

**ЎЗБЕКИСТОН РЕСПУБЛИКАСИ
ОЛИЙ ВА ЎРТА МАХСУС ТАЪЛИМ ВАЗИРЛИГИ**

ТОШКЕНТ МОЛИЯ ИНСТИТУТИ

МАГИСТРАТУРА БЎЛИМИ

Қўлёзма ҳуқуқида

УДК: _____

ОРТИҚОВ НОЗИМЖОН КОЗИМЖОНОВИЧ

**КОРПОРАТИВ МОЛИЯДА КАПИТАЛ СТРУКТУРАСИНИ
ОПТИМАЛЛАШТИРИШ МАСАЛАЛАРИ**

**Мутахассислик: 5-А230602 – “Корпоратив молия ва қимматли
қоғозларбозори (соҳалар бўйича)”**

Магистр академик даражасини олиш учун ёзилган

ДИССЕРТАЦИЯ

**Илмий раҳбар:
и.ф.н. Мухамедов Ф.**

ТОШКЕНТ – 2014

МУНДАРИЖА

Кириш.....	3
I боб. Капитал тузилишини шакллантиришнинг назарий асослари	7
1.1. Капиталнинг иқтисодий моҳияти ва уни молиялаштириш	9
1.2. Оптимал капитал структурасини шакллантиришнинг назарий ёндашувлари	20
1.3. Капитал структурасини шакллантиришда молявий ричаг самараси.....	25
II боб. Акциядорлик жамиятларида капитал структураси шаклланиши таҳлили	31
2.1. Ўзбекистонда акциядорлик жамиятларида капитал тузилиши ва ўзгариши таҳлили	31
2.2. Акциядорлик жамиятларида капитал структурасини шакллантиришда давлатнинг роли	39
2.3.Акциядорлик жамиятларда капиталининг шаклланишида фонд бозори кўрсаткичлари таҳлили	48
III боб. Капитал тузилишининг оптимал структурасини шакллантириш ҳамда бошқаришда бошқарув органларининг маъсулиятини ошириш	56
3.1. Бошқарув органлари корпоратив сиёсатининг капитал структурасига таъсири	56
3.2. Капиталнинг оптимал структурасини шакллантириш ҳамда бошқаришда бошқарув органларининг маъсулиятини ошириш	69
Хулоса ва таклифлар.....	77
Фойдаланилган адабиётлар рўйхати.....	81

Кириш

Мавзунинг долзарблиги. Мамлакатимизда амалга оширилаётган иқтисодий ислохотларнинг ҳозирги босқичида асосий устувор вазифа этиб иқтисодиётда давлатнинг аралашувини тубдан пасайтириш ва унда хусусий секторнинг ролини ошириш белгиланган. Бозор муносабатларини шакллантиришда амалга оширилаётган асосий иқтисодий сиёсатлардан бири бу - мулкни давлат тасарруфидан чиқариш ва хусусийлаштириш жараёнларидир. Бу жараёнда йирик корхоналар хусусий мулкчилик шакли бўлмиш акциядорлик жамиятлари ва бошқа турдаги корпоратив институларга айлантирилмоқда. Бу эса ушбу хўжалик жамиятларида корпоратив сиёсатнинг асосий дастаги бўлмиш - капитални самарали бошқаришни тақозо этади.

Бозор иқтисодиёти шароитида капиталнинг шаклланиш жараёни, унинг структураси (таркибини) оптималлаштириш, турли-хил молиялаштириш манбалари нисбатини оқилона белгилаш ва молиявий ресурслардан самарали фойдаланиш муҳим аҳамият касб этади. Корпоратив молия муносабатларида шу кунга қадар амалга оширилган илмий ишларга таянган ҳолда шунини алоҳида таъкидлаш керакки, капитал тузилмасининг оптимал даражаси корхонани самарали бошқариш нуктаи назаридан жуда муҳим рол ўйнайди.

Капиталнинг етарлилик даражаси хўжалик юритувчи субъектларнинг ўзининг фаолият кўрсатиш даври мобайнида унинг ликвидлилигини, барқарорлигини ва тўловга лаёқатлилигини сақлаган ҳолда ҳаётийлик даражасини қўллаб қувватлашга кўмаклашади.

Оптимал капитал тузилмасига корхонада мавжуд бўлган умумий бошқарув тизими томонидан амалга ошириладиган адекват сиёсат орқали эришилади. Ҳар қандай жамият капитални шакллантиришда ўзининг ривожланиш йуналишидан келиб чиққан ҳолда мустақил сиёсатини ишлаб чиқиши зарур.

Корпоратив молиянинг асосий принципларидан бири - у қандай бошқариш бўлишидан қатий назар, унинг оқибатида корхонанинг қиймати (капиталлашуви) ошишига олиб келиши керак. Шундан келиб чиққан ҳолда рационал капитал тузилмасини шакллантиришда асосий стратегик мақсадига кирувчи у ёки бу молиялаштириш манбасини танлаш муаммоси ҳар бир корхона учун муҳим масала ҳисобланади.

Миллий иқтисодиётда фаолият кўрсатаётган акциядорлик жамиятлари бир қатор макроиктисодий характердаги сабаблар, ўрта ва йирик бизнеснинг узок муддатли ресурсларни ўзлаштиришга тайёр эмаслиги, етарли даражада молия тизимининг ривожланмаганлиги ва бошқалар туфайли молиялаштириш манбаларини жалб этишда чекланишлар мавжуд.

Муаммонинг ўрганилганлик даражаси. Капитални асосий иқтисодий категория сифатида айрим назарий, услубий ва амалий масалаларини ўрганишда Ф. Кене, К.Маркс, Н.Сениор, Тюрго ва замонавий олимлардан Ф.Пикетти ва бошқаларнинг хизматлари катта. Замонавий молиявий назарияларда капиталнинг тузилмасини бошқариш юзасидан корхонанинг турли инвестицион даврида унинг оптимал миқдорини аниқлаш бўйича турли ҳил йўналишлар мавжуд. Ф.Моделяни, М.Миллер, С. Майерс, М. Ҳаррис, М.Янсен, Мэклинг, Ж.Грахам, К.Харвей Р.Ражан, Л.Зингалес, А.Демиргус-Кунт ва В.Максимович каби хориж иқтисодчилари молиявий ресурсларни оптимал нисбатини аниқлашга сезиларли даражада илмий-амалий ҳисса қўшганлар.

Мазкур масаланинг айрим жиҳатлари мамлакатимиз Президенти И.А.Каримов томонидан ишлаб чиқилган ғоя ва мулоҳазаларда, шунингдек М.Шарифхўжаев, А.Ўлмасов, Ф.Муллажонов, О.Олимжонов, Т.Маликов, А.Ваҳобов, Б.Ташмуродова, Р.Карлибаева, И.Янушев, И.Бутиков ва бошқаларнинг илмий асарларида ёритилган.

