapital tarkibini shakllantirish amaliyotini takomillashtirishga qaratilgan boshqa normativ-huquqiy hujjatlarda belgilangan vazifalarni amalga oshirishda mazkur dissertatsiya tadqiqoti muayyan darajada xizmat qiladi.

Tadqiqotning respublika fan va texnologiyalari rivojlanishining ustuvor yo‘nalishlariga mosligi. Ushbu dissertatsiya tadqiqoti respublika fan va texnologiyalari rivojlanishining I. “Demokratik va huquqiy jamiyatni ma’naviy-axloqiy va madaniy rivojlantirish, innovatsion iqtisodiyotni shakllantirish” ustuvor yo‘nalishiga muvofiq bajarilgan.

Muammoning o‘rganilganlik darajasi. Aksiyadorlik jamiyatlari kapital tarkibini shakllantirishning konseptual asoslari, iqtisodiy mazmuni va asosiy prinsiplari bir qator xorijiy iqtisodchi olimlar tomonidan o‘rganilgan. Jumladan, R.Rehan, F.Modilyani, M.Miller, E.Altman, F.Nayt, Dj.K.Van Xorn, Dj.M.Vaxovich, S.Ross, A.Damodaran, N.Z.Mabandlarning ilmiy izlanishlarini keltirish mumkin². Ular tomonidan amalga oshirilgan ilmiy tadqiqotlar va ishlab

²Rehan R. et al. Capital structure determinants across sectors: Evidence from Malaysian listed firms // Heliyon. – 2023.; Modigliani, F.; Miller, M. H. - “The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment.” American Economic Review, 1958; Altman, E. I. - “Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy.” Journal of Finance, 1968; Corporate Financial Distress and Bankruptcy, 1983., Knight, F. H. - Risk, Uncertainty and Profit, 1921., Van Horne, J. C. - Financial Management and Policy, 1967. Wachowicz, J. M. - (with Van Horne) Fundamentals of Financial Management, do 13-edition. Ross, S. A. - “The Arbitrage Theory of Capital Asset Pricing.” Journal of Economic Theory, 1976; (with Brealey & Myers) Corporate Finance, Brigham, E. F.

chiqilgan modellar moliyaviy menejmentning mustaqil ilmiy yoʻnalish va fundamental fan sifatida shakllanishiga xizmat qilgan.

Olimlar tomonidan aksiyadorlik jamiyat kapital tarkibini shakllantirishning fundamental-ilmiy asoslari, funksiyalari va tashkil etish mexanizmi, moliyaviy qarorlar qabul qilishda foydalaniladigan ekonometrik instrumentlarning ilmiy ahamiyati tushuntirib berilgan.

MDH davlatlarining olimlari Yu.Brighem, A.P.Ivanov, R.M.Sayfutdinov, E.A.Mamedov, I.A.Blank, I.Ya.Lukasevich, I.V.Sergeev, G.B.Polyak, S.V.Galiskaya, S.E.Kovan, V.V.Kovalev, V.V.Bikovskiy, N.V.Martinova, T.V.Teplova, O.V.Kovalenko va boshqalarning ilmiy ishlarida aksiyadorlik jamiyatlari kapital tarkibini shakllantirishning iqtisodiy-nazariy mazmuni, rivojlanish bosqichlari, moliya tizimini tashkil etishning ilmiy-metodologik asoslari oʻz ifodasini topgan³. Olimlar tomonidan MDH davlatlarida moliya bozorining rivojlanganlik darajasi, aksiyadorlik kompaniyalarining xalqaro kapital bozorida moliyaviy resurslar jalb qilish imkoniyatlaridan kelib chiqqan holda moliyaviy menejmentning nazariy asoslari, milliy aksiyadorlik kompaniyalarida kapital tarkibini shakllantirishning oʻziga xos xususiyatlarini rivojlantirishda davlatning ishtiroki kabi masalalar ilmiy tadqiqot ishlarida yoritilgan.

Aksiyadorlik jamiyatlari kapital tarkibini shakllantirishning iqtisodiy mohiyati va aksiyadorlik jamiyatlari moliyaviy faoliyating ayrim elementlari mamlakatimiz iqtisodchi olimlari S.E.Elmirzayev, R.X.Karlibayeva, X.X.Xudoyqulov, K.K.Kaxxarov, A.A.Abdugodirov, M.Sh.Abdubogiyev, N.A.Sherkuziyeva, O.N.Xamdamov, B.A.Usmonov va M.E.Egamovalarning ilmiy tadqiqot ishlarida oʻrganilgan⁴.

- Financial Management: Theory and Practice; (with Houston) Fundamentals of Financial Management., Damodaran, A. - Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset, 1996 (3rd ed. 2012); Corporate Finance: Theory and Practice, 4th ed. 2022.; Mabandla N.Z. et al. Determinants of capital structure: Does growth opportunity matter? // Journal of Risk and Financial Management. – 2025.

³ Бригхэм Ю., Эрхардт М. Финансовый менеджмент. Теория и практика. – СПб.: Питер, 2019.; Иванов А.П. Структура капитала и финансовая устойчивость акционерных обществ в РФ // Финансы и кредит. – 2020. – №6. 20.; Сайфутдинов Р.Н. Оптимизация структуры капитала корпораций в условиях нестабильной экономики: дисс. ... канд. экон. наук. – Казань, 2018.; Мамедов Э.А. Управление структурой капитала промышленных предприятий Азербайджана // Экономические науки. – 2019. 23.; Бланк И. А. Основы инвестиционного менеджмента (Киев: Ника-Центр, 2001; 5-е изд. - 2011)., Лукаевич И. Я. - Финансовый анализ для руководителей и специалистов (М.: Альпина Паблишер, 2003; переизд.), Сергеев И. В. - Управление проектами (М.: Инфра-М, 2020, 10-е изд.), Поляк Г. Б. - Финансовый менеджмент: теория и практика (М.: Юрайт, 2023, 12-е изд.), Галиская С. В. - Финансовый риск-менеджмент (СПб.: Питер, 2019)., Кован С. Э. - "Оценка стоимости компаний в условиях нестабильного рынка," Корпоративные финансы, № 4, 2021., Ковалев В. В. - Финансовый анализ: управление капиталом, выбор инвестиций, анализ отчетности (М.: Проспект, 2019, 10-е изд.), Биковский В. В. - Финансы предприятий (М.: КНОРУС, 2018, 4-е изд.), Мартинова Н. В. - "Методика комплексной оценки инвестиционной привлекательности предприятия," Финансовый менеджмент, № 2, 2020., Теплова Т. В. - Корпоративные финансы: оценка и управление (М.: Юрайт, 2022, 3-е изд.); Коваленко О.В. Влияние структуры капитала на стоимость компании (на примере Украины) // Вестник экономической науки. – 2020.

⁴ Элмирзаев С.Э. Корпоратив молияни бошқаришда солиқ муносабатларини такомиллаштириш. И.ф.д (DSc) диссертация автореферати. –Т.: БМА, 2017. 64 б.; Карлибаева Р.Х. Финансы акционерных обществ в условиях рынка. Авторев. дис. на соискание уч. степ.к.э.н. –Т.: БМА, 2007. 23с.; Xudoyqulov X.X. Aksiyadorlik jamiyatlarining kapital qiymatini baholashning metodologik asoslarini takomillashtirish: DSc – Toshkent, 2021. - 17 b.; Kaxxarov K.K. Развитие рынка ценных бумаг Узбекистана: дисс. канд. экон. наук. – М., 2010. – 132 с.; Abdugodirov A.A. Korxonalarining moliyaviy barqarorligini ta'minlashda kapital tarkibini optimallashtirish: iqt. fan. nomz. dis. – Toshkent: TDIU, 2016. – 150 b.; Курбанов Ж.Ж. Давлат ва корпоратив тузилмалар ўртасидаги ўзаро

S.E.Elmirzayev tadqiqotlarida korporativ moliyada strategik yondashuvlar, moliyaviy barqarorlikni ta'minlash usullari va investitsiya faoliyati samaradorligini tahlil qilishga, aksiyadorlik jamiyatlarida moliyaviy boshqaruvni takomillashtirish, xavf-xatarlarni pasaytirish va korporativ shaffoflikni ta'minlash zarurligini ta'kidlaydi. M.B.Xamidullin tadqiqotlari korporativ boshqaruv tizimini moliyaviy jihatdan takomillashtirish, aksiyadorlik jamiyatlarining moliyaviy resurslarini samarali boshqarish, investitsiya siyosatini rivojlantirish va korporativ tuzilmalarda moliyaviy mexanizmlarning samaradorligini oshirish masalalari yechimlariga qaratilgan. R.Karlibayeva tadqiqoti O'zbekistondagi aksiyadorlik jamiyatlari uchun moliyaviy strategiyalarni rivojlantirishga qaratilgan bo'lib, investitsiyalarni boshqarish va korporativ boshqaruvni yaxshilash uchun kuchliroq moliya tizimlarini ishlab chiqish zarurligini ta'kidlaydi. Tadqiqotda mahalliy misollar keltirilgan va moliyaviy hisobotda shaffoflikni oshirish hamda aksiyadorlarning huquqlarini himoya qilish bo'yicha tavsiyalar berilgan.

Dissertatsiya mavzusining dissertatsiya bajarilgan oliy ta'lim muassasasining ilmiy tadqiqot ishlari bilan bog'liqligi. Dissertatsiya tadqiqoti Termiz davlat universiteti ilmiy tadqiqot ishlari rejasiga muvofiq "Iqtisodiyotni modernizatsiya qilish sharoitida moliya, bank va hisob tizimini muvofiqlashtirishning ilmiy asoslari" mavzusidagi ilmiy tadqiqot loyihasi doirasida bajarilgan.

Tadqiqotning maqsadi aksiyadorlik jamiyatining kapital tarkibini shakllantirish amaliyotini takomillashtirishga doir ilmiy-uslubiy taklif va amaliy tavsiyalar ishlab chiqishdan iborat.

Tadqiqotning vazifalari:

aksiyadorlik jamiyatlarida kapital tarkibini shakllantirish tizimini tashkil etish va uning asosiy instrumentlarini tadqiq etish;

moliya tizimida moliyaviy qarorlar qabul qilish va moliyaviy strategiyalarni baholashning ilmiy-fundamental yondashuvlarini tadqiq etish;

aksiyadorlik jamiyatlarining kapital bozoridagi ishtirokning joriy holatini tahlil qilish va bozor faoliyatini rivojlantirishning ustuvor yo'nalishlarini belgilash;

aksiyadorlik jamiyatlari kapital tuzilmasini optimallashtirish va boshqarish mexanizmini tahlil qilish orqali samaradorlikni oshirish yo'llarini belgilash;

kapital qiymatini baholashning metodologik jihatlari va xalqaro standartlar asosida multiplikator koeffitsientlarini milliy amaliyotda joriy etish imkoniyatlarini aniqlash;

moliyaviy risklarni baholashning ilmiy-fundamental asoslarini o'rganish orqali

мoлиязвий муносабатларни самарали ташкил этиш истиқболлари. Иқтисодиёт фанлари бўйича фалсафа доктори (PhD) диссертацияси автореферати –Т.: БМА, 2019. 50 б.; Abduboyev M.Sh. Aksiyadorlik jamiyatlari moliyaviy ta'minotini boshqarish va samaradorligini oshirish yo'llari. Iqtisodiyot fanlari bo'yicha falsafa doktori (PhD) dissertatsiyasi avtoreferati –Т.:2025. Sherkuziyeva N.A. Aksiyadorlik jamiyatlarida dividend siyosatini optimallashtirish orqali investitsion jozibadorlikni oshirish: diss. avtoreferati. PhD – Toshkent, 2021. – 18 b.; Xamdamov O.N. Aksiyadorlik jamiyatlarida moliyaviy menejment tizimi metodologik asoslarini takomillashtirish diss. avtoreferati. DSc – Toshkent, 2023. – 32 b.; Usmonov B.A. Kapital aktivlarni baholash metodologiyasini takomillashtirish. Diss. avtoreferati. DSc – Toshkent, 2025. – 32 b.; Egamova M.E. "Tijorat banklari kapitallashuv darajasini oshirishda daromadning roli". Iqtisodiyot fanlari bo'yicha falsafa doktori (PhD) ilmiy darajasini olish uchun yozilgan avtoreferati, Toshkent: TMI, 2019.-56 b.

moliyaviy qarorlar qabul qilish jarayonidagi ahamiyatini ochib berish;

aksiyadorlik jamiyatlarida moliyaviy risklarni baholashning amaldagi holatini tahlil qilish va xalqaro modellardan foydalanish imkoniyatlarini aniqlash;

aksiyadorlik jamiyatining kapital tarkibini shakllantirish amaliyotini takomillashtirishga doir ilmiy takliflar va amaliy tavsiyalar ishlab chiqish.

Tadqiqotning obyekti sifatida milliy iqtisodiyotda faoliyat yuritayotgan aksiyadorlik jamiyatlari, xususan, “O‘zbekko‘mir” va “Sharg‘unko‘mir” aksiyadorlik jamiyatlari faoliyati tanlangan.

Tadqiqotning predmeti aksiyadorlik jamiyatlari kapital tarkibini shakllantirish amaliyotini takomillashtirish jarayonida yuzaga keladigan iqtisodiy-moliyaviy munosabatlar hisoblanadi.

Tadqiqotning usullari. Dissertatsiyada iqtisodiy-statistik, iqtisodiy-matematik modellashtirish, abstrakt-mantiqiy fikrlash, istiqbolli prognozlashtirish, korrelyatsion-regression tahlil, statistik ma'lumotlarni guruhlash kabi usullardan foydalanilgan.

Tadqiqotning ilmiy yangiligi quyidagilardan iborat:

aksiyadorlik jamiyatlarining qarz kapitali va o‘z kapitali o‘rtasidagi maqbul nisbatni 30/70 darajasida belgilash orqali kapital tarkibini muvozanatlashtirish hamda moliyaviy samaradorlikni oshirish taklifi ishlab chiqilgan;

aksiyadorlik jamiyatlarining qarz kapitali tarkibini shakllantirishda bank kredit resurslarini jalb qilishga ko‘ra qarz kapitali riskini aniqlashda qarzning kapitalga nisbati koeffisient qiymatini «past risk» (0-0,3), «o‘rta risk» (0,31-0,7), «yuqori risk» (0,71) darajalariga ajratish orqali moliyaviy barqarorligini ta‘minlash va moliyaviy dastaklardan oqilona foydalanish taklifi asoslangan;

aksiyadorlik jamiyatlarini aksiyalar paketini mahalliy va xalqaro kapital bozoriga ommaviy savdolarga chiqarishda anderrayter, investitsiya vositachilari va maxsus konsultantlarni jalb qilish orqali aksiyalar bozor qiymatining yuqori va quyi chegarasini aniqlash taklifi ishlab chiqilgan;

O‘zbekistonda aksiyadorlik jamiyatlarining korporativ qimmatli qog‘ozlari qiymatining o‘shishini o‘zgarimas samaralar regression ekonometrik modeli asosida 2030-yilga qadar prognoz ko‘rsatkichlari ishlab chiqilgan.

Tadqiqotning amaliy natijalari quyidagilardan iborat:

aksiyadorlik jamiyatlarida kapital tarkibini shakllantirishni samarali tashkil etish yo‘llari nazariy jihatdan asoslandi hamda uning iqtisodiy-ijtimoiy samaradorligini aniqlash mezonlari ishlab chiqilgan;

aksiyadorlik jamiyatlari kapital tarkibini shakllantirish uchun zarur bo‘lgan iqtisodiy muhitni shakllantirishda davlatning roli hamda uni amalga oshirishga xizmat qiluvchi tashkiliy-iqtisodiy mexanizmlar tizimi ishlab chiqilgan;

aksiyadorlik jamiyatlari moliyaviy holatini chuqur tahlil qilish asosida kapital tarkibini shakllantirish bilan bog‘liq risklar aniqlanib, ularni kamaytirish bo‘yicha kompleks choralar belgilangan;

xorijiy mamlakatlardagi aksiyadorlik jamiyatlari kapital tarkibini shakllantirishda qo‘llanilayotgan ilg‘or tajribalar o‘rganilib, ularni milliy amaliyotga moslashtirish bo‘yicha amaliy tavsiyalar ishlab chiqilgan.

Tadqiqot natijalarining ishonchliligi aksiyadorlik jamiyatlari kapital tarkibini shakllantirishga oid ilg'or xorijiy tajribalarni nazariy va amaliy jihatdan o'rganish, kapital tarkibini shakllantirishda mikroiqtisodiy darajada vujudga keladigan risklarni aniqlash va ularni guruhlashtirish, shuningdek, ushbu xatarlarning oldini olish va jamiyatlarning raqobatbardoshligini ta'minlash bo'yicha ishlab chiqilgan ko'rsatkichlarning amaliy tavsiyalar shaklida taklif etilishi bilan asoslanadi. Tadqiqot jarayonida O'zbekiston Respublikasi statistika agentligi tomonidan chop etilgan rasmiy ma'lumotlardan foydalanildi, aksiyadorlik jamiyatlari faoliyatida mavjud bo'lgan moliyaviy samaradorlik zaxiralari aniqlandi va ularning istiqboldagi rivojlanish ko'rsatkichlari ekonometrik modellar asosida ishlab chiqilgan. Shuningdek, olingan ilmiy-nazariy va amaliy xulosalar amaliyotda sinovdan o'tkazildi hamda yirik sanoat va xizmat ko'rsatish sohasidagi aksiyadorlik jamiyatlari tomonidan ma'qullanganligi bilan tadqiqot natijalari ishonchliligining yana bir isboti sifatida xizmat qiladi.

Tadqiqot natijalarining ilmiy va amaliy ahamiyati. Tadqiqot natijalarining ilmiy ahamiyati unda ilgari surilgan nazariy xulosa va takliflardan O'zbekistonda aksiyadorlik jamiyatlari kapital tarkibini shakllantirish asoslarini takomillashtirishga qaratilgan maxsus ilmiy-tadqiqotlarni amalga oshirishda qo'llanilishi mumkinligi bilan izohlanadi.