Юқорида номлари келтирилган олим ва мутахассислар асарларида ривожланган, ривожланаётган ва ўтиш иқтисодиётидаги давлатларда

корпоратив тузилмаларда капиталнинг оптимал миқдори ва нисбатини топиш бўйича турли илмий масалалар тадқиқ этилган.

Тадқиқотнинг объекти – Ўзбекистон Республикасида фаолият кўрсатаётган акциядорлик жамиятлари, капитал тузилмаси ва

Тадқиқотнинг мақсади. Ушбу магистрлик диссертация ишининг мақсади акциядорлик жамиятларида капитал структурасининг ҳозирги ҳолати ва ўзгаришини таҳлил қилиш, уни оптималлаштириш бўйича тегишли хулоса ва таклифларни киритиш ҳисобланади.

Қилинган ечим ва таклифлар. Диссертациянинг илмий янгилиги қуйидагилардан иборат:

- корпоратив молияда оптимал капитал тузилмасини шакллантиришнинг назарий асослари тадқиқ қилинди;
- оптимал капитал структурасини шакллантиришнинг аҳамияти ва зарурлиги очиқ берилди;
- капитал структурасига таъсир этувчи омиллар ўрганилди;
- капитални шакллантиришнинг турли манбалари қиёсий таҳлил этилди;
- оптимал капитал структурасини шакллантиришнинг халқаро тажрибаларни қўллаш бўйича тавсиялар ишлаб чиқилди;
- оптимал капитал структурасини шакллантириш бўйича таклифлар берилди.

Илмий ва амалий аҳамияти. Диссертациядаги илмий хулосалар ва тавсиялар, акциядорлик жамиятларида капитални оптимал шакллантириш ва ундан самарали фойдаланишга имконият яратади.

Тадқиқот натижаларидан акциядорлик жамиятларида капитал структурасини оптималлаштиришда ҳамда олий ўқув юртларида амалий қўлланма сифатида фойдаланиш мумкин.

Қўлланиш (фойдаланиш) соҳаси: Диссертация натижалари Ўзбекистон Республикасида фаолият кўрсатаётган акциядорлик жамиятлари амалиётида кенг кўламда фойдаланиш мумкин.

Битирув малакавий ишнинг таркиби. Битирув малакавий иши кириш қисми, уч боб, хулоса ва фойдаланилган адабиётлар рўйхатидан иборат.

I боб. Капитал тузилишини шакллантиришнинг назарий асослари.

1.1. Капиталнинг иқтисодий моҳияти ва уни молиялаштириш.

“Капитал” тушунчаси иқтисодий назариянинг асосий тушунчаларидан бири ҳисобланади. Бу тушунчанинг мазмун-моҳияти ва аҳамияти бўйича иқтисодиёт фанининг барча етакчи илмий мактаб ва йўналишлари вакиллари ўз қарашлари, нуқтаи-назарларини изоҳлашга уринганлар.

Иқтисодий адабиётларда «капитал» тушунчаси бир хил таърифга эга эмас. Баъзи адабиётларда капитал тушунчаси акционер капитал суммаси, эмиссияланган даромад ва тақсимланмаган фойда, деб тушунилади. Шунингдек, корхона капиталининг ҳажми корхона активлари қиймати билан кредитор қарзлари ўртасидаги фарқни ҳисоблашдан келиб чиқади дейилади. Яна бошқа адабиётларда, барча узоқ муддатли маблағлар манбаи капитал деб юритилади. Шунингдек, капиталга таъриф берилганда, корхона активларининг шаклланишида инвестицияланган жами воситалар қийматининг пул, моддий ва номоддий шакли сифатида ҳам тушунилади.

Ғарб иқтисодий адабиётларида капитал тушунчаси корхона активларини молиялаштиришда фойдаланиладиган (узоқ ва қисқа муддатли қарзлар, оддий ва имтиёзли акциялар) воситаларнинг барча манбалари тушунилади.

Қуйидаги 1-чизма маълумотларидан кўришимиз мумкинки, корпорайияларда капиталлар бир неча белгиларига кўра гуруҳланади. Жумладан, Корхонага тегишлилигига кўра - ўз капитали, жалб қилинган капитал, Инвестициялаш шакллари бўйича- Молиявий шаклдаги капитал, моддий шаклдаги капитал, номоддий шаклдаги капитал; Хўжалик шакллариининг ташкилий-ҳукукий шакллари бўйича- акционерлик капитали, индивидуал капитал, пайчилик.

Аслида Капитал (лотинча *capitalis* – бош, асосий) фойда олиш мақсадида фойдаланиладиган барча мол-мулклар йиғиндисидир.

Корпорацияларда капиталларнинг таснифланиши	
Корхонага тегишлилиги бййича	-Ўз капитали; -жалб қилинган капитал
Фойдаланиш мақсадлари бййича	-Ишлаб чиқариш капитали -Ссуда капитали -Савдо капитали
Инвестициялаш шакллари бййича	-Молиявий шаклдаги капитал; -Моддий шаклдаги капитал; -Номоддий шаклаги капитал;
Инвестициялаш объектлари бййича	-Асосий капитал; -Айланма капитал.
Доиравий айланиш жараёнида катнашиш шакллари бййича	-Пул шаклидаги капитал; -Ишлаб чиқариш шаклидаги капитал; -товар шаклидаги капитал.
Хўжалик шаклларининг ташкиллий ҳукукий шакллари бўйича	-Акционерлик капитали; -Индивидуал капитал; -Пайчилик.
Мулкчилик шакллари бййича	-Хусусий капитал; -Давлат капитали
Жалб этиш манбалари бййича	-Миллий капитал; -Хорижий капитал.