Tadqiqot natijalarining amaliy ahamiyati unda ishlab chiqilgan ilmiy takliflar va amaliy tavsiyalarni respublika aksiyadorlik jamiyatlarining kapital tarkibini shakllantirishni yaxshilash bo'yicha chora-tadbirlar majmuini ishlab chiqishda, shuningdek, 2022-2026-yillarga mo'ljallangan "Yangi O'zbekistonning taraqqiyot strategiyasi"da belgilangan vazifalarni bajarishga doir moliyaviy islohotlar dasturlarini shakllantirishda samarali foydalanish mumkinligi bilan izohlanadi.

Tadqiqot natijalarining joriy qilinishi. Aksiyadorlik jamiyatini kapital tarkibini shakllantirish amaliyotini takomillashtirish bo'yicha olingan natijalar asosida:

aksiyadorlik jamiyatlarining qarz kapitali va o'z kapitali o'rtasidagi maqbul nisbatni 30/70 darajasida belgilash orqali kapital tarkibini muvozanatlashtirish hamda moliyaviy samaradorlikni oshirish taklifi "Sharg'unko'mir" aksiyadorlik jamiyati tomonidan amaliyotga joriy etilgan ("Sharg'unko'mir" aksiyadorlik jamiyatining 2025-yil 24-iyundagi 01-435-sonli ma'lumotnomasi). Mazkur taklifning amaliyotga joriy qilinishi natijasida aksiyadorlik jamiyatlarini moliyaviy resurlarni jalb qilishi va kapital samaradorlikni oshirishga hamda rentabellik ko'rsatkichlari hisoblangan aktivlar va kapital samaradorlik koeffitsientlarini me'yoriy darajada saqlab qolish imkonini bergan;

aksiyadorlik jamiyatlarining qarz kapitali tarkibini shakllantirishda bank kredit resurslarini jalb qilishga ko'ra qarz kapitali riskini aniqlashda qarzni kapitalga nisbati koeffitsiyent qiymatini "past risk" (0 – 0,3), "o'rta risk" (0,31-0,7), "yuqori risk" (0,71) darajalariga ajratish orqali moliyaviy barqarorligini ta'minlash va moliyaviy dastaklardan oqilona foydalanish taklifi "Sharg'unko'mir" aksiyadorlik jamiyati tomonidan amaliyotga joriy etilgan ("Sharg'unko'mir" aksiyadorlik jamiyatining 2025-yil 24-iyundagi 01-435-sonli ma'lumotnomasi). Mazkur

taklifning amaliyotga joriy qilinishi natijasida aksiyadorlik jamiyatlarini kapitali tarkibida bank kreditlar orqali jalb qilingan resurslarni faqatgina yuqori foyda keltiruvchi loyihalar mablag'larini yo'naltirish orqali foiz xarajatlarni kamaytirish va moliyaviy richagdan oqilona fodalanish orqali aksiyadorlar daromadining ortishiga olib kelgan;

aksiyadorlik jamiyatlarini aksiyalar paketini mahalliy va xalqaro kapital bozoriga ommaviy savdolarga chiqarishda anderrayter, investitsiya vositachilari va maxsus konsultantlarni jalb qilish orqali aksiyalar bozor qiymatining yuqori va quyi chegarasini aniqlash taklifi "Sharg'unko'mir" aksiyadorlik jamiyati tomonidan amaliyotga joriy etilgan ("Sharg'unko'mir" aksiyadorlik jamiyatining 2025-yil 24-iyundagi 01-435-sonli ma'lumotnomasi). Mazkur taklifning amaliyotga joriy qilinishi natijasida fond bozorida obligatsiyalar bilan bog'liq savdo hajmining ortishiga va aksiyadorlik jamiyatlarini fond bozoriga qarz instrumenti orqali faolligini oshirishga xizmat qiladi;

O'zbekistonda aksiyadorlik jamiyatlarining korporativ qimmatli qog'ozlari qiymatining o'sishini o'zgarmas samaralar regression ekonometrik modeli asosida 2030-yilga qadar ishlab chiqilgan prognoz ko'rsatkichlari bo'yicha taklif "Sharg'unko'mir" aksiyadorlik jamiyati tomonidan amaliyotga joriy etilgan ("Sharg'unko'mir" aksiyadorlik jamiyatining 2025-yil 24-iyundagi 01-435-sonli ma'lumotnomasi). Mazkur taklifning amaliyotga joriy qilinishi natijasida aksiyadorlik jamiyatining kapital rentabelligi va aktivlar rentabilligini hamda jamiyatning sof foydasi o'sish dinamikasini baholash imkoni yaratilgan.

Tadqiqot natijalarining aprobatsiyasi. Tadqiqot natijalari 4 ta, jumladan 2 ta xalqaro va 2 ta respublika ilmiy-amaliy konferensiyalarida muhokamadan o'tkazilgan.

Tadqiqot natijalarini e'lon qilinganligi. Dissertatsiya mavzusi bo'yicha jami 8 ta ilmiy ishlar, O'zbekiston Respublikasi Oliy Attestatsiya Komissiyasining doktorlik dissertatsiyalari asosiy natijalarini chop etish bo'yicha tavsiya etilgan ilmiy jurnallarda 4 ta ilmiy maqola, shundan 1 tasi xorijiy va 3 tasi respublika jurnallarida nashr etilgan.

Dissertatsiyaning tuzilishi va hajmi. Dissertatsiya ishining tarkibiy tuzilishi kirish, uchta bob, xulosa, foydalanilgan adabiyotlar ro'yxati va ilovalardan iborat. Dissertatsiyaning umumiy hajmi 121 betni tashkil etadi.

DISSERTATSIYANING ASOSIY MAZMUNI

Kirish qismida dissertatsiya mavzusining dolzarbligi va zarurati asoslab berilgan, tadqiqotning maqsadi va vazifalari, shuningdek, obykti va predmeti tavsiflangan. Respublikada fan va texnologiyalarni rivojlantirishning ustuvor yo'nalishlariga mosligi ko'rsatilgan hamda tadqiqotning ilmiy yangiligi, amaliy natijalari bayon qilingan, olingan natijalarning ilmiy va amaliy ahamiyati ochib berilgan, tadqiqot natijalarini amaliyotga joriy etish, nashr qilingan ishlar va dissertatsiya strukturasi bo'yicha ma'lumotlar keltirilgan.

Dissertatsiyaning **"Aksiyadorlik jamiyatlarining kapital tarkibini**

shakllantirishning nazariy asoslari” deb nomlangan birinchi bobida aksiyadorlik jamiyatlarida kapital tarkibini shakllantirishning nazariy asoslari, aksiyadorlik jamiyatlari kapitali tarkibini shakllantirishning tasnifi va manbalari hamda aksiyadorlik jamiyatlari kapitali tarkibini shakllantirish tamoyillarining asoslari yoritib berilgan.

Zamonaviy iqtisodiyotda aksiyadorlik jamiyatlari kapitalni markazlashtirish va samarali taqsimlashning asosiy vositalaridan biri sifatida muhim o‘rin tutadi. AJning asosiy maqsadi sarmoyalarni (investitsiyalarni) jalb qilish orqali iqtisodiy faoliyatni rivojlantirishdir. Adam Smit “Millatlar boyligi” asarida ta’kidlaganidek, kapitalning birlashtirilishi iqtisodiy resurslarning samarali taqsimlanishi va yangi imkoniyatlarni ochish uchun zarur. Bu fikr hozirgi kunda ham dolzarb bo‘lib, AJlar iqtisodiyotdagi roli va ahamiyatini tushuntirishda muhim ahamiyatga ega ⁵.

AJning iqtisodiy mohiyati uning asosiy xususiyatlari orqali namoyon bo‘ladi. Birinchidan, AJ mol-mulknii birlashtirish orqali yirik loyihalarni amalga oshirish imkoniyatini yaratadi. O.A.Jukovning ta’kidlashicha, “AJlar iqtisodiy yiriklikni ta’minlab, katta loyihalarni amalga oshirish uchun poydevor yaratadi”⁶. Ikkinchidan, aksiyadorlarning javobgarligi cheklanganligi ularning shaxsiy mol- mulkini himoya qiladi, bu esa sarmoya kiritishni xavfsiz qiladi.

Moliyaviy yondashuv	Ushbu yondashuv kapital tarkibini qarz va kapital nisbati sifatida belgilaydi. Bu kompaniya o‘z faoliyatini moliyalashtirish uchun foydalanadigan moliyaviy vositalarga qaratilgan bo‘ladi.
Iqtisodiyot yondashuv	Ushbu yondashuv kapital tarkibini kapital qiymati, tavakkalchilik va soliqqa tortishni hisobga olgan holda qarz va kapital o‘rtasidagi maqbul nisbat sifatida ko‘rib chiqadi. U kompaniyaning iqtisodiy jihatlari va maqsadlariga ko‘proq e‘tibor qaratadi.
Huquqiy yondashuv	Ushbu yondashuv kapital tuzilishining huquqiy jihatlari, masalan: aksiyadorlarning huquqlari, kreditorlar oldidagi majburiyatlari va boshqa huquqiy jihatlarga e‘tibor beradi.

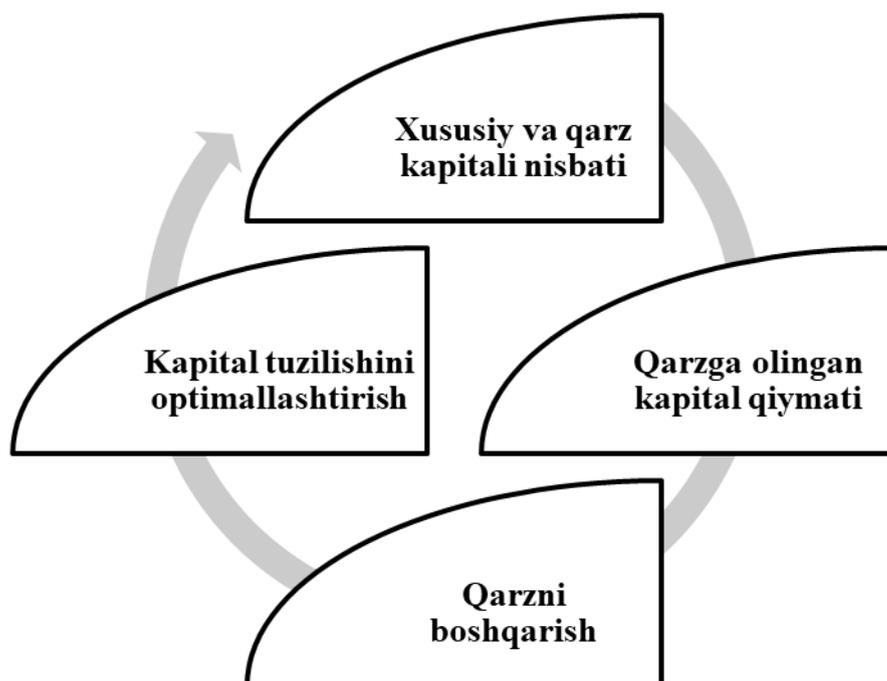
1-rasm. Aksiyadorlik jamiyatlarining kapital tarkibini shakllantirishdagi yodashuvlar⁷

Ma’lumki, AJning asosiy xususiyati kapitalning markazlashuvini ta’minlashdir. Bu xususiyat orqali bir necha shaxs va tashkilotlarning mablag‘lari birlashtiriladi. Natijada, yirik investitsion loyihalarni moliyalashtirish imkoniyati paydo bo‘ladi. Masalan, AJ ishlab chiqarish quvvatlarini kengaytirish yoki texnologik yangilanishlarni amalga oshirish uchun zarur mablag‘larni yig‘ishda qo‘shimcha aksiyalar chiqarishi mumkin. Bunda ishtirokchilarning mablag‘lari birlashib, katta miqdordagi kapital shakllanadi.

⁵ Smith A. The Wealth of Nations (An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations), first published: 1776, London.

⁶ Жуков О.А. Экономические основы акционерных обществ. М.: Экономика. 2005

⁷ Muallif ishlanmasi



2-rasm. Aksiyadorlik jamiyatlari uchun kapital tarkibiy tuzilishining muhim jihatlari⁸

O‘z navbatida, kapital – bu aksiyadorlik jamiyatlarining moliyaviy-iqtisodiy faoliyatni amalga oshirish hamda uni rivojlantirishda ishtirok etadigan o‘z va jalb qilingan mablag‘larning yig‘indisi bo‘lgan iqtisodiy resursdir. Shuningdek, «kapital-ixtiyoriy almashinuvga asoslangan ishlab chiqarish va iqtisodiy faoliyat orqali foyda olish uchun foydalaniladigan o‘z-o‘zidan o‘sib boruvchi qiymatdir. Bu moddiy, intellektual va moliyaviy vositalar ko‘rinishidagi tovarlar to‘plami bo‘lib, ular yanada ko‘proq mahsulotlarni ishlab chiqarish uchun manba hisoblanadi. Kapital turlari xilma-xildir. U dinamik tabiatga va bir shakldan ikkinchisiga o‘tish qobiliyatiga ega⁹. Shunday qilib, aksiyadorlik jamiyatlari uchun muhim vazifa kapital tarkibini shakllantiradigan o‘z mablag‘lari va qarz mablag‘laridan to‘g‘ri foydalanishdir. Kapitalni shakllantiradigan va investitsiya qarorlarini qabul qilishda hamda aksiyadorlik jamiyatlarining bozor qiymatini shakllantirishda muhim rol o‘ynaydigan uzoq muddatli moliyalashtirish manbalarini batafsil o‘rganish lozim. O‘z kapitali - bu korxonaning o‘ziga tegishli bo‘lgan, asosan ishlab chiqarish jarayonida ishtirok etadigan va aksiyadorlik jamiyatiga har qanday shaklda foyda keltiradigan mablag‘lar to‘plamidir. O‘z kapitaliga ustav kapitali, qo‘shimcha kapital, zaxira kapitali va taqsimlanmagan foyda kiradi.

Xulosa qilib aytganda, aksiyadorlik jamiyatlari zamonaviy iqtisodiyotda muhim rol o‘ynaydi. Ular kapitalni markazlashtirish, innovatsiyalarni qo‘llab-quvvatlash va sarmoyalarni jalb qilish orqali iqtisodiy rivojlanishning asosiy drayveri hisoblanadi. O‘zbekiston sharoitida AJlarning huquqiy asoslarini takomillashtirish va korporativ boshqaruvning xalqaro standartlariga moslashtirish milliy iqtisodiyotning barqaror rivojlanishiga hissa qo‘shadi.

Dissertatsiyaning ikkinchi bobi “**Aksiyadorlik jamiyatlari kapital tarkibini**

⁸ Muallif fikri

⁹ <https://economy-ru.info/info/4199/>

shakllantirish amaliyotining tahlili” deb nomlangan ikkinchi bobida aksiyadorlik jamiyatlarining kapitalining hozirgi holati tahlil, Aksiyadorlik jamiyatlarining qarz kapitali holati tahlili va aksiyadorlik jamiyalarining kapitaliga ta’sir qiluvchi omillarning ekonometrik tahlili bayon qilingan.

Aksiyadorlik jamiyatlari kapitalining hozirgi holatini o’rganishning yana bir muhim jihati bu korxonalarining bozor qiymatiga ta’sir qiluvchi omillarni aniqlash va ularning investitsion jozibadorligiga baho berishdir. Chunki kapitalning yetarli miqdorda bo’lishi aksiyalar bahosining barqarorligiga, dividend siyosatining izchilligiga va investorlarning ishonchiga bevosita ta’sir ko’rsatadi. Aksiyadorlik kapitali kuchli bo’lgan jamiyatlar iqtisodiy tebranishlarga kamroq bog’liq bo’ladi, qarzlarni qaytarish salohiyati yuqori bo’ladi va o’z biznes strategiyalarini erkin amalga oshirish imkoniyatiga ega bo’ladi.

Shu sababli aksiyadorlik jamiyatlarining kapital holatini tahlil qilish ularning o’tgan davrdagi moliyaviy natijalarini qayta baholash, kelgusidagi rivojlanish istiqbollari aniqlash va korxonalar boshqaruviga amaliy tavsiyalar ishlab chiqish uchun muhim vazifadir. Ayni paytda mavjud kapital tarkibini o’rganish orqali moliyaviy mustaqillik darajasi, kapital yetarliligi, investitsion imkoniyatlar, qarzga bog’liqlik darajasi va foydaning qayta taqsimlanish mexanizmlarini real holatda ko’rish mumkin bo’ladi. Bu esa boshqaruv organlari, investorlar va manfaatdor tomonlarning to’g’ri qaror qabul qilishiga asos yaratadi.

1-jadval

Aksiyadorlik jamiyatlarining aksiyalarini kapital bozorida holati tahlili¹⁰

Ko’rsatkichlar	Birlik	2020-yil	2021-yil	2022-yil	2023-yil	2024-yil
Savdolar hajmi	mlrd so‘m	0.51	1.15	4.71	2.62	19.18
O‘rtacha kunlik savdolar hajmi	mlrd so‘m	0.002	0.005	0.019	0.011	0.077
Bitta bitimning o‘rtacha hajmi	mlrd so‘m	14.2	16.1	58.4	6.4	43.2
Bitimlar soni	dona	35 983	71 187	80 652	411 393	443 849
O‘rtacha kunlik bitimlar soni	dona	141	285	327	1 659	1 790

Jadval ma’lumotlariga ko’ra, 2020–2024-yillarda aksiyadorlik jamiyatlari aksiyalari bilan savdolar hajmi va faolligi sezilarli darajada oshgan. Xususan, savdolar hajmi 2020-yilda 0,51 mlrd so‘mni tashkil etgan bo’lsa, 2024-yilga kelib 19,18 mlrd so‘mga yetgan. O‘rtacha kunlik savdolar hajmi ham shu davrda izchil o‘tib borgan, xususan 0,002 mlrd so‘mdan 0,077 mlrd so‘mgacha, bu esa bozorda likvidlik oshgani va ishtirokchilar soni ko‘payganidan dalolat beradi. Shu bilan birga, bitta bitimning o‘rtacha hajmi yillar kesimida notekis o‘zgargan. Xususan, 2023-yilda pasayish kuzatilgan bo‘lib, bu yirik bitimlar o‘rniga ko‘p sonli mayda investorlar ishtirokidagi operatsiyalar ulushi oshgani bilan izohlanadi. Umuman

¹⁰ RFB “Toshkent” ma’lumotlari asosida tayyorlangan.

olganda, jadval ma'lumotlari O'zbekiston kapital bozorida institutsional va chakana investorlar faolligi oshib borayotgani, bozor infratuzilmasi rivojlanayotgani hamda aksiyalar bozorining barqaror o'sish bosqichiga o'tayotganini ko'rsatadi.