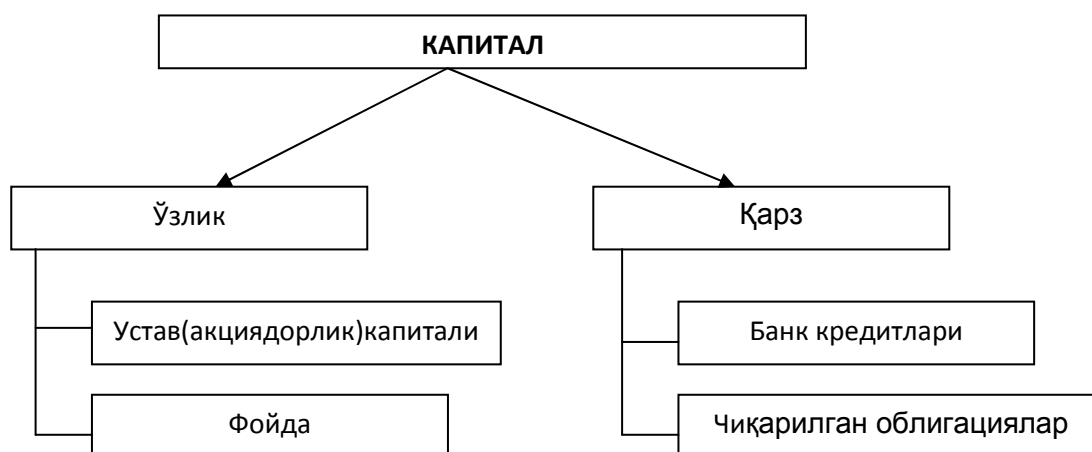
¹ Муаллиф томонидан умумлаштирилган ҳолда тузилган

Ишлаб чиқариш жараёнини кўллаб- қувватлаб туриш, унинг самарадорлигини ошириш, янги бозорларни ўзлаштиришга қаратилган молиявий-иқтисодий фаолиятни инвестицияларсиз (капитал киритмаларсиз) тасаввур этиб бўлмайди. Молиявий бошқаришнинг асосий вазифаларидан бири, пул оқимларини мувофиқлаштириш, инвестициялар бюджетини ишлаб чиқиш билан бир қаторда, молиявий ресурсларни жалб қилишга харажатларни ҳамда капитал тузилмасини оптималлаштиришдир

Корхона томонидан фойдаланиладиган капитал тузилмаси нафақат молиявий, балки операцион ва инвестициявий фаолиятнинг кўплаб жиҳатларини белгилаб беради, ушбу фаолиятнинг охирги натижасига фаол таъсир кўрсатади. У шунингдек активлар ва ўзлик капитали рентабеллиги кўрсаткичларига, молиявий барқарорлик ва ликвидлилик коэффициентларига ҳам таъсир кўрсатади. Корхонанинг ривожланиш жараёнида даромадлилик ва таваккалчилик нисбатини шакллантиради.

Капиталнинг тузилмаси – бу маблағларнинг асосий манбалари тузилмаси, яъни ўзлик ва қарз капитали нисбати. Ўзлик капиталининг таркибини устав капитали ҳамда тақсиланмаган фойда ташкил этади. Қарз капитали банк кредитлари ва чиқарилган облигациялардан шаклланади. (2-расм маълумотлари)

2-расм. Капитал тузилмаси²



² Муаллиф томонидан магистрлик диссертациясини ёзиш давомида тузилган.

Капитал тузилмасини оптималлаштириш- бу қарз ва ўзлик маблағларининг шундай миқдорини белгилашки, бунда молиявий барқарорлик ва ўзлик маблағларининг рентабеллик даражасининг оптимал пропорциясини таъминлаб, корхонанинг бозор қийматини максималлаштирилади.

Корхонанинг фаолияти маълум бир ҳаётийлик циклга бўйсунган бўлади. Унинг ўзлик капитали тузилмасига баҳо бериш ва уни оптималлаштириш бўйича қарор қабул қилишда компания айти пайтда қайси ривожланиш босқичини бошидан ўтказаяётганини аниқлаш керак.

Дастлабки оёққа туриб олиш босқичида ўзлик маблағларининг етишмаслиги учраб туради. Барқарорлашиш даврида эса балки умуман узоқ муддатли қарзларга мухтожлик сезилмас. Бундай давр учун капитал тузилмасида қарз маблағларининг миқдори минимал бўлиши нормал ҳолат.

Пасайиш ёки инқироз пайтида ундан чиқиш бўйича режалар ишлаб чиқилади. Одатда бундай вақтда инқирозга қарши чоралар ишлаб чиқилади ёки корхона тугатиш тўғрисида қарор қабул қилинади. Агар инқироздан чиқиш бўйича қарор қабул қилинган бўлса, ушбу фазада рентабеллик кўрсаткичлари пасаяди, молиявий барқарорлик ёмонлашади. Ушбу ҳолатда корхона қарзга кириши ва ўзлик ва қарз маблағлари ўртасидаги нисбат миқдори жуда ҳам кичина бўлади.

Шуни таъкидлаш керакки, оптимал капитал структурасини шакллантириш бўйича универсал мезонлар мавжуд эмас. Ҳар бир компанияга ёндашув индивидуал кўринишда бўлиши ва бизнеснинг ҳам тармоқ хусусиятини ҳам корхонанинг турган ривожланиш поғонасини инобатга олиниши керак. Кўчмас мулкни бошқаришга ихтисослашган компаниянинг капитал тузилмаси учун хусусиятли ҳолат, савдо-сотиқ ёки хизмат кўрсатиш билан шуғулланувчи фирма учун умуман мос келмайди. Ушбу корхоналарда айлама маблағларга бўлган талаб турлича. Яна хўжалик жамиятининг оммавийлик даражасини ҳисобга олиш керак : қанчалик таъсисчилар доираси

тор бўладиган бўлса, у ҳолда шунчалик улар фойдани ҳаракатга келтиришда тезкор ҳаракат қилишади. Бу эса капитал тузилмаси миқдори ва нисбатини оsonгина тебратишга имкон беради.

Жаҳон амалиёти шуни кўрсатадики, фақатгина ўзинининг маблағлари эвазигагина ривожланиш бизнесда бир қатор рискларни пасайтиради, бироқ бизнес ҳажмининг ўсиб бориш тезлигини пасайтиради, биринчи навбатда тушумни. Бунинг акси ўлароқ, тўхри молиявий стратегия орқали ва сифатли молиявий менежмент орқали қўшимча жалб этилган қарз капитали компания эгалари киритган капиталнинг даромадлилигини тез миқдорда ошириши мумкин. Бунинг сабаби, оқилона бошқариш натижасида молиявий ресурсларнинг ортиши пропорционал равишда сотув ҳажмини ва соф фойда миқдорини ортишига олиб келади. Айниқса бу кичик ва ўрта миқдордаги корхоналар учун муҳим аҳамият касб этади.

Бироқ меъёридан ортиқ даражадаги қарз воситали капитал тузилмаси унинг даромадлилигига ҳаддан ташқари юқори талаблар қўяди, бу ўз навбатида тўлай олмаслик эҳтимолини оширади ва инвесторлар учун риск ортади. Иккинчи томондан ўта паст улушдаги қарз капитали ўзлик маблағига нисбатан арзонроқ бўлган потенциал молиялаштириш манбасидан қуруқ қолишни англатади.

Шуларни инобатга олган ҳолда оптималлаштириш жараёнида барча омилларни инобатга олиш даркор.

Капитал тузиламсини оптималлаштиришнинг вазифаси капитал баҳосини минималлаштириш баробарида бизнеснинг ва компаниянинг баҳосини оширишни назарда тутати.

Капитални шакллантиришнинг бош мақсади зарур активларни сотиб олишда вужудга келадиган эҳтиёжларни қониқтириш ва ундан самарали фойдаланиш мақсадида оптималлаштириш.

Капитални шакллантиришнинг принциплари :

- ✓ Компания фаолиятининг ривожланиш истикболларини белгилаш

- ✓ Жалб қилинаётган ва шакллантирилаётган активлар мувофиқлигини таъминлаш
- ✓ Оптималлашган капитал тузилмасини таъминлаш.
- ✓ Турли ҳил молилаштириш манбаларидан фойдаланилганда уларнинг харажатларини минималлаштириш
- ✓ Ўзлик капиталининг рентабеллигини мақбул молиявий рисклар шароитида максималлаштириш орқали юқори даражада капиталдан самарали фойдаланишни таъминлаш.

Шундай бўлсада , оптимал капитал тузилмасини шакллантириш муаммолари молиявий назарияда ҳозирга қадар энг қийин ва қарама-қаршиларидан бўлиб қолмоқда.

Бизнесни юритишнинг ташкилий-хукукий шаклини танлаш масаласи ўз ишини энди бошлаётганлар учун ҳам, маълум вақтдан бери фаолият юритиб келаётганлар тадбиркорлар учун ҳам муҳим аҳамият касб этади. Бизнес юритиш шакллариининг ҳар бири (акциядорлик жамияти, маъсулияти чекланган жамиятлар, хусусий корхоналар, оилавий корхоналар ва х.к.) ўзининг ижобий ва салбий томонларига, ўзига хос хусусиятларга эгаки, улар тадбиркорга ҳозирги шароитларда ўзи учун мос келадиган, унинг талабларига кўпроқ жавоб берадиган шаклни танлаш имконини беради. Сўннги вақтларда иқтисодий адабиётларда бизнесни акциядорлик жамияти (кейинги ўринларда - АЖ) каби ташкилий-хукукий шаклда юритишнинг фойдали эмаслиги ҳақида фикрлар мавжуд. Аммо, шу билан бирга АЖ ўзининг ривожланиши учун ресурсларни жалб қилиш учун кўпроқ имкониятларга эга.

Бизнесни юритишнинг ташкилий-хукукий шакли сифатида АЖни танлаш ҳақидаги қарорга салбий таъсир кўрсатувчи омиллар қуйидагилардир:

- АЖ фаолиятини назорат қилувчи қўшимча давлат назорат органининг мавжудлиги;

- ўз фаолияти ҳақида, шу жумладан муҳим фактлар ҳақида ахборотларнинг ошкор қилиш мажбурияти;
- акциядорларнинг умумий йиғилишлари, кузатув кенгаши йиғилишларини ўтказишга қўшимча ҳаражатлар;
- ахборотларнинг очиқ берилишини таъминлаш қимматли қоғозлар чиқариш ҳақида махсус ваколатли органга ҳисоботларни бериш;
- мажбурий аудит ўтказиш зарурияти;
- штатда доим қимматли қоғозлар бўйича ва корпоратив бошқарув бўйича мутахассисларнинг бўлиши ва х.к.

1-жадвал³

**Бизнесни юритишнинг турли ташкилий-ҳукукий шаклдаги
корхоналарни молиялаштириш манбалари**

Молиялаштириш манбалари	Бизнесни юритишнинг ташкилий-ҳукукий шакллари			
	АЖ	МЧЖ	ХК	ДК
Банк кредити	+	+	+	+
Корхона фойдаси	+	+	+	+
Кредиторлик карзи	+	+	+	+
Акциялар эмиссияси	+	-	-	-
Корпоратив облигациялар эмиссияси	+	-	-	-

Изоҳ:

(+) – мазкур манба ҳисобига молиялаштиришни амалга ошириш мумкин

(-) - мазкур манба ҳисобига молиялаштиришни амалга ошириш мумкин эмас.

Шу билан бирга АЖ корхонанинг шундай ўзига хос ташкилий-ҳукукий шаклики, у Ўзбекистоннинг амалдаги қонунчилиги доирасида қимматли қоғозларни чиқариш ҳисобига ишлаб чиқаришни кенгайтириш модернизация ва реконструкция қилиш, техник ва технологик қайта жиҳозлаш учун молиявий ресурсларни жалб қилиш имконини беради. Бошқа ташкилий-

³ Муаллиф томонидан магистрлик диссертациясини ёзиш давомида тузилган.

хукукий шаклдаги корхоналар эса бундай имкониятга эга эмас(1-жадвалга қаранг)

Қимматли қоғозларни чиқариш ҳисобига корхоналарни молиялаштириш афзалликлари ва камчиликларини услубий жиҳатдан эмитентларга нисбатан алоҳида ҳамда инвесторларга нисбатан алоҳида кўриб чиқиш мақсадга мувофиқ. Бундан ташқари бу афзалликлар ва камчиликларни қимматли қоғозларни ҳар бир тури бўйича тизимлаштириш мумкин.

АЖни молиялаштиришнинг муҳим манбаси –акцияларни чиқариш ва сотишдан олинган маблағлар. АЖни оддий акциялар ҳисобига молиялаштиришнинг эмитент учун афзалликлари қуйидагилардан иборат:

1) Корхона АЖ бўлса, жуда катта миқдордаги молиявий ресурсларни мобилизация қилиш имконига эга, чунки акцияларни чекланмаган миқдорда чиқариш мумкин. Сўнгги пайтда IPO (акцияларни оммавий жойлаштириш) механизми анча кенг оммалашди. Унинг ёрдамида корхоналар ўзининг ривожланиши учун каттагина молиявий ресурсларни жалб қилибгина қолмасдан, балки хорижий капитал бозорига ҳам чиқмоқда;

2) Қатъий шартлашган, доимий молиявий тўловларнинг йўқлиги. Банк кредити ҳисобига маблағларни жалб этиш одатда қатъий белгиланган тўловларни талаб қилади ва тегишинча айланма маблағларни доимо ўйнаб туришига олиб келади. Албатта акцияларни чиқариш у бўйича дивиденд тўлаш мажбуриятини юзага келтиради. Бироқ акциядорлар келишган ҳолда корхона оёққа туриб олгунга қадар дивиденд олишдан воз кечиши мумкин;

3) Капитал барқарорлиги. Акциялар барқарор восита ҳисобланади. Нормал шароитларда АЖлар акциядорлар киритган маблағларни қайтаришга мажбур эмас, банк кредитлари ёки облигацияларда эса ундай эмас. Оддий акцияларнинг сўндириш муддати бўлмайди- бу қайтарилмайдиган доимий капиталдир. У фақат жамият тугатилганда қайтарилиши мумкин.