2-jadval

Aksiyadorlik jamiyatlarini aktivlari va majburiyatlari tahlili, mlrd. so'mda¹¹

"O'zbekko'mir" aksiyadorlik jamiyati					
Ko'rsatkich	2020-yil	2021-yil	2022-yil	2023-yil	2024-yil
Uzoq muddatli aktivlar	2016	1858	1693	1533	2147
Joriy aktivlar	534	537	684	769	985
Jami aktivlar	2550	2395	2377	2303	3132
Uzoq muddatli majburiyatlar	1457	1248	1164	910	1522
Joriy majburiyatlar	296	335	356	480	666
Jami majburiyatlar	1753	1583	1521	1390	2188
"Sharg'unko'mir" aksiyadorlik jamiyati					
Uzoq muddatli aktivlar	587	708	2 395	1 115	1 701
Joriy aktivlar	159	159	537	66	170
Jami aktivlar	746	867	2 377	1 754	1 870
Uzoq muddatli majburiyatlar	604	596	1 248	908	1 431
Joriy majburiyatlar	92	99	36	480	265
Jami majburiyatlar	697	695	1 521	1 390	1 696

Jadval ma'lumotlari shuni ko'rsatadiki, O'zbekko'mir AJda jami aktivlar 2020-yilda 2 550 mlrd so'mdan 2023-yilda 2 303 mlrd so'mgacha kamaygan, ammo 2024-yilda 3 132 mlrd so'mga yetgan. Bu o'sish asosan joriy aktivlarning 534 mlrd so'mdan 985 mlrd so'mgacha oshishi bilan izohlanadi. Jami majburiyatlar ham 2024-yilda 1 390 mlrd so'mdan 2 188 mlrd so'mgacha o'sgan bo'lib, bu qarz mablag'lari hisobiga faoliyatni kengaytirish bilan bog'liq hisoblanadi. "Sharg'unko'mir" AJda jami aktivlar 2020-yilda 746 mlrd so'm bo'lgan bo'lsa, 2022-yilda 2 377 mlrd so'mgacha keskin oshgan, 2024-yilda esa 1 870 mlrd so'mni tashkil etgan. 2022-yildagi o'sish uzoq muddatli aktivlarning 587 mlrd so'mdan 2 395 mlrd so'mgacha ko'payishi bilan izohlanadi. Jami majburiyatlar ham shu yilda 1 521 mlrd so'mga yetgani yirik investitsiya va qarz jalb etilganini ko'rsatadi.

Umuman, ma'lumotlar har ikki jamiyatda ham aktivlar o'sishi majburiyatlar bilan birgalikda ko'paymoqda, xususan rivojlanish asosan qarz va investitsiya resurslari hisobiga amalga oshirilayotganini ko'rsatadi.

¹¹ "O'zbekko'mir" va "Sharg'unko'mir" aksiyadorlik jamiyatlari ma'lumotlari asosida muallif tomonidan tayyorlangan

Aksiyadorlik jamiyatlari xususiy kapitalining samaradorlik ko'rsatkichlari tahlili¹²

"O'zbekko'mir" aksiyadorlik jamiyati					
Ko'rsatkich nomi	2020-yil	2021-yil	2022-yil	2023-yil	2024-yil
Moliyaviy mustaqillik koeffitsiyenti	31.25%	33.9%	36.0%	39.6%	30.1%
O'z kapitalining passivlardagi ulushi	31.25%	33.9%	36.0%	39.6%	30.1%
Rezerv kapitalining ulushi	103%	100.6%	94.6%	88.0%	85.2%
Taqsimlanmagan foydaning ulushi	-27%	-23.9%	-16.3%	-8.2%	-4.9%
Bir aksiyaning balans qiymati	5.33 so'm	5.43 so'm	5.73 so'm	6.11 so'm	6.32 so'm
Kapitalizatsiya koeffitsiyenti	31%	33.9%	36.0%	39.6%	30.1%
"Sharg'unko'mir" aksiyadorlik jamiyati					
Moliyaviy mustaqillik koeffitsiyenti	6.56%	7.31%	7.39%	5.61%	11.95%
O'z kapitalining passivlardagi ulushi	6.56%	7.31%	7.39%	5.61%	11.95%
Rezerv kapitalining ulushi	17.4%	13.2%	10.8%	9.1%	4.14%
Taqsimlanmagan foydaning ulushi	16.9%	18.8%	17.5%	13.5%	8.55%
Bir aksiyaning balans qiymati	4.89 so'm	6.79 so'm	8.25 so'm	9.83 so'm	22.37 so'm
Kapitalizatsiya koeffitsiyenti	6.56%	7.31%	7.39%	5.61%	11.95%

Jadval ma'lumotlari shuni ko'rsatadiki, O'zbekko'mir AJda moliyaviy mustaqillik koeffitsiyenti 2020-yilda 31,25 % bo'lgan bo'lsa, 2023-yilga kelib 39,6 %gacha oshgan, ammo 2024-yilda 30,1 %ga pasaygan. Bu holat 2024-yilda majburiyatlar ulushi oshgani bilan izohlanadi. Rezerv kapital ulushi 103 %dan 85,2%gacha kamaygan bo'lib, bu zararlarni qoplash va foydaning qayta taqsimlanishi natijasidir. Taqsimlanmagan foyda ulushi -27 %dan -4,9 %gacha yaxshilangan, bu moliyaviy barqarorlikning tiklanayotganini ko'rsatadi. Bir aksiyaning balans qiymati 5,33 so'mdan 6,32 so'mgacha oshgani aksiya qiymatining o'sish tendensiyasini aks ettiradi.

"Sharg'unko'mir" AJda moliyaviy mustaqillik past darajada saqlanib, 2020-yilda 6,56 %, 2024-yilda esa 11,95%ni tashkil etgan. Bu korxonada qarz mablag'lariga yuqori ekanligini va aksiyadorlik jamiyati faoliyati qarzga bog'langanligini ko'rsatadi. Rezerv kapital ulushi 17,4 %dan 4,14 %gacha keskin kamaygan. Biroq bir aksiyaning balans qiymati 4,89 so'mdan 22,37 so'mgacha oshgani aktivlar qayta baholanishi va kapital hajmining o'sishi bilan izohlanadi.

Umuman, jadval ma'lumotlari "O'zbekko'mir" AJda xususiy kapital

¹² "O'zbekko'mir" va "Sharg'unko'mir" aksiyadorlik jamiyatlari ma'lumotlari asosida muallif tomonidan tayyorlangan.

barqarorligi nisbatan yuqori, "Sharq'unko'mir" AJda esa kapital samaradorligi o'sish bosqichida, ammo moliyaviy mustaqillik hali past darajada ekanini ko'rsatadi.

4-jadval

Aksiyadorlik jamiyatlarini qarz kapitali tahlili¹³

"O'zbekko'mir" aksiyadorlik jamiyati					
Ko'rsatkich nomi	2020-yil	2021-yil	2022-yil	2023-yil	2024-yil
Jami qarz kapitali	1652	1583	1520	1390	2187
Uzoq muddatli bank kreditlari	1456	1241	1151	899	788
Qisqa muddatli bank kreditlari	0	25	7	5	0
"Sharq'unko'mir" aksiyadorlik jamiyati					
Jami qarz kapitali	490	861	861	1653	1646
Uzoq muddatli bank kreditlari	426	788	788	980	993
Qisqa muddatli bank kreditlari	0	0	46	0	0

Jadval ma'lumotlari shuni ko'rsatadiki, "O'zbekko'mir" AJda jami qarz kapitali 2020-yilda 1 652 mlrd so'mdan 2023-yilda 1 390 mlrd so'mgacha kamaygan, ammo 2024-yilda 2 187 mlrd so'mgacha oshgan. Ushbu pasayish asosan uzoq muddatli bank kreditlarining 1 456 mlrd so'mdan 899 mlrd so'mgacha qisqarishi bilan bog'liq hisoblanadi. 2024-yilda qarz hajmining qayta o'sishi esa investitsiya loyihalarini moliyalashtirish uchun yangi qarzlarni jalb etilganini ko'rsatadi. Qisqa muddatli kreditlar ulushi juda past bo'lib, bu qarz portfelining barqaror tuzilmasidan dalolat beradi.

"Sharq'unko'mir" AJda jami qarz kapitali 2020-yilda 490 mlrd so'mdan 2024-yilda 1 646 mlrd so'mgacha qariyb 3,4 barobar oshgan. Bu o'sish asosan uzoq muddatli bank kreditlarining 426 mlrd so'mdan 993 mlrd so'mgacha ko'payishi hisobiga ta'minlangan. 2022-yilda 46 mlrd so'm qisqa muddatli kredit jalb qilingani korxonaning aylanma mablag'larga bo'lgan ehtiyoji oshganini ko'rsatadi.

Umuman, tahlil natijalariga ko'ra, "O'zbekko'mir" AJda qarz siyosati nisbatan muvozanatli, "Sharq'unko'mir" AJda esa rivojlanish asosan qarz kapitali hisobiga amalga oshirilayotgani va moliyaviy xatarlar darajasi yuqoriroq ekani kuzatiladi.

5-jadval

Aksiyadorlik jamiyatlarini qarz kapitali samaradorligini baholash ko'effitsiyentlari tahlili¹⁴

"O'zbekko'mir" aksiyadorlik jamiyati					
Ko'rsatkich nomi	2020-yil	2021-yil	2022-yil	2023-yil	2024-yil
Qarz ko'effitsiyenti (D)	0.66	0.66	0.64	0.60	0.70
Qarzni o'z kapital nisbati (D/E)	1.96	1.95	1.78	1.52	2.32
Foizlarni qoplash ko'effitsiyenti (ICR)	3.65	3.57	3.11	8.70	3.33

¹³ "O'zbekko'mir" va "Sharq'unko'mir" aksiyadorlik jamiyatlari ma'lumotlari asosida muallif tomonidan tayyorlangan.

¹⁴ "O'zbekko'mir" aksiyadorlik jamiyati ma'lumotlari asosida muallif tomonidan tayyorlangan

5-jadval davomi

Moliyaviy leveredj koeffitsiyenti (L)	2.96	2.95	2.77	2.52	3.32
"Sharg'unko'mir" aksiyadorlik jamiyati					
Qarz koeffitsiyenti (D)	0.93	0.93	0.93	0.94	0.88
Qarzni o'z kapital nisbati (D/E)	14.25	12.68	12.68	16.83	7.36
Foizlarni qoplash koeffitsiyenti (ICR)	4.6	11.45	11.45	59.87	280.7
Moliyaviy leveredj koeffitsiyenti (L)	15.25	13.68	13.67	17.82	8.36

Jadval ma'lumotlari shuni ko'rsatadiki, "O'zbekko'mir" AJda qarz koeffitsiyenti 2020–2023-yillarda 0,66dan 0,60 gacha pasaygan bo'lsa, 2024-yilda 0,70 gacha oshgan. Bu 2024-yilda qarz kapitali ulushi qayta ko'payganini ko'rsatadi. Qarzning o'z kapitaliga nisbati koeffitsiyenti 2023-yilda 1,52 gacha tushgan, ammo 2024-yilda 2,32 ga oshgani investitsiya faoliyatini qarz hisobiga moliyalashtirish kuchaygani bilan izohlanadi. Foizlarni qoplash koeffitsiyenti 2023-yilda 8,70 ga yetgan bo'lsa, 2024-yilda 3,33 ga pasaygan, bu foiz xarajatlar ortganligini ko'rsatadi. Moliyaviy leveredj 2,52dan 3,32 ga oshgani moliyaviy xatarning o'sganini anglatadi.

"Sharg'unko'mir" AJda qarz koeffitsiyenti juda yuqori bo'lib, 2020–2023-yillarda 0,93–0,94 atrofida saqlangan, 2024-yilda ham 0,88 ni tashkil etgan. Qarzning o'z kapitaliga nisbati 14,25dan 16,83gacha kabi juda yuqori qiymatlarda bo'lib, bu korxonaning qarzga kuchli bog'liqligini ko'rsatadi. Shu bilan birga, foizlarni qoplash koeffitsiyentining 4,6 dan 280,7 gacha keskin o'sishi korxonaning foydaliligi sezilarli darajada oshganini anglatadi. Moliyaviy leveredjning 2024-yilda 8,36 gacha pasayishi qarz yuki nisbatan barqarorlashayotganidan dalolat beradi.

Tahlil natijalariga ko'ra, "O'zbekko'mir" AJda qarz samaradorligi nisbatan muvozanatli, "Sharg'unko'mir" AJda esa yuqori qarz yuki saqlanib qolgan bo'lsa-da, foizlarni qoplash qobiliyati sezilarli darajada yaxshilangan.

Dissertatsiyada "Toshkent" Respublika fond birjasida (RFB) ro'yxatdan o'tgan aksiyadorlik jamiyatlarining aksiya narxlariga ta'sir etuvchi asosiy omillar va ular o'rtasidagi o'zaro bog'liqlik darajasi ilmiy tahlil qilindi. Buning uchun ilmiy ishda 2019–2024-yillar davomidagi panel ma'lumotlar jamlanmasi tuzildi. Panel ma'lumotlar deganda, bir vaqtning o'zida turli tarmoqlar va bir necha yillik ma'lumotlar birlashtirilgan baza tushuniladi. Shu tarzda ma'lumotlar bir vaqtning o'zida ham makon (tarmoqlar bo'yicha), ham vaqt (yillar bo'yicha) kesimida tahlil qilinishi mumkin bo'ldi.

Aksiyaning bozor bahosi (ln_{sp}), fond bozori indeksi (ln_{mi}) va tarmoqlar aksiyalarining nominal qiymati (ln_{bv}) o'zgaruvchilari $I(0)$ ya'ni nolinch darajada statsionar ekanligi aniqlandi. Bu ularning vaqt davomida barqaror ekanini anglatadi. Shu bilan birga, aksiyalarning bozor va nominal qiymatlari o'rtasidagi nisbatlar (ln_{bmr} , ln_{pmr}) statsionar emasligi ma'lum bo'lib, ular birlamchi tafovut ($I(1)$) usuli bilan qayta ishlandi. Birlamchi tafovut qo'llanilgandan so'ng, bu o'zgaruvchilar ham statsionar holatga keltirildi.

Panel ma'lumotlari asosida uchta barqaror regressiya modeli shakllantirildi. Har bir modelda faqat statistik jihatdan muhim va iqtisodiy ma'noga ega bo'lgan

o'zgaruvchilar qoldirildi. Bu modellar orqali aksiyalarning bozor bahosiga ta'sir etuvchi asosiy omillar aniqlandi va ularning ta'sir darajasi ilmiy asosda hisoblab chiqildi.

Shuningdek, model natijalari orqali qaysi omillar aksiya narxiga ijobiy ta'sir ko'rsatayotgani, qaysilari esa salbiy ta'sirga ega ekanligi aniqlandi. Quyida keltirilgan jadvalda ushbu regressiya modellari bo'yicha hisoblangan natijalar batafsil aks ettirilgan bo'lib, ular iqtisodiy tahlilning keyingi bosqichlariga asos bo'lib xizmat qiladi.

6-jadval

Regression modellar ko'rsatkichlarining natijalari (2019-2024 yillar ma'lumoti asosida)¹⁵

Erksiz o'zgaruvchi (ln_sp)	(1)	(2)	(3)
	Yig'ma model	O'zgarmas effektlar modeli	Tasodifiy effektlar modeli
ln_pmr	0,1895*** (0,0119)	0,1679*** (0,0122)	0,1857*** (0,011)
ln_bv	0,9535*** (0,0196)	0,9483*** (0,0252)	0,9468*** (0,0197)
S(constant)	0,3655** (0,1676)	0,4471** (0,2157)	0,4277** (0,1702)
Kuzatuvlar soni	72	72	72
R-kvadrat	0,9757	0,9853	0,9737

Qavslar ichidagi ko'rsatkichlar P-qiymatdagi standart xatolik, ***P<0,01, **P<0,05, *P<0,1

Toshkent" Respublika fond birjasidagi turli tarmoqlar bo'yicha ma'lumotlar 2019–2024 yillar davrini qamrab olgan bo'lib, bu ma'lumotlar asosida makro va mikro darajadagi omillarning aksiyalar bahosiga ta'siri o'rganildi. Tahlil natijalari shuni ko'rsatdiki, aksiya bahosiga eng kuchli ta'sir ko'rsatuvchi omillar bu aksiyaning nominal qiymati (ln_bv) va aksiyaning bozor qiymatining nominal qiymatiga nisbati (ln_pmr) hisoblanadi. Agar tarmoqdagi aksiyalarning nominal qiymati 1 foizga oshsa, o'sha tarmoqdagi aksiyalarning bozor bahosi o'rtacha 0,9468 foizga oshadi. Bu degani, aksiyalarning ichki (balans) qiymati yuqori bo'lgan kompaniyalar bozorda ham yuqori baholanadi. Agar aksiyaning bozor qiymatining nominal qiymatiga nisbati 1 foizga oshsa, tarmoqdagi aksiyalarning bozor bahosi 0,1857 foizga oshadi. Bu esa bozordagi investorlar aksiyaning real bozordagi jozibadorligini yuqori baholashini anglatadi.

Demak, ushbu model natijalari aksiyalarning bozor narxiga ta'sir etuvchi omillarni aniqlashda va ularning iqtisodiy mazmunini tushuntirishda muhim ilmiy asos bo'lib xizmat qiladi. Shu bilan birga, tahlillardan ko'rinib turibdiki, "Toshkent" Respublika fond birjasida faoliyat yurituvchi tarmoqlar kesimida aksiyalar bahosini shakllantirishda asosiy omillar kompaniyalarning moliyaviy barqarorligi, aksiyalarning ichki qiymati va bozordagi ishonch darajasi hisoblanadi.

Shunday qilib, "Toshkent" RFBdagi aksiyadorlik jamiyatlari va turli sohalar kesimida aksiyalar narxini baholashda tasodifiy ta'sirlar modelidan foydalanish ilmiy jihatdan ham, amaliyot nuqtayi nazaridan ham eng to'g'ri va samarali usul hisoblanadi. Bu model fond bozoridagi aksiyalar dinamikasini chuqur tahlil qilish, ularni prognoz qilish va investorlar uchun asoslangan qaror qabul qilish imkonini yaratadi.

¹⁵ Jadval "Toshkent" RFB yillik hisobotlari asosida Eviews-12.0 dasturi yordamida muallif tomonidan tayyorlangan

Aksiyadorlik jamiyatlarining korporativ qiymatli qog'ozlari qiymatining o'sish prognozi

Yil	Optimistik ssenariy	Pessimistik ssenariy
2026	10%	3%
2027	21%	6%
2028	33%	9%
2029	46%	2%
2030	62%	7%

Jadval ma'lumotlariga ko'ra, 2026–2030-yillarda aksiyalar qiymatida o'sish kuzatilishi prognoz qilinmoqda, biroq o'sish sur'atlari ssenariylarga ko'ra farq qiladi. Optimistik ssenariyda aksiyalar qiymati 2025-yilga nisbatan 2030-yilga kelib deyarli 1,6 barobar o'sadi. Bu holat regressiya natijalarida aniqlangan aksiyalarning balans va nominal qiymati aksiya narxiga kuchli va ijobiy ta'siri bilan izohlanadi. Xususan, aksiyadorlik jamiyatlari moliyaviy barqarorligining oshishi, aktivlar qiymatining o'sishi hamda investorlar ishonchining mustahkamlanishi aksiyalar bozor qiymatining jadal o'sishiga olib keladi.

Pessimistik ssenariyda esa aksiyalar qiymatining 2030-yilgacha o'sish sur'ati 15–17 % atrofida ekanligi ko'rishimiz mumkin. Bu makroiqtisodiy noaniqliklar, qarz yukining ortishi, bozor likvidligining pasayishi va investorlar faolligining sustlashishi bilan bog'liq. Shuningdek, balans qiymatining sekin o'sishi va bozor qiymatining nominalga nisbatidagi stagnatsiya aksiyalar narxining past sur'atda o'sishiga sabab bo'ladi.

Umuman olganda, jadvalda keltirilgan prognozlar shuni ko'rsatadiki, aksiyalarning uzoq muddatli bozor qiymati asosan korxonalarining moliyaviy barqarorligi, ichki qiymati va investorlar ishonchiga bog'liq bo'lib, aynan ushbu omillar o'sish sur'atlaridagi farqni belgilab beradi.

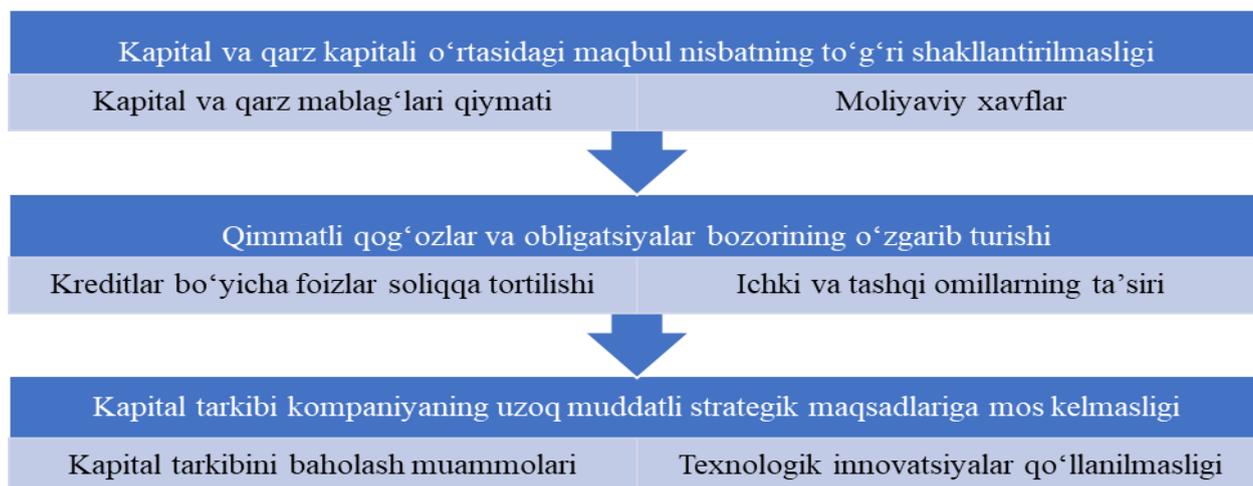
Dissertatsiyaning **“Aksiyadorlik jamiyatlari kapital tarkibini shakllantirish amaliyotini takomillashtirish”** deb nomlangan uchinchi bobida Aksiyadorlik jamiyatlarida kapital tarkibini shakllantirishdagi muammolar va ularning yechimlari va mamlakatimizdagi aksiyadorlik jamiyatlarining kapitali tarkibini shakllantirishni takomillashtirish bayon etilgan.

Rivojlangan mamlakatlar tajribasi O'zbekistonda aksiyadorlik jamiyatlarining moliyaviy barqarorligi va ishonchliligini ta'minlashda muhim ahamiyatga ega bo'lib, ularning global iqtisodiy integratsiya jarayonlarida o'z o'rnini mustahkamlashga yordam beradi. Qonunchilik va tartibga solish tizimini takomillashtirish, investorlar huquqlarini himoya qilish va shaffoflikni ta'minlash orqali O'zbekistondagi aksiyadorlik jamiyatlari xalqaro miqyosda raqobatbardoshlikni oshirish imkoniyatiga ega bo'ladi. Shuningdek, audit va nazorat tizimini kuchaytirish, iqtisodiy integratsiya va diversifikatsiyani rivojlantirish orqali aksiyadorlik jamiyatlarining moliyaviy barqarorligi va ishonchliligini ta'minlash mumkin. Bu esa, o'z navbatida, O'zbekistonning global iqtisodiy integratsiya jarayonlaridagi o'rnini mustahkamlashga yordam beradi.

O'zbekistondagi aksiyadorlik jamiyatlari xorijiy tajribadan o'rganish orqali o'z faoliyatini yanada samarali va barqaror qilish imkoniyatiga ega

bo'radi. Bu esa mamlakatning iqtisodiy rivojlanishiga va xalqaro miqyosdagi mavqeini mustahkamlashga xizmat qiladi.

Ma'lumki, iqtisodiyotni transformatsiyalash sharoitida nafaqat aksiyadorlik jamiyatlari, balki har qanday xo'jalik yurituvchi subyektning kapitali tarkibini shakllantirishni talab etadi. Bundan ko'zda tutilayotgan asosiy maqsad ularni ishlab chiqarish jarayoni uchun zarur bo'lgan moliyaviy mablag'lar bilan yetarli ravishda ta'minlash va ko'zda tutilgan iqtisodiy foydani olishdan iboratdir.



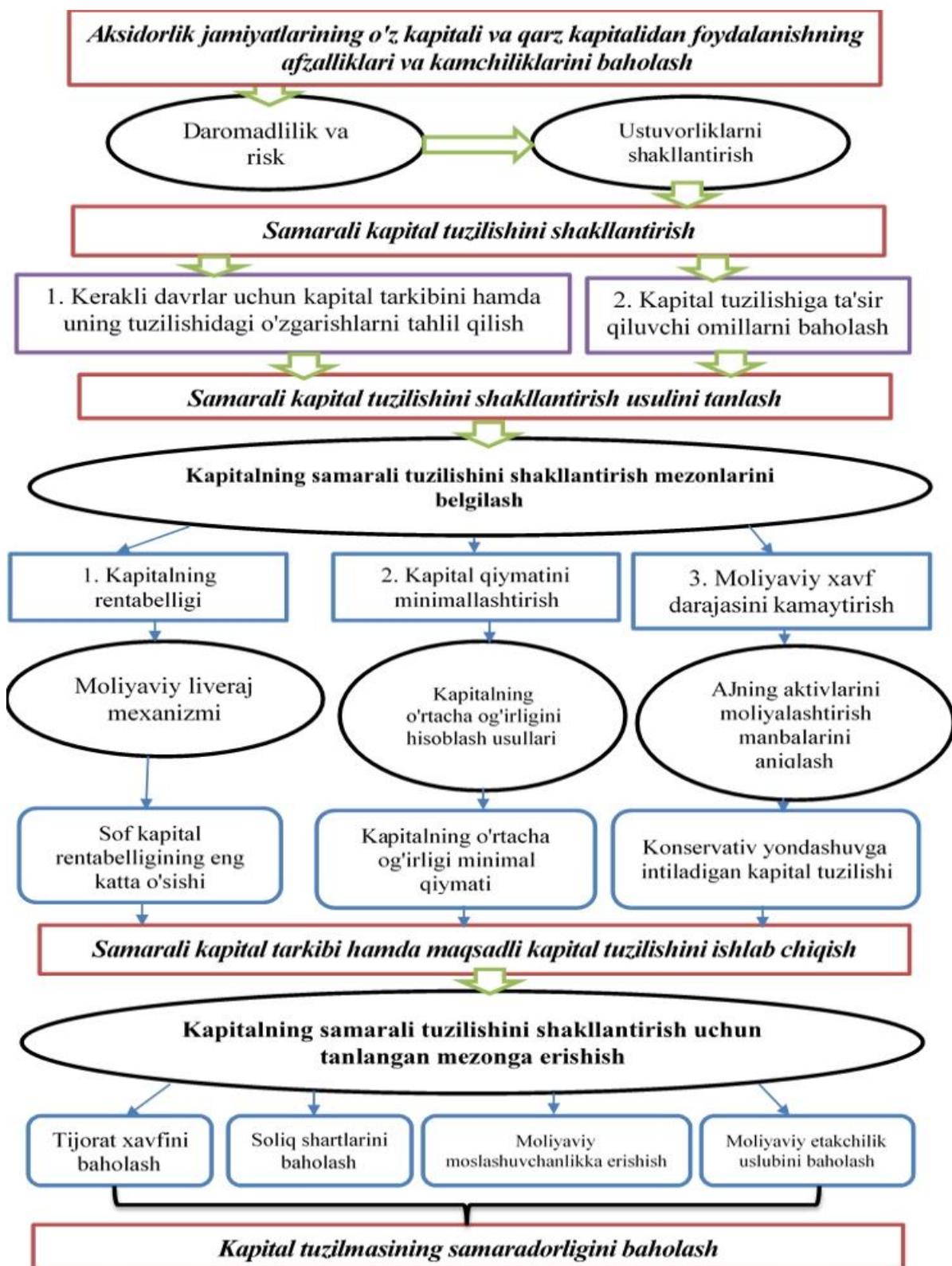
3-rasm. Aksiyadorlik jamiyatlarida kapital tarkibini shakllantirishdagi muammolar¹⁶

Shuningdek, iqtisodiyotni transformatsiyalashda, kapitallar harakatini fond bozori orqali ommaviy amalga oshirish imkoniyatlaridan to'liq foydalanilmayotganligi, aksiyadorlik jamiyatlari qarzga moliyaviy mablag'larni jalb qilishda hamon bank kreditlarini ustun ko'rayotganligi, davlat ulushi mavjud aksiyadorlik jamiyatlari asosan yopiq emissiya orqali o'zlarining ustav kapitalini oshirish va moliyaviy mablag'larga bo'lgan ehtiyojlarini qanoatlantirayotganligi muhim masalalardan biri bo'lib qolmoqda.

Aksiyadorlik jamiyatlarining tezkor moliyaviy boshqaruvida kapitalni shakllantirishning maqbul ko'rsatkichini idrok etish muammosi mavjud. Qarz va o'z kapitali o'rtasidagi hisoblangan nisbatni paradigma sifatida joylashtirmaslik muhim, ammo jamiyat ko'rsatkichlarini iloji boricha kamida uzoq vaqt davomida, masalan, bir yil ichida yaqinlashtirishga harakat qilish kerak. Va, albatta, shuni tushunish kerakki, aksiyadorlik jamiyatlari tomonidan kapitalning oqilona shakllantirilishining erishilgan qiymati barqaror ko'rsatkich emas, chunki moliyalashtirish jarayonining o'zi tadqiqotlarning dinamik zanjiri hisoblanadi. Va bu tadqiqotlar vaqt o'tishi bilan o'zgarib turadigan qarzlarni moliyalashtirish shartlari bilan uzviy bog'liqdir, shuning uchun aksiyadorlik jamiyatlarining ma'lum aktivlarni ustunlik sifatida tanlash bo'yicha afzalliklari ham o'zgaradi.

Kapital tarkibini shakllantirishning yana bir muammosi – bu sohadagi yakuniy boshqaruv qarorining tarkibiy xususiyati. Kapitalning oqilona tuzilishini shakllantirishda aksiyadorlik jamiyatlarining boshqaruvini tanlash, albatta, ta'sirchan empirik va statistik ma'lumotlar bazasiga asoslangan miqdoriy baholardan foydalanishni talab qiladi.

¹⁶ Muallif ishlanmasi



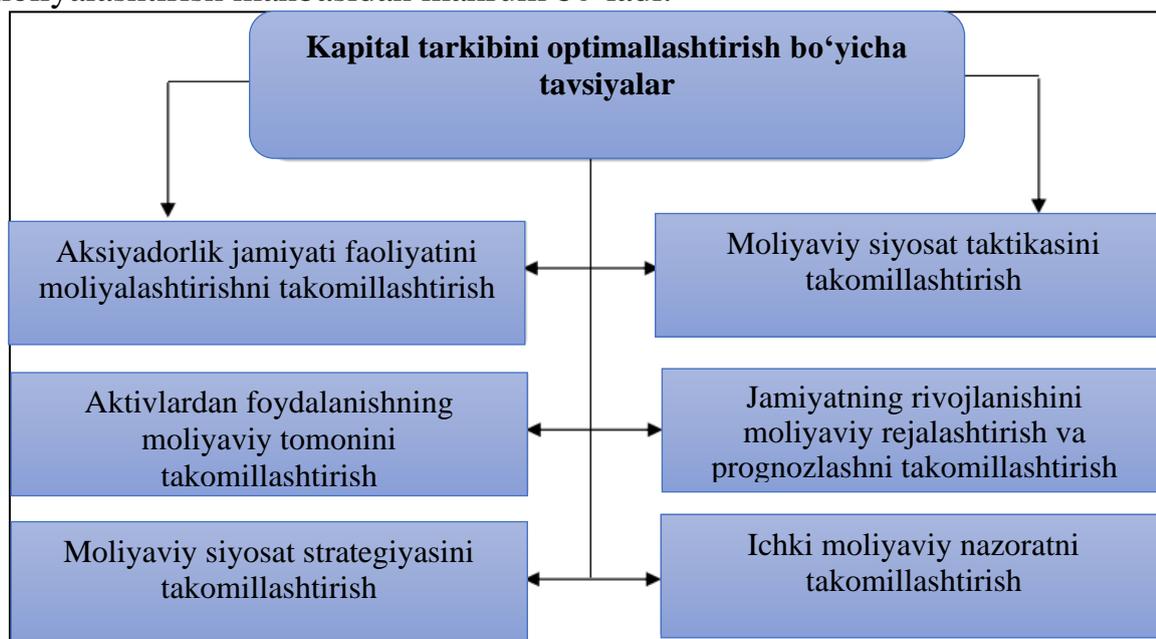
4-rasm. AJlarining kapital tarkibini shakllantirishni takomillashtirish tizimi¹⁷

Aksiyadorlik jamiyatlarining kapital tarkibini shakllantirishni takomillashtirish ularning moliyaviy barqarorligi va raqobatbardoshligini oshirish uchun muhim vazifadir. Kapital tuzilishidagi moliyaviy qarorlar – bu tavakkalchilik va rentabellik o'rtasidagi kelishuvni tanlashdir, chunki qarz kapitalining ko'payishi xavfni oshiradi va qarz kapitalining yuqori qiymati

¹⁷ Muallif ishlanmasi

kapital rentabelligining katta qiymatini ta'minlaydi. Shuning uchun faqat o'z kapitalidan foydalanadigan jamiyat maksimal moliyaviy barqarorlikka ega bo'ladi (moliyaviy mustaqillik koeffitsienti 1,0 ga teng). Shunga qaramay, agar moliyaviy mustaqillik koeffitsienti 0,5 dan ohsa, tashkilot moliyaviy jihatdan barqaror hisoblanadi.

Shunday qilib, jamiyat qarz kapitalidan foydalangan holda moliyaviy barqarorligini yo'qotmaydi, lekin uning rivojlanish sur'atlarini sezilarli darajada cheklaydi, uni jalb qilishdan bosh tortadi va aktivlar (mulk) o'sishini qo'shimcha moliyalashtirish manbasidan mahrum bo'ladi.



5-rasm. Aksiyadorlik jamiyatlarining kapital tarkibini shakllantirishni takomillashtirish bo'yicha tavsiyalar¹⁸

Yuqorida aytilgan fikrlarga asoslangan holda, kapitalning maqbul tuzilishiga yagona yondashuv yo'q degan xulosaga kelishimiz mumkin bo'ladi. Har bir aksiyadorlik jamiyatlari atrof-muhit omillarining ta'sirini hisobga olgan holda, o'zi qabul qilgan rivojlanish strategiyasiga asoslanib, u yoki bu takomillashtirish mezonining ustuvorligini mustaqil ravishda tanlashi kerak. Aksiyadorlik jamiyatlarining kapital tarkibini shakllantirish hamda tahlil qilish uchun asosan gorizontaal tahlil, vertikal tahlil, trend, moliyaviy koeffitsientlar usuli, qiyosiy tahlil va omillarni tahlil qilish qo'llaniladi.