4) Компания инвестициявий жозибадорлигининг ошиши. Устав капитали компания кредиторлари учун зарар қопланишининг ўзига ҳос кафолати бўлиб хизмат қилади.

5) Оммавийлашув. Акцияларни чиқариш ҳамда реклама кампаниясининг ўтказилиши корхонани нафақат профессионал инвесторлар доирасида, балки аҳолининг катта қисми ўртасида ҳам танилишини оширади. Масалан, хорижий мамлакатларда кўпчилик компаниялар учун IPO лойиҳларини амалга ошириш молиявий ресурсларни жалб қилишдан ташқари, биринчи галда оммавийлашишини кўзлайди, бу эса, кейинчалик анча йирик маблағларни жалб қилишга ёрдам беради.

АЖни оддий акциялар чиқариш ҳисобига молиялаштиришнинг инвестор учун афзалликларига қуйидагилар киради:

- а) киритилган капитал эвазига компанияда бошқаришда иштирок этиш ҳуқуқидан фойдаланиш;
- б) дивиденд кўринишда компаниядан даромад олиш ;
- с) компания томонидан берилган имтиёзлардан фойдаланиш;
- д) жамият тугатилаётганда мол-мулкнинг бир қисмига бўлган ҳуқуқдан фойдаланиш.

АЖни оддий ва имтиёзли акциялар чиқариш ҳисобига молиялаштиришнинг айрим камчиликларини ҳам санаб ўтиш лозим. Оддий акцияларни чиқариш ҳисобига АЖни молиялаштиришда эмитент учун камчиликлар:

1. Қабул қилинадиган қарорлар тезкорлигининг пасайиши. Қонунчиликка мувофиқ, одатда, йирик битимлар ҳамда манфаатдорлик бўлган битимлар кузатув кенгаши ёки акциядорларнинг умумий йиғилиши билан келишиб олиниши лозим. Бироқ уларни ташкил этишга вақт керак, шунинг учун фойдали йирик контрактлар ёки манфаатдорлиги бўлган контрактлар, мазкур АЖда битимлар узоқ вақт келишилиши туфайли бошқа рақобатчиларга ўтиб кетиши мумкин.

2. Молиявий ресурсларни жалб қилиш қийматининг ошиб кетиши мумкинлиги. Эмиссия проспектини ҳамда акцияларни чиқариш бўйича бошқа ҳужжатларни тайёрлаш учун кўпинча инвестиция маслаҳатчиси жалб этилади. Кўп ҳолларда АЖлар ўз акцияларини тарқатиш(жойлаштириш) учун андеррайтер хизматидан фойдалаанди. Буларнинг ҳаммаси харажатни талаб қилади.

3. Қарз капиталидан фойдаланиш АЖга катъий белгиланган бир марталик молиявий харажатли маблағларни қўлга киритишни имконини беради, ваҳоланки молиялаштириш учун оддий акциялардан фойдаланилганда компаниянинг соф фойдаси доим узок вақт мобайнида анча катта акциядорлар ўртасида тақсимланади.

АЖни молиялаштиришнинг яна бир муҳим бир манбаси бу-имтиёзли акциялар бўлиб, улар қарз мажбуриятлари ва оддий акциялар белгиларини ўзида акс эттиради. Имтиёзли акцияларнинг АЖ устав капиталининг умумий ҳажмидаги улуши 20 %дан ошмаслиги лозим.⁴

Компания тугатилган тақдирда, имтиёзли акция эгасининг даъволари кредиторлардан кейин, аммо оддий акция эгалари олдидаги мажбуриятлардан олдин қондирилади.

АЖни имтиёзли акциялар эвазига молиялаштиришнинг эмитент учун афзаликлари қуйидагилардан иборат:

1. Мослашувчанлик. Қонунчиликка кўра, имтиёзли акциялар бўйича дивидендлар тўлаш-компаниянинг сўзсиз мажбурияти эмас. Агар компания зарар кўраётган, банкротлик аломатлари сезилаётган бўлса, дивидендларни тўламаслик мумкин. Қарз маблағларини жалб этишда эса фоизлар жамият молиявий аҳволидан қатъи назар тўлаб борилиши керак.

2. Ҳаракатларнинг муддатсизлиги. Имтиёзли акцияларни сўндиришнинг охириги муддати йўқ. Капитал облигацияларни чиқариш

⁴ 2014-йил 6-май ЎРҚ-370-сон “Акциядорлик жамиятлари ва акциядорларнинг ҳуқуқларини ҳимоя қилиш тўғрисида”ги ЎзР Қонуни (янги тахрирда)

ҳисобига жалб қилинса ёки банк кредити олинса, улар қайтаришлилик ёки сўндиришни талаб этади.

3. Қўшимча маблағларни компанияни бошқаришда иштирок этиш ҳуқуқини бермасдан жалб қилиш. Фақатгина айрим масалалар кўтарилганда имтиёзли акция эгалари акциядорлар умумий йиғилишларида овоз бериш ҳуқуқи билан қатнашишади.

4. Компанияни банкротликка мажбурлаш имконинининг йўқлиги. Имтиёзли акция эгалари оддий акция эгаларидан фарқли равишда овоз бериш ҳуқуқидан маҳрум этилгани туфайли уларнинг компанияга қандайдир жиддий зарар этказиши амримаҳол.

Шундай қилиб, имтиёзли акциялар эмиссиясида капитал оқимига эришилади, аммо компания устидан назорат йўқолмайди ҳамда АЖнинг қарздорлиги ошмайди. Бироқ бу ҳолда қатъий дивиденд сиёсатини юритиш талаб этилади.

Шу билан бирга, АЖ имтиёзли акцияларни чиқариш ҳисобига молиялаштирилганда эмитент учун дивидендларни тўлашга қараганда анча қатъийроқ шартлар белгиланиш эҳтимоли юзага келади.

АЖни қимматли қоғозлар эмиссияси ҳисобига молиялаштириш тузилмасида муҳим ўринни облигациялар асосида жалб қилинадиган маблағлар эгаллайди. “Корпоратив облигациялар-бу махсус инвестициявий қиймат бўлиб, инвестор ва эмитент ўртасидаги қарз муносабатларини ифодалайди; фонд бозорида бутунлай қопланмагунча эркин муомалада бўлади ҳамда ўзининг котировкасига эга; асосий инвестицион ҳоссаларга: ликвидлилик, ишончлилик ва даромадлиликка эга.”⁵

АЖ корпоратив облигациялар эвазига молиялаштирилганда эмитент учун ҳам бир қатор афзалликлар мавжуд.