XULOSA

Mazkur dissertatsiya doirasida aksiyadorlik jamiyatlarida kapital tarkibini shakllantirishning nazariy, uslubiy va amaliy jihatlari kompleks tadqiq etildi hamda olingan ilmiy natijalar asosida quyidagi umumiy xulosalarga kelindi.

Birinchi, aksiyadorlik jamiyatlarida kapital tarkibini optimal shakllantirish korxonaning moliyaviy barqarorligi, investitsion jozibadorligi va bozor qiymatini oshirishda hal qiluvchi ahamiyatga ega ekanligi aniqlandi. Kapital manbalarining oqilona nisbatda shakllantirilishi moliyaviy resurslardan

¹⁸ Muallif ishlanmasi

samarali foydalanish imkonini kengaytiradi hamda uzoq muddatli rivojlanish uchun mustahkam moliyaviy asos yaratadi.

Ikkinchidan, tadqiqot natijalari qarz kapitali va o'z kapitali o'rtasidagi nisbatni muvozanatlash muhimligini ko'rsatdi. Xususan, 30/70 nisbatda shakllantirilgan kapital tarkibi moliyaviy samaradorlikni oshirish, qarz yuki bilan bog'liq risklarni cheklash va moliyaviy richagdan oqilona foydalanish imkonini berishi ilmiy jihatdan asoslandi.

Uchinchidan, qarz kapitalidan foydalanish darajasining oshishi moliyaviy risklarning kuchayishiga olib kelishi aniqlanib, qarzni kapitalga nisbati ko'rsatkichlari asosida risklarni "past", "o'rta" va "yuqori" darajalarga ajratish mexanizmi taklif etildi. Mazkur yondashuv aksiyadorlik jamiyatlarining moliyaviy barqarorligini ta'minlashda amaliy ahamiyat kasb etadi.

To'rtinchidan, aksiyadorlik jamiyatlarining moliyaviy mustaqilligi o'z kapitalining passivlardagi ulushi bilan bevosita bog'liq ekanligi asoslandi. O'z kapitali ulushining pasayishi korxonaning tashqi moliyalashtirish manbalariga yuqori darajada bog'lanib qolishiga va moliyaviy xavflarning ortishiga olib kelishi aniqlandi.

Beshinchidan, fond bozorida aksiyalar narxini shakllantiruvchi asosiy omillar sifatida aksiyalarning balans qiymati hamda bozor qiymatining nominal qiymatga nisbati muhim ahamiyatga ega ekanligi ekonometrik modellar orqali isbotlandi. Bu holat investorlar qarorlarida korxonaning moliyaviy barqarorligi va ichki qiymati yetakchi o'rin tutishini ko'rsatadi.

Oltinchidan, aksiyalarni mahalliy va xalqaro kapital bozorlariga ommaviy joylashtirishda anderrayterlar, investitsiya vositachilari va professional konsultantlarni jalb qilish aksiyalarning bozor qiymatini aniqlashda shaffoflikni oshirishi va investorlarga ishonchni mustahkamlashi aniqlanib, amaliy tavsiyalar ishlab chiqildi.

Yettinchidan, tahlillar natijasida aksiyadorlik jamiyatlarida bank kreditlariga haddan tashqari tayanish moliyaviy mustaqillikning pasayishiga olib kelayotgani aniqlandi. Shu bois kapital manbalarini diversifikatsiya qilish, fond bozori instrumentlaridan kengroq foydalanish zarurligi asoslab berildi.

Sakkizinchidan, kapital tarkibini shakllantirish va boshqarish jarayonlariga raqamli texnologiyalar, zamonaviy moliyaviy instrumentlar hamda avtomatlashtirilgan tahlil usullarini joriy etish moliyaviy qarorlar qabul qilish samaradorligini sezilarli darajada oshirishi xulosaga kelindi.

To'qqizinchidan, aksiyadorlik jamiyatlarining uzoq muddatli bozor qiymati va kapital rentabelligi ularning moliyaviy barqarorligi, aktivlar qiymatining o'sishi hamda investorlar ishonchiga bevosita bog'liq ekanligi prognoz modellar asosida tasdiqlandi.

O'ninchidan, tadqiqot natijalari kapital tarkibini shakllantirish bo'yicha yagona universal model mavjud emasligini ko'rsatdi. Har bir aksiyadorlik jamiyati o'zining rivojlanish strategiyasi, tarmoq xususiyatlari va makroiqtisodiy sharoitlarni inobatga olgan holda kapital tarkibini mustaqil ravishda shakllantirishi lozim.

Umuman olganda, dissertatsiya doirasida ishlab chiqilgan ilmiy xulosalar va amaliy tavsiyalar O'zbekiston sharoitida aksiyadorlik jamiyatlarining kapital tarkibini shakllantirish amaliyotini takomillashtirish, ularning moliyaviy barqarorligi va raqobatbardoshligini oshirishga xizmat qiladi.

**НАУЧНЫЙ СОВЕТ DSC.03/10.12.2019.I.16.01 ПО ПРИСУЖДЕНИЮ
УЧЕНЫХ СТЕПЕНЕЙ ПРИ ТАШКЕНТСКОМ ГОСУДАРСТВЕННОМ
ЭКОНОМИЧЕСКОМ УНИВЕРСИТЕТЕ**

ТЕРМЕЗСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ УНИВЕРСИТЕТ

НОРҚУЛОВ МИРСАИД ТЎЛҚИН ЎҒЛИ

**СОВЕРШЕНСТВОВАНИЕ ПРАКТИКИ ФОРМИРОВАНИЯ
СТРУКТУРЫ КАПИТАЛА АКЦИОНЕРНОГО ОБЩЕСТВА**

08.00.07 – Финансы, денежное обращение и кредит

АВТОРЕФЕРАТ
диссертации доктора философии (PhD) по экономическим наукам

Ташкент–2026

Тема диссертации доктора философии (PhD) по экономическим наукам зарегистрирована Высшей аттестационной комиссией за №PhD2024.2.PhD/Iqt4104.

Диссертация выполнена в Ташкентском государственном экономическом университете.

Автореферат диссертации на трех языках (узбекском, русском, английском (резюме)) размещен на веб-странице Научного совета (www.tsue.uz) и информационно-образовательного портала «Ziyonet» (www.ziyonet.uz).

Научный руководитель: **Худойкулов Хуршид Хуррамович**
доктор экономических наук, профессор

Официальные оппоненты: **Карлибаева Рая Хожабаевна**
доктор экономических наук, профессор

Фозилжонов Иброхимжон Сотволдихўжа ўгли
доктор философии (PhD) по экономическим наукам,
доцент

Ведущая организация: **Каршинский государственный технический университет**

Защита диссертации состоится «__» _____ 2026 г. в ____ час. на заседании Научного совета DSc.03/10.12.2019.I.16.01 по присуждению ученых степеней при Ташкентском государственном экономическом университете. Адрес: 100066, г.Ташкент, ул.Ислама Каримова, 49. Тел: (99871) 239-28-72, факс: (99871) 239-43-51, e-mail: info@tsue.uz.

С диссертацией можно ознакомиться в Информационно-ресурсном центре Ташкентского государственного экономического университета (регистрационный номер №__). Адрес: 100066, г.Ташкент, ул.Ислама Каримова, 49. Тел: (99871) 239-28-72, факс: (99871) 239-43-51, e-mail: info@tsue.uz.

Автореферат диссертации разослан «__» _____ 2026 года.
(протокол реестра №__ от «__» _____ 2026 года).

С.У.Мехмонов

Председатель научного совета по присуждению ученых степеней,
д.э.н., профессор

У.В.Гафуров

Ученый секретарь научного совета по присуждению ученых степеней,
д.э.н., профессор

С.К.Худойкулов

Председатель научного семинара при научном совете по присуждению ученых степеней, д.э.н. профессор

ВВЕДЕНИЕ (аннотация докторской диссертации (PhD))

Актуальность и востребованность темы диссертации. В условиях мировой экономики эффективное формирование структуры капитала в акционерных обществах имеет решающее значение для обеспечения корпоративной финансовой устойчивости, оптимизации соотношения риск – доходность для инвесторов, а также повышения рыночной стоимости. Выбор оптимальной структуры капитала расширяет доступ акционерного общества к финансовым ресурсам, а поддержание оптимального соотношения заемного и собственного капитала повышает финансовый эффект за счет использования налоговых рычагов и ограничивает долговые риски. Согласно статистическим данным, акционерные общества, входящие в состав индекса MSCI World Index, формируют более 85 процентов мировой рыночной капитализации. Например, “В США и странах Европы крупнейшие акционерные общества мира демонстрируют среднегодовые темпы роста на уровне 7–10 процентов. В 2022 году совокупный доход 500 крупнейших корпораций мира составил 37 трлн долларов США, что на 65 процентов больше по сравнению с показателем десятилетней давности”¹. Такие элементы, как внедрение цифровых технологий и диверсификация структуры капитала, проявляются в качестве основной тенденции в совершенствовании практики формирования структуры капитала акционерных обществ.

В мире различные научные центры и исследовательские институты проводят масштабные исследования по вопросам формирования структуры капитала акционерных обществ. В частности, широко распространены исследования по влиянию финансовых показателей на формирование структуры капитала акционерных обществ, оптимизации дивидендной политики и управления финансовыми рисками. Направления научных исследований, проводимых в международных научных центрах по совершенствованию методологических основ финансов акционерных обществ, охватывают вопросы совершенствования финансирования инвестиционной деятельности, улучшения механизмов корпоративного управления, внедрения международных финансовых стандартов, автоматизации управления финансовыми ресурсами, а также совершенствования финансовой системы и нормативно-правовой базы. Кроме того, в странах Азии и Африки объектом исследований стали процессы трансформации акционерных обществ, усиление роли рынков капитала и повышение инвестиционной привлекательности. Тенденции научных работ направлены на изучение интеграции цифровых технологий, искусственного интеллекта и блокчейн-платформ в формирование структуры капитала акционерных обществ.

Совершенствование практики формирования структуры капитала акционерных обществ в Узбекистане является стратегическим сегментом национальной экономики и играет важную роль в обеспечении экономического развития страны. В рамках проводимых в нашей стране экономических реформ приоритетными направлениями являются совершенствование корпоративного управления в акционерных обществах, внедрение современных финансовых инструментов и повышение качества

¹ MSCI World Index // <https://www.msci.com/documents/10199/ce75600b-9451-4f93-be4f-573b702a4827>

финансовой отчетности в соответствии с международными стандартами. Однако в исследованиях наблюдаются научные пробелы в вопросах оценки финансовой эффективности, формировании национальных особенностей финансовой стратегии, совершенствовании дивидендной политики акционерных обществ. Кроме того, актуальной задачей является изучение системы управления финансовыми рисками и интеграция этих процессов в цифровизацию. Совершенствование практики формирования структуры капитала акционерных обществ в Узбекистане способствует не только развитию национальной экономики, но и повышению конкурентоспособности страны на международных финансовых рынках. Расширение научных исследований в этом направлении создает основу для гармонизации международного опыта и национальных особенностей.

Данное диссертационное исследование в определенной степени служит выполнению задач, определенных в указах Президента Республики Узбекистан УП-60 от 28 января 2022 года “О Стратегии развития Нового Узбекистана на 2022-2026 годы”, УП-6207 от 13 апреля 2021 года “О мерах по дальнейшему развитию рынка капитала”, УП-6096 от 27 октября 2020 года “О мерах по ускоренному реформированию предприятий с участием государства и приватизации государственных активов”, УП-4720 от 24 апреля 2015 года “О мерах по внедрению современных методов корпоративного управления в акционерных обществах”, постановлениях Кабинета Министров Республики Узбекистан №166 от 29 марта 2021 года “Об утверждении Стратегии управления и реформирования предприятий с участием государства в 2021-2025 годах”, №775 от 9 декабря 2020 года “О мерах по дальнейшему совершенствованию системы оценки эффективности деятельности исполнительных органов предприятий с государственным участием”, а также других нормативно-правовых актах, относящихся к данной сфере.

Соответствие исследования приоритетным направлениям развития науки и технологий республики. Диссертационное исследование выполнено в соответствии с приоритетным направлением развития науки и технологий республики I. «Духовно-нравственное и культурное развитие демократического и правового общества, формирования инновационной экономики».

Степень изученности проблемы. Концептуальные основы, экономическое содержание и основные принципы формирования структуры капитала акционерных обществ изучены рядом зарубежных ученых-экономистов. В частности, можно привести научные исследования Дж. Уильямса, Г. Марковица, У. Шарпа, Ф. Модильяни, М. Миллера, Э. Альтмана, Ф. Найта, Дж. К. Ван Хорна, Дж. М. Ваховича, С. Росса, Ю. Бриггема, А. Дамодарана, Л. Гапенски². Проведенные ими научные

² Williams, J. B. - The Theory of Investment Value. 1938, Markowitz, H. M. - “Portfolio Selection.” Journal of Finance, 1952; Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investments, 1959., Sharpe, W. F. - “Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk.” Journal of Finance, 1964; Portfolio Theory and Capital Markets, 1970., Modigliani, F.; Miller, M. H. - “The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment.” American Economic Review, 1958; “Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares.” Journal of Business, 1961., Altman, E. I. - “Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy.” Journal of Finance, 1968; Corporate Financial Distress and Bankruptcy, 1983., Knight, F. H. - Risk, Uncertainty and Profit, 1921., Van Horne, J. C. - Financial Management and Policy, 1967. Wachowicz, J. M. - (with Van Horne) Fundamentals of Financial Management, до 13-edition. Ross, S. A. - “The Arbitrage Theory of Capital Asset Pricing.”

исследования и разработанные ими модели способствовали формированию финансового менеджмента как самостоятельного научного направления, фундаментальной науки.

Учеными объяснены фундаментально-научные основы формирования структуры капитала акционерного общества, его функции и механизм организации, научная значимость эконометрических инструментов, используемых при принятии финансовых решений.

В научных работах ученых стран СНГ С.Б.Пряничникова, И.А.Бланка, И.Я.Лукаевича, И.В.Сергеева, Г.Б.Поляка, С.В.Галицкой, С.Э.Кована, В.В.Ковалева, В.В.Быковского, Н.В.Мартыновой, Т.В.Тепловой и других отражены экономико-теоретическое содержание формирования структуры капитала акционерных обществ, этапы развития, научно-методологические основы организации финансовой системы³. В научно-исследовательских работах ученых освещены такие вопросы, как теоретические основы финансового менеджмента с учетом уровня развития финансового рынка в странах СНГ и возможностей акционерных компаний привлекать финансовые ресурсы на международных рынках капитала, а также участие государства в развитии особенностей формирования структуры капитала в национальных акционерных компаниях.

Экономическая сущность формирования структуры капитала акционерных обществ и отдельные элементы механизма финансового управления в акционерных обществах изучены в научно-исследовательских работах отечественных ученых-экономистов С.Э.Элмирзаева, М.Б.Хамидулина, Н.Х. Жумаева, Р.Х. Карлибаевой, Ж.Ж. Курбанова, Х.Х.Худойкулова, Р.Р. Абдураупова, Н.А. Шеркузиевой, Н.Р. Турсуновой, А.А. Шомирова⁴.

Journal of Economic Theory, 1976; (with Brealey & Myers) Corporate Finance, Brigham, E. F. - Financial Management: Theory and Practice; (with Houston) Fundamentals of Financial Management., Damodaran, A. - Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset, 1996 (3rd ed. 2012); Corporate Finance: Theory and Practice, 4th ed. 2022., Gapenski, L. C. - Healthcare Finance: An Introduction to Accounting and Financial Management, 2001

³ Пряничников С. Б. - Финансовый анализ: теория и практика (М.: Финансы и статистика, 2014)., Бланк И. А. Основы инвестиционного менеджмента (Киев: Ника-Центр, 2001; 5-е изд. - 2011)., Лукаевич И. Я. - Финансовый анализ для руководителей и специалистов (М.: Альпина Паблишер, 2003; переизд.), Сергеев И. В. - Управление проектами (М.: Инфра-М, 2020, 10-е изд.), Поляк Г. Б. - Финансовый менеджмент: теория и практика (М.: Юрайт, 2023, 12-е изд.), Галицкая С. В. - Финансовый риск-менеджмент (СПб.: Питер, 2019)., Кован С. Э. - "Оценка стоимости компаний в условиях нестабильного рынка," Корпоративные финансы, № 4, 2021., Ковалев В. В. - Финансовый анализ: управление капиталом, выбор инвестиций, анализ отчетности (М.: Проспект, 2019, 10-е изд.), Биковский В. В. - Финансы предприятий (М.: КНОРУС, 2018, 4-е изд.), Мартинова Н. В. - "Методика комплексной оценки инвестиционной привлекательности предприятия," Финансовый менеджмент, № 2, 2020., Теплова Т. В. - Корпоративные финансы: оценка и управление (М.: Юрайт, 2022, 3-е изд.).