АЖни бундай молиялаштиришнинг асосий афзалликлари шундан иборатки, мазкур ҳолда корхона қарз маблағларини жалб қилиш учун муҳим

⁵ И.Бутиков. Акциядорлик жамиятин қимматли қоғозлар чиқариш ҳисобига молиялаштириш афзалликлари ва камчиликлари // Корхонани бошқариш – Тошкент 2012.-№10(64).-Б-9.

ва муҳим бўлмаган шартларни ўзи белгилайди. Бу авваламбор, кредит суммаси, муддати, сўндириш шартлари, фоиз ставкаси. Корхона банкдан кредит олганда шартларни банк қўяди. Банкдан узоқ муддатли кредитларни олиш анча мураккаб масала. Бу банкнинг ресурс базасини чекланганлиги билан изоҳланади. Бундан ташқари кредитнинг баҳоси сезиларли даражада юқори бўлиши мумкин. Кредит учун фоиздан ташқари уни расмийлаштириш учун оралиқ расмий ва норасмий транзакцион ҳаражатлар унинг баҳосини

2-жадвал⁶

Корхонани ташқи молиялаштириш манбалари афзалликлари ва камчиликлари қиёсий таҳлили

№	Қиёслаш мезонлари	Оддий акцияларнинг чиқарилиши	Корпоратив облигацияларнинг чиқарилиши	Банк кредити
1	Корхона ташкилий-хуқуқий шаклига чекловлар	Акциядорлик жамияти	АЖЛар ва тижорат банклари	йўқ
2	Фаолият юритишнинг энг кам муддати	Йўқ	Камида уч йил	Банк кредит сиёсатидан боғлиқ
3	Жалб этиладиган маблағларга чекловлар	Йўқ	Ўзлик капитали микдори чегарасида	Кредит сиёсатига, гаров таъминотига
4	Ижобий кредит тарихининг бўлиши	Йўқ	йўқ	Бўлиши мумкин
5	Таъминотнинг бўлиши	Йўқ	Таъминот билан ҳам у сиз ҳам чиқарилиши мумкин	Унинг суммаси 125 % дан кам бўлмаслиги
6	Даромадларни тўлаш бўйича мажбурият	Бўлиши мумкин	Бор	Бор
7	Корхонани бошқаришда иштирок этиш хуқуқи	Пайдо бўлади	Йўқ	Йўқ
8	Инвестицияларни жалб қилиш мудати	Муддатсиз	Муддатли	Муддатли

ошишига олиб келади. Облигациялар шу нуқтаи назардан арзон молиялаштириш манбаига айланади.

⁶ Диссертация ишини ёзиш давомида муаллиф томонидан тузилган.

Шуни ҳисобга олиш керакки, облигацияларни чиқариш ҳақида қарор акциядорлар умумий йиғилиши томонидан ёки унинг уставида белгиланган ҳолда кузатув кенгаши ваколатига киритилиши мумкин. Бу эса акциялар чиқаришдан фарқли ўлароқ, маблағларни тезроқ жалб қилиш имконини беради.

Эмитентдан бутун эмиссияни битта нархда сотиш талаб этилмайди. Мазкур молиявий воситанинг мослашувчанлиги мана шундан иборат. Бозор конъюктурасига боғлиқ ҳолда, облигациялар нархлари оширилиши ва пасайтирилиши мумкин, бу билан қарз маблағларининг бутун режалаштирилган суммасини жалб этиш мумкин. Эмитентнинг облигацияларини жойлаштиришга боғлиқ харажатлари, одатда, акцияларни жойлаштиришга қарағанда камроқ бўлади. Кредит тарихи пайдо бўлади ҳамда инвестицион имижи яхшиланади.

Корпоратив облигациялар эмитенти кредиторларга боғланиб қолмайди, бу эса зарур ҳолларда қарзни қайта молиялаштиришни осонлаштиради компания устидан назоратни йўқотиш ҳафвини камайтиради.

Албатта облигацияларни эмиссияси орқали молиялаштиришда АЖ учун камчилик сифатида инвестордан олинган сумманинг қайтарилиши ва у бўйича фоизлар тўланиши шартлигини киритиш мумкин. Бироқ, буни шартли равишда камчилик деса ҳам бўлади, чунки банк кредити олинган тақдирда ҳам худди шундай шартлар амал қилади.

Юқорида кўрсатиб ўтилган турли молиялаштириш манбалари компаниянинг капитал тузилмасини қанақа кўринишда шаклланишига тўғридан - тўғри таъсир этади. Уларнинг ҳар бирининг афзаллик ва камчилик томонларин чуқур таҳлил этиб қарор қабул қилиш зарур.

1.2. Оптимал капитал структурасини шакллантиришнинг назарий ёндашувлари.

Бозор иштирокчилари ва илмий кузатувчилар томонидан ҳали ҳануз компания ўзининг фаолиятини амалга оширишда қанча миқдорда қарз маблағларига мурожаат этиши керак ва қанча миқдорда ўзлик маблағларини сафарбар этиши керак деган масала узил- кесил ечимини топмаган.

Замонавий капитал структураси тўғрисидаги назариялар Франко Моделяни ва Мертон Миллернинг илмий асарлари билан бошланди. Сўнги 40 йилдан ортиқ муддат давомида ушбу назария “М&М назария” сифатида иктисодчилар томонидан фойдаланиб келинмоқда. Ушбу назарияга мувофиқ корхонанинг бахоси у томонидан ўзининг инвестицияларини молиялаштириш учун фойдаланган қарз маблағлари ва ўзлик ресурслари нисбатига боғлиқ эмас. Бу муҳим хулоса амалиёт учун қўллаш мумкин бўлмаган фаразга асосланади яъни корпоратив (фойда) ва даромад солиғи мавжуд эмас, одамлар батафсил ахборотга эга, индивидуал ва корпоратциялар бир хил ставкада қарз олиш имкониятига эга ва активлар учун қанча тўлаш самарадорликка умуман таъсир этмайди. Бироқ ушбу назария қарз маблағларининг корпоратция фаолиятига таъсири тўғрисида жуда муҳим тушунчани тақдим этади. Қуйидаги мисол юқоридаги тасдиқни исботлайди, Тасаввур қилинг 2 та фирма барча ҳолатларда бир хил, фақатгина улардан бири тўлиқ ўзлик маблағлари орқали молиялаштирилган бўлса иккинчиси эса қарз ва ўзлик капиталидан ташкил этилган. А шахс биринчи фирманинг 10 % мулкига эгалик қилади, Б эса иккинчи фирманинг 10 % улушига ва 10 % қарзига эгалик қилади.

А ва Б шахслар ўзларининг инвестициясидан қандай миқдорда қайтим олади? Фақат ўзлик маблағларидан ташкил топган фирмада А унинг 10 % даромадига эгалик қилади. Леверезли фирмада эса Б фоизли даромадини акциядолар томонидан олинadиган фойдадан олдин олиши керак. Бироқ Б

шахс 10 % улушга ҳам эга булгани учун икала инвесторнинг олган даромади бир хил булади.

Юқоридаги ҳолатдан келиб чиқиб олимлар ҳар икки фирманинг қиймати бир хил бўлиши керак деган хулосага келишади. Ушбу хулоса “ўринсиз тасдиқ” (irrelevance proposition) деб номланади. Бирок кўплаб иқтисодчилар ушбу тасдиқдан унинг реал ҳаётда учрамаслиги туфайли воз кечишди.

1963 йилда Модилиани ва Миллер ўзларининг илмий ишларини корпоратив (фойда) солигини ҳисобга олиб ривожлантиришди. Солик конунчилигига кўра облигация (қарз) эгаларига тўланадиган фоиз тўловлари фойда солиги учун ҳисобланадиган базадан чиқарилиб тўланади. Бунда фойда солиғи фоизли даромад учун субсидия вазифасини ўтайди. Агар фойда солиги 34 фоиз деб белгиласак унда фоиз сифатида тўланган ҳар бир доллар даромад учун 34 центдан тўламаслик имкониятини яратади. Бирок, агар фойда дивиденд сифатида тўланадиган бўлса, у ҳолда фойда икки марта солиққа тортилади. Шунинг учун фирма ўзининг солиқ юқини пасайтириш учун ва инвесторларнинг даромадини ошириш учун ўзининг инвестициясини 100% қарз асосига молиялаштириш керак.

Ушбу иккинчи хулоса биринчисига нисбатан қарама-қарши ҳисобланади. Фирмалар ўзининг лойиҳаларини 100 % қарз асосига молиялаштирмайди. Шунингдек, молиявий қарор қабул қилишда бошқа омиллар ҳам мавжуд. Ёш фирмалар айниқса, рентабеллиги юқори бўлган соҳаларда қарздан камроқ фойдаланишга мойил бўлади ва узок муддали активлари микдори катта бўлган барқарор соҳада фаолият кўрсатаётган фирмалар эса кўпроқ қарз маблағларига мурожаат этишади.

Молиячилар қарз маблағларидан фойдаланишни чеклайдиган 3 та омилни кўрсатиб ўтадилар: даромад солиги, банкротлик харажатлари ва “агент” харажатлари. Корпорациялар шу нуқтаи назардан ҳукумат ажратган қарз маблағлари фойдаси ва юқоридаги учта харажатни мувозанатлаштиради

(trade off). Шунинг учун ҳам ушбу капитал тузилиши назария “мувозанат” назария деб аталади.

1977 йилда Миллер фойда солиғини инобатга олмаслик нотўғри эканлигини кўрсатиб ўтди. Фоизли даромадларни фойда солиғидан қочиш мақсадида кредиторларга тўлашлик даромад солиғи ставкаси фойда солиғидан баланд бўлган шароитда уларнинг молиявий ҳолатини яхшиламайди. Шу нуқтаи назардан Миллернинг муҳим аргументи - оптимал капитал структурасини танлаётганда фойда ва даромад солигининг ставкаларига алоҳида эътибор бериш керак. Ва оптимал нисбат сифатида у 100 % дан кам бўлган қарзни кўрсатади.

Иккинчи омил бу- банкротлик харажатлари ҳисобланади. Бундай харажатлар фирманинг инвесторлари учун катта йўқотиш ҳисобланади. Улар пул оқимларини камайтиришга олиб келади ва натижада дивиденд ва фоизли даромадларни ўз вақтида олишга тўсқинлик қилади. Шубҳасиз инвесторлар фирманинг бундай харажатлардан холи юришини афзал биладилар. Фирма кўп миқдорда қарз олиши натижасида банкротлик эҳтимоли ортиб боради. Қарз миқдори ошиб борган сари фоизлар бўйича тўловни амалга оширишда дефолт ҳолатининг вужудга келиш хавфи юқорилайди. Бундай харажатлар эса фирмани юқори нисбатдаги қарзн концентрация қилишдан қайтаради.

Қарздан фойдаланишни пасайтирадиган кейинги омил бу – “агент” харажатлари ҳисобланади. М.Янсен ва У.Мэклинг ўзларининг илмий кузатишларида⁷ 100% бошқарувчи томонидан ва қисман бошқарувчи ва қисман ташқи инвесторлар томонидан эгалик қилинадиган фирмаларнинг капитал структурасини шаклланишига таъсирини кўрсатишади. Иккинчи ҳолатда бошқарувчилар ташқи инвесторлар учун агент вазифасини бажарадилар. Агентлар фирманинг қийматини максималлаштириш учун ҳаракат қилиши керак. Бирок улар ҳар доим ҳам буни аъло даражада уддалай олмайдилар ва баъзида фақат ўзининг фойдасига қарор қабул қилиши

⁷ Jensen, Micheal and William Meckling. Theory of the firm: Managerial Behavior, agency costs and ownership structure. Journal of Finacial Economics 3 (October 1976):305-360.

мумкин. Шундан келиб чикиб қанча катта микдорда қарз орқали молиялаштирилса, бошқарувчилар қўлида концентрацияланган капитал йиғилади ва бу ўз навбатида улар ўртасидаги низони пасайтиради.

Бирок ушбу ҳаражатларни акциядор ва кредитор (облигация) эгаси муносабатларига ҳам тадбиқ этиш мумкин. Акциядор бошқарувчилар орқали фирмани қандай фаолият кўрсатиш бўйича муҳим қарорлар қабул қилишга ҳақли. Акциядорлар облигация эгаларинининг манфаатларига зид равишда ўзларининг фойдасини кўзлаган ҳолда уларга тўланиши керак бўлган катъий микдордаги пул маблағларини туламаслик тўғрисида қарор қабул қилиши мумкин. Ушбу сиёсатнинг амалга ошиши фирманинг пул оқимларида муаммо ҳосил бўлаётганда кузатилиш эҳтимоли юқори. Воқеалар ривожини энг ёмон тус олганда содир бўлиши мумкин бўлган ҳолат акциядорлар фирманинг барча активларини дивиденд сифатида ўзларига тақсимлаши ва шу орқали облигация эгаларига қарзни қайтаришни тўхтатиб қўйиши мумкин. Яна ундан ҳам нозикрок сиёсат бу- “рискни кўчириш” стратегияси ҳисобланади.

Бу стратегиянинг моҳияти шундан иборатки, агар фирма ўзининг мажбуриятларини бажара олмаса, у ҳолда акциядорлар узоқ муддатли яъни муваффақиятсизлиги юқори бўлган бироқ фойда нормаси баланд бўлган рискли лойиҳаларни амалга ошириши мумкин. Агар лойиҳа ‘синса’ у ҳолда, кредиторлар ютказди, бироқ акциядорларнинг ҳолати ўзгармайди, яъни лойиҳа олдидан ҳам кейин ҳам улар талаб қилаётган улуш ўзгармайди.