⁴ Элмирзаев С.Э. Корпоратив молияни бошқаришда солиқ муносабатларини такомиллаштириш. И.ф.д (DSc) диссертация автореферати. –Т.: БМА, 2017. 64 б., Хамидулин М.Б. Развитие финансового механизма корпоративного управления. Автореф. дис. на соискание уч. степ. д.э.н. –Т.: БМА, 2008. 37 с., Жумаев Н.Х. Ўзбекистонда валюта муносабатларини тартибга солиш методологиясини такомиллаштириш/ Монография – Тошкент. Фан ва технология. 2007., Карлыбава Р.Х. Финансы акционерных обществ в условиях рынка. Авторев. дис. на соискание уч. степ.к.э.н. –Т.: БМА, 2007. 23с.; Курбанов Ж.Ж. Давлат ва корпоратив тузилмалар ўртасидаги ўзаро молиявий муносабатларни самарали ташкил этиш истиқболлари. Иқтисодиёт фанлари бўйича фалсафа доктори (PhD) диссертацияси автореферати –Т.: БМА, 2019. 50 б., Худойкулов Х. Х. Аграр секторда инвестицияларни молиялаштиришнинг замонавий механизмлари (монография, Андижон, 2021)., Абдураупов Р.Р. Методологические аспекты управления экономическим потенциалом предприятий с иностранными инвестициями. Монография. - Т.: ИПАК «Sharq», 2016., Шерқўзиева Н. А. - Ижтимоий

С.Э.Элмирзаев в своих исследованиях подчеркивает необходимость стратегических подходов в корпоративных финансах, методов обеспечения финансовой устойчивости и анализа эффективности инвестиционной деятельности, совершенствования финансового управления в акционерных обществах, снижения рисков и обеспечения корпоративной прозрачности. Исследования М.Б.Хамидуллина направлены на решение вопросов финансового совершенствования системы корпоративного управления, эффективного управления финансовыми ресурсами акционерных обществ, развития инвестиционной политики и повышения эффективности финансовых механизмов в корпоративных структурах. Исследование Р.Карлибаевой направлено на развитие финансовых стратегий для акционерных обществ в Узбекистане, подчеркивая необходимость разработки более сильных финансовых систем для управления инвестициями и улучшения корпоративного управления. В исследовании приведены местные примеры и даны рекомендации по повышению прозрачности финансовой отчетности и защите прав акционеров.

Связь диссертационного исследования с планами научно-исследовательских работ высшего образовательного учреждения, где выполнена диссертация. Диссертационное исследование выполнено в соответствии с планом научно-исследовательских работ Термезского государственного университета в рамках научно-исследовательского проекта на тему “Научные основы координации финансовой, банковской и учетной систем в условиях модернизации экономики”.

Целью исследования является разработка научно-методических предложений и практических рекомендаций по совершенствованию практики формирования структуры капитала акционерного общества.

Задачи исследования:

организация системы формирования структуры капитала в акционерных обществах и исследование ее основных инструментов;

исследование научно-фундаментальных подходов к принятию финансовых решений и оценке финансовых стратегий в финансовой системе;

анализ текущего состояния участия акционерных обществ на рынке капитала и определение приоритетных направлений развития рыночной деятельности;

определение путей повышения эффективности путем анализа механизма оптимизации и управления структурой капитала акционерных обществ;

определение методологических аспектов оценки стоимости капитала и возможности внедрения мультипликаторных коэффициентов в национальную практику на основе международных стандартов;

раскрытие значения оценки финансовых рисков в процессе принятия финансовых решений путем изучения научно-фундаментальных основ;

анализ текущего состояния оценки финансовых рисков в акционерных обществах и определение возможностей использования международных моделей;

тадбиркорликни молиялаштириш, дарслик, Т.: “Иқтисодиёт”, 2022., Турсунова Н. Р. - “Кичик бизнестда қассабопликни таҳлил қилиш усуллари,” Иқтисодиёт ва Таълим журнали, № 2, 2020., Шомиров А. А. - Ўзбекистонда капитал бозорини ривожлантириш истикболлари, монография, Т.: UWED нашриёти, 2019.

разработка научных предложений и практических рекомендаций по совершенствованию практики формирования структуры капитала акционерного общества.

Объектом исследования является деятельность акционерных обществ, осуществляющих деятельность в национальной экономике, в частности, акционерного общества “Шаргунькумир”.

Предметом исследования являются экономико-финансовые отношения, возникающие в процессе совершенствования практики формирования структуры капитала акционерных обществ.

Методы исследования. В диссертации использованы методы экономико-статистического, экономико-математического моделирования, абстрактно-логического мышления, перспективного прогнозирования, корреляционно-регрессионного анализа, группировки статистических данных.

Научная новизна исследования заключается в следующем:

разработано предложение по сбалансированию структуры капитала и повышению финансовой эффективности путем установления оптимального соотношения между заемным капиталом и собственным капиталом акционерных обществ на уровне 30/70;

обосновано предложение по обеспечению финансовой устойчивости и рациональному использованию финансовых рычагов путем разделения значения коэффициента отношения долга к капиталу на уровни “низкий риск” (0-0,3), “средний риск” (0,31-0,7), “высокий риск” (0,71) при определении риска заемного капитала в зависимости от привлечения кредитных ресурсов банка при формировании структуры заемного капитала акционерных обществ;

разработано предложение по определению верхнего и нижнего пределов рыночной стоимости акций при их публичном размещении на местном и международном рынках капитала путем привлечения андеррайтеров, инвестиционных посредников и специализированных консультантов;

разработаны прогнозные показатели роста стоимости корпоративных ценных бумаг акционерных обществ в Узбекистане на период до 2030 года на основе регрессионной эконометрической модели с постоянными эффектами.

Практические результаты исследования состоят в следующем:

теоретически обоснованы пути эффективной организации формирования структуры капитала в акционерных обществах и разработаны критерии определения его социально-экономической эффективности;

разработана роль государства в формировании экономической среды, необходимой для формирования структуры капитала акционерных обществ, а также система организационно-экономических механизмов, способствующих ее реализации;

на основе глубокого анализа финансового состояния акционерных обществ выявлены риски, связанные с формированием структуры капитала, и определены комплексные меры по их снижению;

изучен передовой опыт формирования структуры капитала акционерных обществ в зарубежных странах, и разработаны практические рекомендации по его адаптации к национальной практике.

Достоверность результатов исследования. Достоверность результатов исследования обосновывается теоретическим и практическим изучением

передового зарубежного опыта формирования структуры капитала акционерных обществ, выявлением и систематизацией рисков, возникающих на микроэкономическом уровне при формировании капитала, а также предложением разработанных показателей в виде практических рекомендаций по предотвращению этих рисков и обеспечению конкурентоспособности обществ. В ходе исследования использовались официальные данные, опубликованные Национальным комитетом Республики Узбекистан по статистике; выявлены существующие резервы финансовой эффективности деятельности акционерных обществ и разработаны прогнозные показатели их развития на основе эконометрических моделей. Кроме того, полученные научно-теоретические и практические выводы были апробированы на практике и одобрены акционерными обществами крупных промышленных и сервисных отраслей, что служит дополнительным доказательством надежности результатов исследования

Научная и практическая значимость результатов исследования. Научная значимость результатов исследования определяется тем, что выдвинутые в нем теоретические выводы и предложения могут быть использованы при проведении специальных научных исследований, направленных на совершенствование основ формирования структуры капитала акционерных обществ в Узбекистане.

Практическая значимость результатов исследования определяется тем, что разработанные в нем научные предложения и практические рекомендации могут быть эффективно использованы при разработке комплекса мер по улучшению формирования структуры капитала акционерных обществ республики, а также при формировании программ финансовых реформ по выполнению задач, определенных в “Стратегии развития Нового Узбекистана” на 2022-2026 годы.

Внедрение результатов исследования. На основе полученных результатов по совершенствованию практики формирования структуры капитала акционерного общества:

предложение по сбалансированию структуры капитала и повышению финансовой эффективности путем установления оптимального соотношения между заемным капиталом и собственным капиталом акционерных обществ на уровне 30/70 внедрено в практику акционерным обществом “Шаргунькумир” (справка акционерного общества “Шаргунькумир” №01-435 от 24 июня 2025 года). Внедрение данной рекомендации на практике позволило акционерным обществам привлекать финансовые ресурсы, повышать эффективность капитала, а также поддерживать показатели рентабельности активов и коэффициенты эффективности капитала на нормативном уровне;

предложение по обеспечению финансовой устойчивости и рациональному использованию финансовых рычагов путем разделения значения коэффициента отношения долга к капиталу на уровни “низкий риск” (0-0,3), “средний риск” (0,31-0,7), “высокий риск” (0,71) при определении риска заемного капитала в зависимости от привлечения кредитных ресурсов банка при формировании структуры заемного капитала акционерных обществ внедрено в практику акционерным обществом “Шаргунькумир” (справка акционерного общества “Шаргунькумир” №01-435 от 24 июня 2025 года). В

результате внедрения данного предложения в структуре капитала акционерных обществ ресурсы, привлеченные за счет банковских кредитов, были направлены только на проекты, приносящие высокую прибыль, что привело к снижению процентных расходов и увеличению доходов акционеров за счет рационального использования финансового рычага;

предложение по определению верхнего и нижнего пределов рыночной стоимости акций при их публичном размещении на местном и международном рынках капитала путем привлечения андеррайтеров, инвестиционных посредников и специализированных консультантов внедрено в практику акционерным обществом “Шаргунькумир” (справка акционерного общества “Шаргунькумир” №01-435 от 24 июня 2025 года). В результате внедрения данного предложения на практике увеличился объем торговли облигациями на фондовом рынке и повысилась активность акционерных обществ на фондовом рынке посредством долговых инструментов;

предложение о разработанных прогнозных показателях роста стоимости корпоративных ценных бумаг акционерных обществ в Узбекистане на период до 2030 года на основе регрессионной эконометрической модели с постоянными эффектами внедрено в практику акционерным обществом “Шаргунькумир” (справка акционерного общества “Шаргунькумир” №01-435 от 24 июня 2025 года). В результате внедрения данного предложения стало возможным оценить рентабельность капитала акционерного общества и рентабельность активов, а также динамику роста чистой прибыли общества.

Апробация результатов исследования. Основные результаты диссертации прошли апробацию на 2 международных и 2 республиканских научно-практических конференциях.

Опубликованность результатов исследования. По теме диссертации было опубликовано 8 научных работ, из них 4 статьи в научных изданиях, рекомендованных Высшей аттестационной комиссией Республики Узбекистан для публикации основных результатов докторских диссертаций, в том числе: 3 в республиканских и 1 в зарубежном журналах.

Структура и объем диссертации. Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения, списка использованной литературы и приложений. Объем диссертации составляет 121 страницу.

ОСНОВНОЕ СОДЕРЖАНИЕ ДИССЕРТАЦИИ

Во **введении** обоснованы актуальность и востребованность темы исследования, сформулированы цель и задачи, объект и предмет исследования, показано соответствие приоритетным направлениям развития науки и технологий республики, а также изложена научная новизна и практические результаты исследования, раскрыто научное и практическое значение полученных результатов, приведены сведения о внедрении в практику результатов исследования, опубликованные работы и сведения о структуре диссертации.

В первой главе диссертации **“Теоретические основы формирования структуры капитала акционерных обществ”** освещены теоретические основы формирования структуры капитала в акционерных обществах,

классификация и источники формирования структуры капитала акционерных обществ, а также основы принципов формирования структуры капитала акционерных обществ.

В современной экономике акционерные общества играют важную роль как один из основных инструментов централизации и эффективного распределения капитала. Основной целью АО является развитие экономической деятельности путем привлечения капитала (инвестиций). Как отмечал Адам Смит в своем произведении «Богатство народов», объединение капитала необходимо для эффективного распределения экономических ресурсов и открытия новых возможностей. Эта мысль актуальна и сегодня, играя важную роль в объяснении значения и роли акционерных обществ в экономике⁵.

<p>Финансовый подход</p>	<p>Этот подход определяет структуру капитала как соотношение долга и капитала. Он ориентирован на финансовые инструменты, используемые компанией для финансирования своей деятельности.</p>
<p>Экономический подход</p>	<p>Этот подход рассматривает структуру капитала как оптимальное соотношение между долгом и капиталом с учетом стоимости капитала, риска и налогообложения. Он в большей степени ориентирован на экономические аспекты и цели компании.</p>
<p>Правовой подход</p>	<p>Данный подход уделяет внимание правовым аспектам структуры капитала, таким как права акционеров, обязательства перед кредиторами и другие юридические вопросы.</p>

Рис.1. Подходы к формированию структуры капитала акционерных обществ⁶

Экономическая сущность акционерного общества проявляется через его основные характеристики. Во-первых, АО создает возможность реализации крупных проектов за счет объединения имущества. Как отмечает О.А.Жуков: “АО обеспечивают экономические масштабы и создают основу для реализации крупных проектов”⁷. Во-вторых, ограниченная ответственность акционеров защищает их личное имущество, что делает инвестирование безопасным.

Известно, что основной характеристикой акционерного общества является обеспечение концентрации капитала. Благодаря этой особенности объединяются средства нескольких лиц и организаций. В результате появляется возможность финансирования крупных инвестиционных проектов. Например, акционерное общество может выпускать дополнительные акции для привлечения необходимых средств с целью расширения производственных мощностей или осуществления технологических обновлений. При этом средства участников объединяются, формируя значительный объем капитала.

⁵ Smith A. The Wealth of Nations (An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations), first published: 1776, London.

⁶ Авторская разработка

⁷ Жуков О.А. Экономические основы акционерных обществ. М.: Экономика. 2005

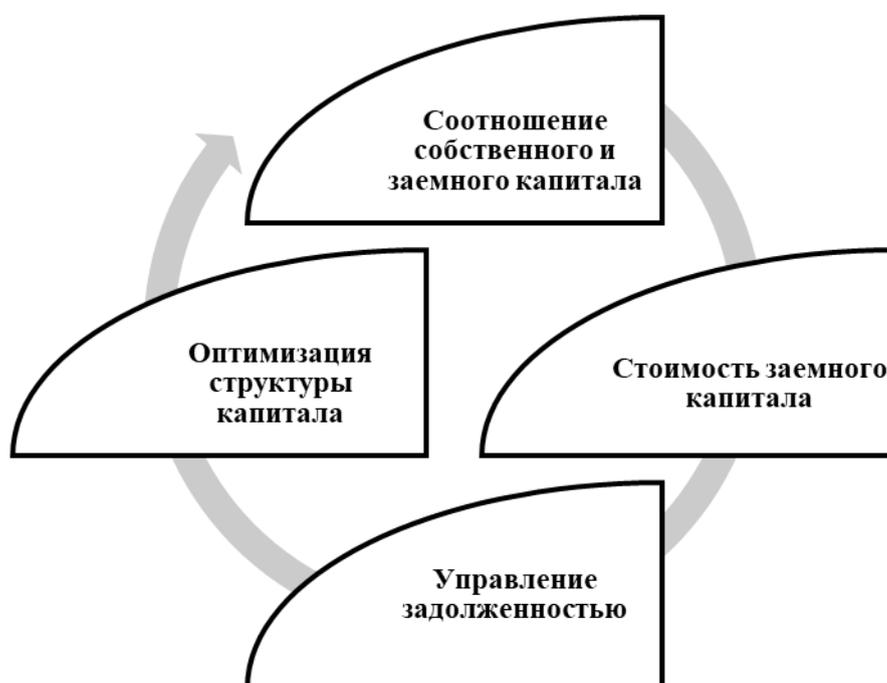


Рис.2. Важные аспекты структуры капитала для акционерных обществ ⁸

В свою очередь, капитал – это экономический ресурс, представляющий собой совокупность собственных и привлеченных средств акционерных обществ, участвующих в осуществлении и развитии финансово-экономической деятельности. Кроме того, капитал - самовозрастающая стоимость, которая используется для получения прибыли посредством производственной и экономической деятельности, основанной на добровольном обмене. Это совокупность благ в виде материальных, интеллектуальных и финансовых средств, являющихся ресурсами для производства ещё большего количества благ. Виды капитала многообразны. Он обладает динамической природой и способностью преобразовываться, перетекать из одной формы в другую⁹. Таким образом, важнейшей задачей для акционерных обществ является рациональное использование собственных и заемных средств, формирующих структуру капитала. Необходимо детально изучать долгосрочные источники финансирования, которые играют важную роль в формировании капитала, принятии инвестиционных решений и определении рыночной стоимости акционерных обществ. Собственный капитал – это совокупность средств, принадлежащих предприятию, которые в основном участвуют в производственном процессе и приносят акционерному обществу прибыль в любой форме. К собственному капиталу относятся уставный капитал, добавочный капитал, резервный капитал и нераспределенная прибыль.

В заключение следует отметить, что акционерные общества играют важную роль в современной экономике. Они являются одним из основных драйверов экономического развития за счет концентрации капитала, поддержки инноваций и привлечения инвестиций. В условиях Узбекистана

⁸ Мнение автора

⁹ <https://economy-ru.info/info/4199/>

совершенствование правовых основ акционерных обществ и адаптация корпоративного управления к международным стандартам способствуют устойчивому развитию национальной экономики.

Во второй главе диссертации “Анализ практики формирования структуры капитала акционерных обществ” представлен анализ текущего состояния капитала акционерных обществ, анализ состояния заемного капитала акционерных обществ и эконометрический анализ факторов, влияющих на капитал акционерных обществ.

Еще одним важным аспектом изучения текущего состояния капитала акционерных обществ является выявление факторов, влияющих на рыночную стоимость предприятий, и оценка их инвестиционной привлекательности. Это обусловлено тем, что наличие достаточного объема капитала напрямую влияет на стабильность цены акций, последовательность дивидендной политики и доверие инвесторов. Акционерные общества с сильным капиталом в меньшей степени подвержены экономическим колебаниям, обладают высокой способностью к погашению задолженности и имеют возможность свободно реализовывать свои бизнес-стратегии.

Поэтому анализ состояния капитала акционерных обществ является важной задачей для переоценки финансовых результатов за прошедший период, определения перспектив будущего развития и разработки практических рекомендаций для управления предприятием. В то же время изучение существующей структуры капитала позволяет реально оценить уровень финансовой независимости, достаточность капитала, инвестиционные возможности, степень зависимости от заемных средств и механизмы перераспределения прибыли. Это, в свою очередь, создает основу для принятия обоснованных решений органами управления, инвесторами и другими заинтересованными сторонами.

Таблица 1

Анализ состояния акций акционерных обществ на рынке капитала ¹⁰

Показатели	Ед.изм.	2020 год	2021 год	2022 год	2023 год	2024 год
Объем торгов	млрд сум	0.51	1.15	4.71	2.62	19.18
Среднесуточный объем торгов	млрд сум	0.002	0.005	0.019	0.011	0.077
Средний объем одной сделки	млрд сум	14.2	16.1	58.4	6.4	43.2
Количество сделок	шт	35 983	71 187	80 652	411 393	443 849
Среднесуточное количество сделок	шт	141	285	327	1 659	1 790

Согласно данным таблицы, в 2020–2024 годах объем и активность торгов акциями акционерных обществ заметно увеличились. Так, если в 2020 году объем торгов составил 0,51 млрд сум, то к 2024 году он достиг 19,18 млрд сум. Среднесуточный объем торгов также последовательно рос за этот период

¹⁰ Подготовлено на основе данных РФБ “Ташкент”

- с 0,002 млрд сум до 0,077 млрд сум, что свидетельствует о повышении ликвидности на рынке и росте числа участников. Вместе с тем, средний объем одной сделки изменялся нестабильно. В частности, в 2023 году наблюдалось снижение, что объясняется увеличением доли операций со множеством мелких инвесторов вместо крупных сделок. В целом данные таблицы показывают, что на рынке капитала Узбекистана активность институциональных и розничных инвесторов растет, развивается рыночная инфраструктура, и рынок акций переходит на стадию устойчивого роста.

Таблица 2

Анализ активов и обязательств акционерных обществ, млрд.сум¹¹

Акционерное общество “Узбекуголь”					
Показатель	2020 год	2021 год	2022 год	2023 год	2024 год
Долгосрочные активы	2016	1858	1693	1533	2147
Текущие активы	534	537	684	769	985
Всего активов	2550	2395	2377	2303	3132
Долгосрочные обязательства	1457	1248	1164	910	1522
Текущие обязательства	296	335	356	480	666
Всего обязательств	1753	1583	1521	1390	2188
Акционерное общество “Шаргунькумир”					
Долгосрочные активы	587	708	2 395	1 115	1 701
Текущие активы	159	159	537	66	170
Всего активов	746	867	2 377	1 754	1 870
Долгосрочные обязательства	604	596	1 248	908	1 431
Текущие обязательства	92	99	36	480	265
Всего обязательств	697	695	1 521	1 390	1 696

Данные таблицы показывают, что общие активы АО “Узбекуголь” снизились с 2 550 млрд сум в 2020 году до 2 303 млрд сум в 2023 году, но в 2024 году достигли 3 132 млрд сум. Этот рост в основном объясняется увеличением текущих активов с 534 млрд сум до 985 млрд сум. Общие обязательства также выросли с 1 390 млрд сум до 2 188 млрд сум в 2024 году, что связано с расширением деятельности за счет заемных средств. Общие активы АО “Шаргунькумир” в 2020 году составляли 746 млрд сум, в 2022 году резко выросли до 2 377 млрд сум, а в 2024 году составили 1 870 млрд сум. Рост в 2022 году объясняется увеличением долгосрочных активов с 587 млрд сум до 2 395 млрд сум. Тот факт, что общие обязательства в этом году достигли 1 521 млрд сум, свидетельствует о привлечении крупных инвестиций и займов.

¹¹ Подготовлено автором на основе данных акционерных обществ “Узбекуголь” и “Шаргунькумир”

В целом, данные показывают, что рост активов и обязательств в обоих обществах увеличивается вместе, в частности, развитие осуществляется в основном за счет заемных и инвестиционных ресурсов.

Таблица 3

Анализ показателей эффективности собственного капитала акционерных обществ¹²

Акционерное общество “Узбекуголь”					
Название показателя	2020 год	2021 год	2022 год	2023 год	2024 год
Коэффициент финансовой независимости	31.25%	33.9%	36.0%	39.6%	30.1%
Доля собственного капитала в пассивах	31.25%	33.9%	36.0%	39.6%	30.1%
Доля резервного капитала	103%	100.6%	94.6%	88.0%	85.2%
Доля нераспределенной прибыли	-27%	-23.9%	-16.3%	-8.2%	-4.9%
Балансовая стоимость одной акции	5.33 so‘m	5.43 so‘m	5.73 so‘m	6.11 so‘m	6.32 so‘m
Коэффициент капитализации	31%	33.9%	36.0%	39.6%	30.1%
Акционерное общество “Шаргунькумир”					
Коэффициент финансовой независимости	6.56%	7.31%	7.39%	5.61%	11.95%
Доля собственного капитала в пассивах	6.56%	7.31%	7.39%	5.61%	11.95%
Доля резервного капитала	17.4%	13.2%	10.8%	9.1%	4.14%
Доля нераспределенной прибыли	16.9%	18.8%	17.5%	13.5%	8.55%
Балансовая стоимость одной акции	4.89 so‘m	6.79 so‘m	8.25 so‘m	9.83 so‘m	22.37 so‘m
Коэффициент капитализации	6.56%	7.31%	7.39%	5.61%	11.95%

Данные таблицы показывают, что если в 2020 году коэффициент финансовой независимости АО “Узбекуголь” составлял 31,25%, то к 2023 году он увеличился до 39,6%, но в 2024 году снизился до 30,1%. Это объясняется увеличением доли обязательств в 2024 году. Доля резервного капитала снизилась с 103% до 85,2%, что является результатом покрытия убытков и перераспределения прибыли. Доля нераспределенной прибыли улучшилась с -27% до -4,9%, что свидетельствует о восстановлении финансовой

¹² Подготовлено автором на основе данных акционерных обществ “Узбекуголь” и “Шаргунькумир”

стабильности. Увеличение балансовой стоимости одной акции с 5,33 сум до 6,32 сум отражает тенденцию роста стоимости акций.

В АО “Шаргунькумир” финансовая самостоятельность сохранялась на низком уровне и составила 6,56% в 2020 году и 11,95 % в 2024 году. Это свидетельствует о высокой зависимости предприятия от заемных средств и о том, что деятельность акционерного общества в значительной степени опирается на заемный капитал. Доля резервного капитала резко сократилась с 17,4 % до 4,14 %. Вместе с тем рост балансовой стоимости одной акции с 4,89 до 22,37 сум объясняется переоценкой активов и увеличением объема капитала.

В целом, данные таблицы показывают, что устойчивость собственного капитала в АО “Узбекуголь” относительно высока, а в АО “Шаргунькумир” эффективность капитала находится в стадии роста, но финансовая независимость все еще находится на низком уровне.

Таблица 4

Анализ заемного капитала акционерных обществ ¹³

Акционерное общество “Узбекуголь”					
Название показателя	2020 год	2021 год	2022 год	2023 год	2024 год
Совокупный заемный капитал	1652	1583	1520	1390	2187
Долгосрочные банковские кредиты	1456	1241	1151	899	788
Краткосрочные банковские кредиты	0	25	7	5	0
Акционерное общество “Шаргунькумир”					
Совокупный заемный капитал	490	861	861	1653	1646
Долгосрочные банковские кредиты	426	788	788	980	993
Краткосрочные банковские кредиты	0	0	46	0	0

Данные таблицы показывают, что в АО “Узбекуголь” совокупный капитал сократился с 1 652 млрд сум в 2020 году до 1 390 млрд сум в 2023 году, однако в 2024 году увеличился до 2 187 млрд сум. Данное сокращение в основном связано с уменьшением объема долгосрочных банковских кредитов с 1 456 млрд до 899 млрд сум. В 2024 году повторный рост объема задолженности свидетельствует о привлечении новых заемных средств для финансирования инвестиционных проектов. Доля краткосрочных кредитов

¹³ Подготовлено автором на основе данных акционерных обществ “Узбекуголь” и “Шаргунькумир”

остается очень низкой, что указывает на устойчивую структуру долгового портфеля.

В АО “Шаргунькумир” совокупный заемный капитал увеличился почти в 3,4 раза - с 490 млрд сум в 2020 году до 1 646 млрд сум в 2024 году. Данный рост в основном обеспечен за счет увеличения долгосрочных банковских кредитов с 426 млрд до 993 млрд сум. Привлечение в 2022 году краткосрочного кредита в размере 46 млрд сум свидетельствует о росте потребности предприятия в оборотных средствах.

В целом, по результатам анализа, в АО “Узбекуголь” долговая политика является относительно сбалансированной, тогда как в АО “Шаргунькумир” развитие в основном осуществляется за счет заемного капитала, и наблюдается более высокий уровень финансовых рисков.

Таблица 5

Анализ коэффициентов оценки эффективности заемного капитала акционерных обществ ¹⁴

Акционерное общество “Узбекуголь”					
Название показателя	2020 год	2021 год	2022 год	2023 год	2024 год
Коэффициент задолженности (D)	0.66	0.66	0.64	0.60	0.70
Соотношение заёмного капитала к собственному (D/E)	1.96	1.95	1.78	1.52	2.32
Коэффициент покрытия процентов (ICR)	3.65	3.57	3.11	8.70	3.33
Коэффициент финансового левериджа (L)	2.96	2.95	2.77	2.52	3.32
Акционерное общество “Шаргунькумир”					
Коэффициент задолженности (D)	0.93	0.93	0.93	0.94	0.88
Соотношение заёмного капитала к собственному (D/E)	14.25	12.68	12.68	16.83	7.36
Коэффициент покрытия процентов (ICR)	4.6	11.45	11.45	59.87	280.7
Коэффициент финансового левериджа (L)	15.25	13.68	13.67	17.82	8.36

Данные таблицы показывают, что в АО “Узбекуголь” коэффициент задолженности в 2020–2023 годах снизился с 0,66 до 0,60, однако в 2024 году увеличился до 0,70. Это свидетельствует о повторном увеличении доли заемного капитала в 2024 году. Коэффициент соотношения заемного и собственного капитала в 2023 году снизился до 1,52, но в 2024 году вырос до 2,32, что объясняется усилением финансирования инвестиционной

¹⁴ Подготовлено автором на основе данных акционерных обществ “Узбекуголь” и “Шаргунькумир”

деятельности за счет заемных средств. Коэффициент покрытия процентов достиг 8,70 в 2023 году, однако в 2024 году снизился до 3,33, что указывает на рост процентных расходов. Увеличение финансового левериджа с 2,52 до 3,32 означает рост уровня финансового риска.

В АО «Шаргунькумир» коэффициент задолженности является очень высоким и в 2020–2023 годах сохранялся в пределах около 0,93–0,94, а в 2024 году составил 0,88. Соотношение заемного и собственного капитала находилось на чрезвычайно высоких значениях - от 14,25 до 16,83, что свидетельствует о сильной зависимости предприятия от заемных средств. Вместе с тем резкий рост коэффициента покрытия процентов с 4,6 до 280,7 означает существенное увеличение прибыльности предприятия. Снижение финансового левериджа до 8,36 в 2024 году указывает на относительную стабилизацию долговой нагрузки.

По результатам анализа, в АО «Узбекуголь» эффективность использования заемных средств является относительно сбалансированной, тогда как в АО «Шаргунькумир», несмотря на сохранение высокой долговой нагрузки, способность покрывать процентные платежи существенно улучшилась.

В диссертации проведён научный анализ основных факторов, влияющих на цены акций акционерных обществ, зарегистрированных на Республиканской фондовой бирже (РФБ) «Ташкент», а также степени взаимосвязи между ними. С этой целью в научной работе была сформирована панельная база данных за период 2019–2024 годов. Под панельными данными понимается база, объединяющая информацию по различным отраслям и за несколько лет одновременно. Такой подход позволил анализировать данные одновременно как в пространственном разрезе (по отраслям), так и во временном разрезе (по годам).

Переменные «рыночная цена акции» (\ln_sp), «индекс фондового рынка» (\ln_mi) и «номинальная стоимость акций отраслей» (\ln_bv) оказались стационарными на уровне $I(0)$. Это означает их устойчивость во времени. В то же время было выявлено, что показатели соотношения рыночной и номинальной стоимости акций (\ln_bmr , \ln_pmr) не являются стационарными, и для их обработки применялся метод первичной разности ($I(1)$). После применения первичной разности эти переменные также были приведены к стационарному состоянию.

На основе панельных данных были построены три стационарные регрессионные модели. В каждой модели оставлены только статистически значимые и экономически обоснованные переменные. С помощью этих моделей были выявлены основные факторы, влияющие на рыночную цену акций, и научно обоснованным образом рассчитана степень их влияния.

Кроме того, результаты моделей позволили определить, какие факторы оказывают положительное влияние на цену акций, а какие - отрицательное. В приведенной ниже таблице подробно представлены рассчитанные показатели по этим регрессионным моделям, которые служат основой для дальнейших этапов экономического анализа.

Таблица 6

**Результаты показателей регрессионных моделей
(на основе данных за 2019–2024 годы)¹⁵**

Зависимая переменная (ln_sp)	(1)	(2)	(3)
	Совокупная модель	Модель постоянных эффектов	Модель случайных эффектов
ln_pmr	0,1895*** (0,0119)	0,1679*** (0,0122)	0,1857*** (0,011)
ln_bv	0,9535*** (0,0196)	0,9483*** (0,0252)	0,9468*** (0,0197)
S(constant)	0,3655** (0,1676)	0,4471** (0,2157)	0,4277** (0,1702)
Количество наблюдений	72	72	72
R-kvadrat	0,9757	0,9853	0,9737

Показатели в скобках стандартная ошибка в Р-значении, ***P<0,01, **P<0,05, *P<0,1

Данные по различным отраслям на Республиканской фондовой бирже «Ташкент» охватывают период 2019–2024 годов. На их основе изучалось влияние макро- и микроуровневых факторов на цены акций. Результаты анализа показали, что наиболее сильное влияние на цену акции оказывают её номинальная стоимость (ln_bv) и соотношение рыночной и номинальной стоимости акции (ln_pmr). Если номинальная стоимость акций в отрасли увеличивается на 1 %, средняя рыночная цена акций этой отрасли возрастает на 0,9468 %. Это означает, что компании с высокой внутренней (балансовой) стоимостью акций получают высокую оценку на рынке. Если соотношение рыночной и номинальной стоимости акции увеличивается на 1 %, рыночная цена акций в отрасли возрастает на 0,1857 %. Это свидетельствует о том, что инвесторы на рынке высоко оценивают реальную привлекательность акции.

Таким образом, результаты этой модели служат важной научной основой для определения факторов, влияющих на рыночную цену акций, и для объяснения их экономического содержания. При этом анализ показывает, что на формирование цен акций в различных отраслях, представленных на Республиканской фондовой бирже «Ташкент», основное влияние оказывают финансовая устойчивость компаний, внутренняя стоимость акций и уровень доверия на рынке.

Таким образом, использование модели со случайными эффектами при оценке цен акций акционерных обществ и различных отраслей на Республиканской фондовой бирже «Ташкент» является научно обоснованным и с практической точки зрения наиболее корректным и эффективным подходом. Эта модель позволяет глубоко анализировать динамику акций на фондовом рынке, прогнозировать их изменения и принимать обоснованные решения для инвесторов.

¹⁵ Таблица подготовлена автором на основе годовых отчетов РФБ «Ташкент» с использованием программы Eviews-12.0.

Прогноз роста стоимости корпоративных ценных бумаг акционерных обществ

Год	Оптимистический сценарий	Пессимистический сценарий
2026	10%	3%
2027	21%	6%
2028	33%	9%
2029	46%	2%
2030	62%	7%

Согласно данным таблицы, в период 2026–2030 годов прогнозируется рост цен на акции, однако темпы этого роста различаются в зависимости от сценария. По оптимистическому сценарию, к 2030 году стоимость акций увеличится почти в 1,6 раза по сравнению с 2025 годом. Это объясняется сильным и положительным влиянием балансовой и номинальной стоимости акций на их рыночную цену, выявленным в результатах регрессии. В частности, повышение финансовой устойчивости акционерных обществ, рост стоимости активов и укрепление доверия инвесторов ведут к стремительному увеличению рыночной стоимости акций.

По пессимистическому сценарию рост цен на акции к 2030 году составит примерно 15–17 % в год. Это связано с макроэкономической неопределенностью, увеличением долговой нагрузки, снижением ликвидности рынка и ослаблением активности инвесторов. Кроме того, медленный рост балансовой стоимости и стагнация соотношения рыночной и номинальной стоимости акций приводят к низким темпам увеличения их рыночной цены.

В целом, прогнозы, приведенные в таблице, показывают, что долгосрочная рыночная стоимость акций в основном зависит от финансовой устойчивости компаний, их внутренней стоимости и доверия инвесторов. Именно эти факторы определяют различия в темпах роста цен акций.

В третьей главе диссертации **“Совершенствование практики формирования структуры капитала акционерных обществ”** изложены проблемы формирования структуры капитала в акционерных обществах и их решения, а также совершенствование формирования структуры капитала акционерных обществ в нашей стране.

Опыт развитых стран играет важную роль в обеспечении финансовой устойчивости и надежности акционерных обществ в Узбекистане, а также способствует укреплению их позиции в процессе глобальной экономической интеграции. Совершенствование законодательства и системы регулирования, защита прав инвесторов и обеспечение прозрачности дают возможность узбекским акционерным обществам повысить конкурентоспособность на международном уровне. Кроме того, усиление системы аудита и контроля, развитие экономической интеграции и диверсификации позволяют обеспечить финансовую устойчивость и надежность акционерных обществ, что, в свою очередь, способствует укреплению роли Узбекистана в глобальной экономической интеграции.

Акционерные общества в Узбекистане, изучая зарубежный опыт, получают возможность сделать свою деятельность более эффективной и устойчивой. Это, в свою очередь, способствует экономическому развитию страны и укреплению её позиций на международной арене.

Как известно, в условиях трансформации экономики требуется формирование структуры капитала не только акционерных обществ, но и любого хозяйствующего субъекта. Основная цель этого процесса заключается в обеспечении их производственного процесса необходимыми финансовыми средствами и получении предусмотренной экономической прибыли.

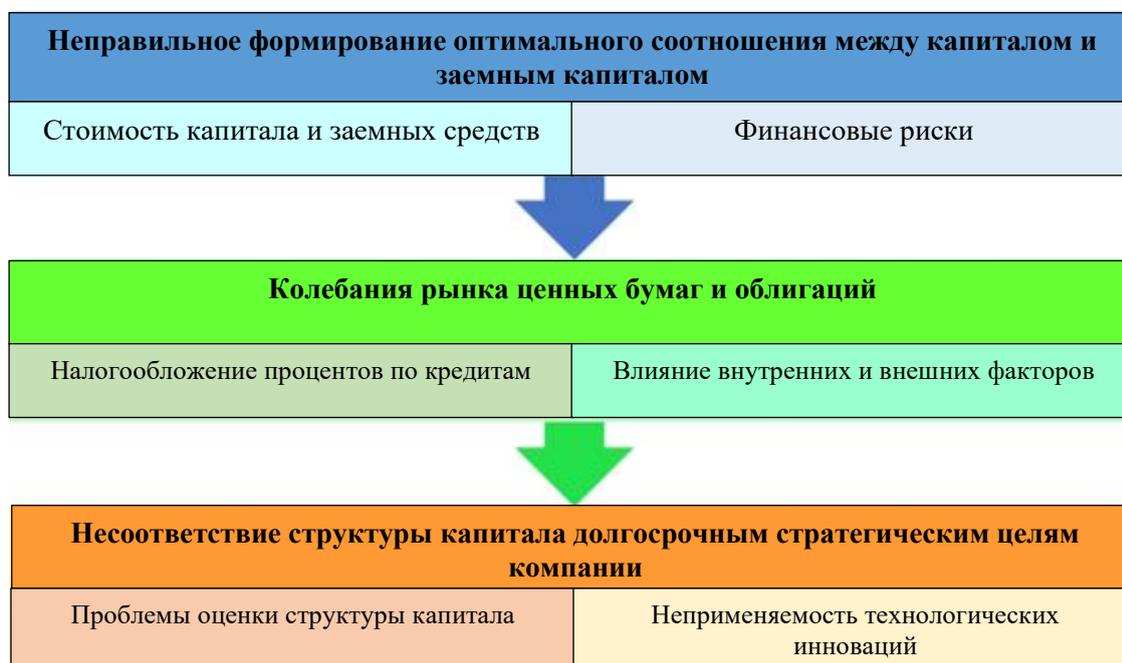


Рис.3. Проблемы формирования структуры капитала в акционерных обществах¹⁶

Также одним из важных вопросов при трансформации экономики является то, что не в полной мере используются возможности массового осуществления движения капиталов через фондовый рынок, акционерные общества по-прежнему отдают предпочтение банковским кредитам при привлечении заемных финансовых средств, акционерные общества с государственной долей в основном увеличивают свой уставный капитал за счет закрытой эмиссии и удовлетворяют свои потребности в финансовых средствах.

В оперативном финансовом управлении акционерных обществ существует проблема восприятия оптимального показателя формирования капитала. Важно не рассматривать соотношение заемного и собственного капитала как универсальную парадигму, однако необходимо стремиться к тому, чтобы показатели общества были сопоставимы как можно дольше, например, в течение одного года. И, конечно, следует понимать, что достигнутая акционерными обществами эффективность рационального формирования капитала не является стабильным показателем, поскольку сам процесс финансирования представляет собой динамическую цепочку исследований. И эти исследования тесно связаны с условиями финансирования заемных средств, которые меняются со временем, поэтому предпочтения акционерных обществ в выборе определенных активов также изменяются.

Еще одна проблема формирования структуры капитала – это структурный характер окончательного управленческого решения в отрасли.

¹⁶ Авторская разработка

При формировании рациональной структуры капитала выбор управления акционерными обществами, безусловно, требует использования количественных оценок, основанных на действенной эмпирической и статистической базе данных.



Рис.4. Система совершенствования формирования структуры капитала акционерных обществ ¹⁷

¹⁷ Авторская разработка

Совершенствование формирования структуры капитала акционерных обществ является важной задачей для повышения их финансовой устойчивости и конкурентоспособности. Финансовые решения в структуре капитала представляют собой выбор между риском и доходностью: увеличение заемного капитала повышает риск, но высокое значение заемного капитала обеспечивает большую рентабельность капитала. Поэтому общество, использующее только собственный капитал, обладает максимальной финансовой устойчивостью (коэффициент финансовой независимости равен 1,0). Тем не менее, если коэффициент финансовой независимости превышает 0,5, организация считается финансово устойчивой.

Таким образом, общество, используя заемный капитал, не теряет финансовой устойчивости, однако значительно ограничивает свои темпы развития, отказывается от его привлечения и лишается дополнительного источника финансирования для роста активов (имущества).



Рис.5. Рекомендации по совершенствованию формирования структуры капитала акционерных обществ ¹⁸

Основываясь на вышеизложенных соображениях, можно прийти к выводу, что единого подхода к оптимальной структуре капитала не существует. Каждое акционерное общество должно самостоятельно определять приоритет того или иного критерия совершенствования, учитывая влияние факторов внешней среды и опираясь на выбранную стратегию развития. Для формирования и анализа структуры капитала акционерных обществ в основном используются горизонтальный анализ, вертикальный анализ, трендовый анализ, метод финансовых коэффициентов, сравнительный анализ и факторный анализ.

¹⁸ Авторская разработка

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В рамках данной диссертации были комплексно исследованы теоретические, методические и практические аспекты формирования структуры капитала в акционерных обществах, и на основе полученных научных результатов были сделаны следующие общие выводы.

Во-первых, установлено, что оптимальное формирование структуры капитала в акционерных обществах имеет решающее значение для повышения финансовой устойчивости, инвестиционной привлекательности и рыночной стоимости предприятия. Формирование источников капитала в рациональном соотношении расширяет возможности эффективного использования финансовых ресурсов и создает прочную финансовую основу для долгосрочного развития.

Во-вторых, результаты исследования показали важность балансирования соотношения заемного и собственного капитала. В частности, научно обосновано, что структура капитала, сформированная в соотношении 30/70, обеспечивает повышение финансовой эффективности, ограничение рисков, связанных с долговой нагрузкой, и рациональное использование финансового рычага.

В-третьих, было установлено, что увеличение уровня использования заемного капитала приводит к усилению финансовых рисков. На основе показателей соотношения долга к капиталу предложен механизм классификации рисков на «низкий», «средний» и «высокий» уровни. Такой подход имеет практическое значение для обеспечения финансовой устойчивости акционерных обществ.

В-четвертых, обосновано, что финансовая независимость акционерных обществ напрямую связана с долей собственного капитала в пассивах. Установлено, что снижение доли собственного капитала приводит к высокой зависимости предприятия от внешних источников финансирования и увеличению финансовых рисков.

В-пятых, с помощью эконометрических моделей доказано, что балансовая (внутренняя) стоимость акций и отношение рыночной стоимости к номинальной стоимости являются важными факторами, формирующими цену акций на фондовом рынке. Эта ситуация показывает, что финансовая устойчивость и внутренняя стоимость предприятия играют ведущую роль в решениях инвесторов.

В-шестых, было установлено, что привлечение андеррайтеров, инвестиционных посредников и профессиональных консультантов при публичном размещении акций на внутреннем и международном рынках капитала способствует повышению прозрачности определения рыночной стоимости акций и укреплению доверия инвесторов; на этой основе были разработаны практические рекомендации.

В-седьмых, в результате анализа выявлено, что чрезмерная зависимость акционерных обществ от банковских кредитов приводит к снижению финансовой самостоятельности. В связи с этим обоснована

необходимость диверсификации источников капитала и более широкого использования инструментов фондового рынка.

В-восьмых, сделан вывод о том, что внедрение цифровых технологий, современных финансовых инструментов и автоматизированных методов анализа в процессы формирования и управления структурой капитала позволяет существенно повысить эффективность принятия финансовых решений.

В-девятых, на основе прогнозных моделей подтверждено, что долгосрочная рыночная стоимость и рентабельность капитала акционерных обществ напрямую зависят от их финансовой устойчивости, роста стоимости активов и доверия инвесторов.

В-десятых, результаты исследования показали отсутствие единой универсальной модели формирования структуры капитала. Каждое акционерное общество должно формировать структуру капитала самостоятельно, с учетом своей стратегии развития, отраслевых особенностей и макроэкономических условий.

В целом, научные выводы и практические рекомендации, разработанные в рамках диссертации, способствуют совершенствованию практики формирования структуры капитала акционерных обществ в условиях Узбекистана, а также повышению их финансовой устойчивости и конкурентоспособности.

**TASHKENT STATE UNIVERSITY OF ECONOMICS SCIENTIFIC
COUNCIL AUTHORIZED TO AWARD ACADEMIC DEGREES
SCIENTIFIC COUNCIL DSc.03/10.12.2019.I.16.01**

TERMEZ STATE UNIVERSITY

NORQULOV MIRSAID TO‘LQIN O‘G‘LI

**ENHANCING THE PRACTICE OF CAPITAL STRUCTURE FORMATION
IN JOINT-STOCK COMPANIES**

08.00.07 – Finance, Money Circulation, and Credit

ABSTRACT

of dissertation of the Doctor of Philosophy (PhD) in Economics

Tashkent – 2026

The theme of a doctoral dissertation (PhD) was registered by the Higher Attestation Commission under number PhD2024.2.PhD/Iqt4104

The doctoral dissertation (PhD) has been accomplished at Termez State University.

The abstract of dissertation is posted in three languages (Uzbek, Russian, English (abstract)) on the website of scientific council (www.tsue.uz) and on the website of “ZiyoNet” information and educational portal (www.ziynet.uz).

Scientific supervisor: **Khudoykulov Khurshid Khurramovich**
Doctor of economics, professor

Official opponents: **Karlibayeva Raya Xojabayevna**
Doctor of Economics, Professor

Foziljonov Ibrohimjon Sotvoldixo‘ja O‘g‘li
Doctor of Philosophy (PhD) in Economics, Associate Professor

Leading organization: **Qarshi State Technical University**

The defense of dissertation will take place on “_____” at “_____” 2026 at the meeting of the Scientific Council DSc.03/10.12.2019.I.16.01. awarding for the scientific degrees at Tashkent State University of Economics. Address: 100066, Tashkent, Islam Karimov Street, 49. Tel.: (99871) 239-28-72, fax: (99871) 239-43-51, e-mail: info@tsue.uz

The doctoral dissertation (PhD) can be reviewed at the Information Resource Center of the Tashkent State University of Economics (registered under the number _____). Address: 100066, Tashkent, Islom Karimov Street, 49. Tel.: (99871) 239-28-72, Fax: (99871) 239-43-51, e-mail: info@tsue.uz

The abstract of the dissertation sent out on «__» _____2026.
(Mailing report ____ in 2026 «__» _____).

S.U. Mekhmanov

Chairman of the scientific council awarding scientific degrees, Doctor of Economics, professor

U.V. Gafurov

Scientific secretary of the Scientific council awarding scientific degrees, Doctor of Economics, professor

S.K. Khudoykulov

Chairman of the scientific seminar under the Scientific Council, Doctor of Economics, professor

INTRODUCTION (abstract of the thesis of the Philosophy Doctor on Economic Sciences (PhD))

The aim of the research work is to develop scientific and methodological proposals as well as practical recommendations aimed at improving the practice of forming the capital structure of joint-stock companies

The tasks of the research work are:

study the organization of the capital structure formation system in joint-stock companies and analyze its main instruments;

examine scientific and fundamental approaches to financial decision-making and the evaluation of financial strategies within the financial system;

analyze the current state of joint-stock companies' participation in the capital market and identify priority directions for the development of market activity;

determine ways to improve efficiency by analyzing mechanisms for optimizing and managing the capital structure of joint-stock companies;

identify opportunities for introducing valuation multipliers based on international standards into national practice through the study of methodological aspects of capital valuation;

reveal the importance of financial risk assessment in the financial decision-making process by studying its scientific and fundamental foundations;

analyze the current state of financial risk assessment in joint-stock companies and identify opportunities for applying international models;

develop scientific proposals and practical recommendations aimed at improving the practice of forming the capital structure of joint-stock companies.

The object of the research work consists of joint-stock companies operating in the national economy, in particular the activities of "O'zbekko'mir" JSC and "Sharg'unko'mir" JSC.

The subject of the research work is the system of economic and financial relations arising in the process of improving the practice of forming the capital structure of joint-stock companies.

The scientific novelty of the research is reflected in the following results:

a proposal has been developed to balance the capital structure and enhance financial efficiency by determining the optimal ratio between debt capital and equity capital at the level of 30/70;

a justified proposal has been formulated to ensure financial stability and rational use of financial leverage by classifying the debt-to-capital ratio in assessing debt capital risk associated with bank credit resources into "low risk" (0–0.3), "medium risk" (0.31–0.7), and "high risk" (0.71) categories;

a proposal has been developed to determine the upper and lower boundaries of the market value of shares by involving underwriters, investment intermediaries, and specialized consultants when offering share packages of joint-stock companies for public trading in domestic and international capital markets;

forecast indicators up to 2030 have been developed based on a fixed-effects

regression econometric model to assess the growth of the value of corporate securities of joint-stock companies in Uzbekistan.

Scientific and practical significance of the research work.

The scientific significance of the research results lies in the possibility of using the proposed theoretical conclusions and recommendations in conducting specialized scientific research aimed at improving the foundations of capital structure formation in joint-stock companies in Uzbekistan.

The practical significance of the research results is explained by the applicability of the developed scientific proposals and practical recommendations in designing a set of measures to improve capital structure formation in joint-stock companies, as well as in formulating financial reform programs aimed at implementing the objectives outlined in the “New Uzbekistan Development Strategy for 2022–2026.”

Implementation of the Research Results. Based on the research findings on improving the practice of capital structure formation in joint-stock companies, the following results have been implemented in practice:

the proposal to balance the capital structure and enhance financial efficiency by est

ablishing the optimal 30/70 ratio between debt and equity capital has been implemented by “Sharg‘unko‘mir” JSC (Reference No. 01-435 dated June 24, 2025). As a result, the company improved its ability to attract financial resources and enhanced capital efficiency, maintaining asset and equity return indicators at normative levels;

the proposal to classify the debt-to-capital ratio into low, medium, and high-risk categories to ensure financial stability and rational use of financial leverage when attracting bank credit resources has been implemented by “Sharg‘unko‘mir” JSC (Reference No. 01-435 dated June 24, 2025). This resulted in directing borrowed funds exclusively toward high-return projects, reducing interest expenses, and increasing shareholder income through the prudent use of financial leverage;

the proposal to determine the upper and lower limits of the market value of shares through the involvement of underwriters, investment intermediaries, and specialized consultants in public offerings in domestic and international capital markets has been implemented by “Sharg‘unko‘mir” JSC (Reference No. 01-435 dated June 24, 2025). This contributed to increased trading volumes related to bonds in the stock market and enhanced the company’s activity in the capital market through debt instruments;

the proposal based on forecast indicators developed up to 2030 using a fixed-effects regression econometric model for the growth of corporate securities’ value has been implemented by “Sharg‘unko‘mir” JSC (Reference No. 01-435 dated June 24, 2025). This enabled the assessment of growth dynamics in equity profitability, asset profitability, and net profit of the joint-stock company.

Approbation of the Research Results. The research results were discussed at four scientific and practical conferences, including two international and two national conferences.

Publication of the Research Results. A total of eight scientific works related to the dissertation topic have been published, including four scientific articles in journals recommended by the Higher Attestation Commission of the Republic of Uzbekistan for publishing the main results of doctoral dissertations, of which one article was published in a foreign journal and three in national journals

Structure and Volume of the Dissertation. The dissertation consists of an introduction, three chapters, a conclusion, a list of references, and appendices. The total volume of the dissertation is 121 pages.

E'LON QILINGAN ISHLARRO'YXATI
СПИСОК ОПУБЛИКОВАННЫХ РАБОТ
LIST OF PUBLICATIONS

I bo'lim (I част; I part)

1. Norkulov M.T. Joint-Stock Companies: Improvements in the Capital Formation Method. Journal of Economics, Finance and Management Studies. Volume 08 Issue 08 August 2025, pp. 5217-5221 (№12. Index Copernicus).

2. Норкулов М.Т. Акциядорлик жамиятларида хусусий капитал қийматини аниқлаш усулининг аҳамияти. // « Ўзбекистон суғурта бозори» илмий электрон журнали. – Т.: №2, 2024 йил, 60-63 б.

3. Норкулов М.Т. Акциядорлик жамиятларини корпоратив қимматли қоғозлар орқали молиялаштиришнинг назарий асослари. // « Иқтисодий тараққиёт ва таҳлил» илмий электрон журнали. – Т.: №8, 2023 йил, 196-204 б.

4. Норкулов М.Т. Акциядорлик жамиятлари капиталини шакллантириш манбалари ва усуллариини такомиллаштириш. // «Яшил иқтисодиёт ва тараққиёт» илмий электрон журнали. – Т.: №11-12, 2023 йил, 1070-1074 б.

5. Norkulov M.T. Classification and sources of forming the capital composition of joint-stock companies. // European journal of science archives conferences series, Aachen, Germany 2025, pp.36-39.

6. Norkulov M.T. Advanced foreign experience in forming the capital structure of joint-stock companies. // International Virtual Conference on Language and Literature Proceeding, Indonesia, 2025, pp.13-17.

7. Norqulov M.T. Aksiyadorlik jamiyatlarida kapital tarkibini shakllantirish nazariyasi va uning xususiyatlari. // Zamonaviy dunyoda innovatsion tadqiqotlar: Nazariya va amaliyot nomli ilmiy masofaviy onlayn konferensiya, 2025 yil, 57-58 b.

8. Norqulov M.T. Mamlakatimizdagi aksiyadorlik jamiyatlarining kapitali tarkibini shakllantirishni takomillashtirish. // "Yangi O'zbekiston: Ilmiy tadqiqotlar" mavzusidagi respublika 73-ko'p tarmoqli ilmiy masofaviy onlayn konferensiya, 2025, 20-21 b.



№ 10-3279

Босишга рухсат этилди: 27.12.2025.
Бичими: 60x84 1/16 «Times New Roman»
гарнитурада рақамли босма усулда босилди.
Шартли босма табағи 3,4. Адади 100. Буюртма: № 225
Тел: (99) 832 99 79; (77) 300 99 09
Гувоҳнома реэстр № 10-3279
“IMPRESS MEDIA” МЧЖ босмаҳонасида чоп этилди.
Манзил: Тошкент ш., Яккасарой тумани, Қушбеги кўчаси, 6-уй.