Учинчи кредиторлар учун ҳаражатли бўлиши мумкин бўлган стратегия бу – етарли даражада акциядорлар томонидан инвестицияни амалга оширмаслик. Агар фирма ўзининг мажбуриятларини бажара олмаслик ҳолатига яқинлашаётган бўлса, у ҳолда таъсисчилар томонидан фирма устав капиталига пуллик лойиҳаларни киритишни тўхтата бошлаши мумкин. Бунинг сабаби ушбу лойиҳалардан келадиган ҳар қандай фойда охири оқибатда кредиторлардан бўлган мажбуриятларни сўндиришга кетади.

Юқоридаги учта стратегиянинг вужудга келиш эҳтимоли кўпроқ қарз капитали юқори бўлган фирмаларда бўлади. Шунинг учун фаолиятни ташкил этаётганда таъсисчилар томонидан қарзни чеклашга ҳаракат қилинади.

Баъзи изланувчиларнинг таъкидлашича, капиталнинг ушбу “мувозанат” (Trade off) назарияси ҳақиқатда молиявий менежерлар томонидан амалга оширилаётган қарорларда адекват таъсирини учратиш амримаҳол. Муқобил вариант сифатида- иерархия (“peking-order”) назарияси ҳисобланиб, унга кўра бошқарувчилар қарз маблағларига ички ресурслар етишмагандагина мурожаат этадилар.

Ж.Грахам ва К.Харвей (2001) ўзларининг молиявий (капитал) структурасини аниқлашда нимага аҳамият бериши ҳақида бир нечта бош менежерлардан сўров ўтказишган ва “мувозанат” ва “иерархия” назариялари қўлланиши тўғрисида тасдиққа эга бўлишган. Улар яна шуни аниқлашганки, кўп ҳолларда уларнинг жавоблари ушбу назария қарашлари билан тўғри келмаган.

Юқоридаги кузатишлар натижасида шу нарса аён бўлганки, юқори солиқ юкига эга бўлган корхоналар солиқ тўловларини пасайтириш мақсадида кўпроқ қарз капиталига мурожаат этишса, кўпроқ амортизация ажратмаларига эга корхоналар эса аксинча, камроқ қарздан фойдаланишни маъқул кўришади. Бундан ташқари молиявий қийинчиликка юз тутаётган корхоналар ҳам қарз маблағларидан фойдаланишни мақсадга мувофиқ деб билмайди. Р.Ражан ва Луиги Зингалес тадқиқотларига кўра, мамлакатдаги ўртача қарздорлик даражасини кўпинча, у ердаги солиқ юки даражаси ва банкротлик таомиллари кўрсатади. Асли Демиргус-Кунт ва В.Максимовичнинг кўрсатишича, кучли ҳуқуқ тизими мавжуд бўлган давлатлардаги фирмалар бундай тизим талаб даражасида бўлмаган мамлакатларга нисбатан кўпроқ ташқи молиялаштириш ресурсларидан фойдаланади.

1.3. Капитал структурасини шакллантиришда молявий ричаг самараси

Капиталларни оптимал таркибини ҳисоблаш усули корхоналар молиясини бошқаришнинг мураккаб жараёнларидан биридир. Капиталларни оптимал таркибини шакллантириш иқтисодий рентабелликни маълум даражасида ўз маблағларини рентабеллигини максималлаштиришга йўналтирилган маблағлар манбаларини шакллантириш усулидир.

Капиталларни оптималлаштириш жараёни қуйидаги мантиқий кетма-кетликда амалга оширилади:

1. Маълум дарвларга капиталларнинг таркибини таҳлил килиши.
2. Капиталлар таркибига таъсир этувчи омилларни баҳолаш:
 - хўжалик юритишнинг тармок хусусиятлари;
 - товарлар ва молявий бозорлардаги конюктура;
 - жорий фаолиятнинг фойдалилиги;
 - корхоналардаги солик юки ва бошкалар.

Молявий ричаг самараси ва карзга олишнинг оқилона сиёсати тугрисида фикр юритиш учун қуйидаги 3- жадвалда келтирилган маълумотга мурожаат қилайлик.

Кўриниб турибдики, -жадвалда иккита корхонага (шартли равишда «А» ва «Б») тегишли бўлган кўрсаткичлар келтирилган. Бу корхоналар бир хил даражадаги иқтисодий рентабеллик кўрсаткичига эга (20%). Улар ўртасида ёлғиз биргина фарқ бўлиб, у ҳам бўлса, пассив структурасидир.

Агар хар иккала корхона узига хос булган «солик жаннати»да жойлашган бўлиб, солик тўламасалар, у ҳолда «А» корхона факат ўзига тегишли булган маблағлардан фойдаланиб, 200 минг сўмлик нетто-натижага эга булади. Бу ўринда корхонанинг ўз маблағлари ҳисобидан активларнинг бутун ҳамма қисми копланаяпти. «А» корхона ўз маблағларининг рентабеллиги 20% га ($200000:10000 \times 100\% = 20\%$) тенгдир.

«Б» корхона эса дастлаб ўша 200 минг сўмдан қарзга олинган маблағлар учун тегишли фоиз суммани тўлаши керак.

Агар биз фоизнинг ўртача даражасини 15% деб қабул килсак, у ҳолда молиявий харажатнинг суммаси 75 минг сумга тенг. $(300\,000 \times 15\% : 100 = 75\,000)$ булади. Бундай шароитда «Б» корхона уз маблағларининг иқтисодий рентабеллиги 25%га $(125\,000 : 500\,000 \times 100 = 25\%)$ га тенг эканлигини гувоҳи буламиз.

3-жадвал⁸

№	Курсаткичлар	«А»	«Б»
А	Б	1	2
1.	Актив кечиктирилган тўловлар суммаси.	1000	1000
2.	Пассив (ўз маблағлари)	1000	500
3.	Пассив қарз маблағлари	-	500
4.	Нетто – натижа	200	200
5.	Иқтисодий рентабел	20	20

Демак, бир хил иқтисодий рентабеллик даражасига (20%) эга бўлган икки корхонанинг ўз маблағлари рентабеллик даражаси бир-биридан фарқ қилиши бу ўринда яққол кўринади ва бу фарқ молиявий манбаалар структурасининг (таркибий тузилишининг) турлича эканлиги билан изоҳланади. Бу 5% ли кўринишдаги фарқ молиявий ричаг самарасидир.

Юқоридаги мулоҳазалардан сўнг молиявий ричаг самарасига қуйидагича таъриф бериш мумкин: тўловли (хаки) бўлишига қарамасдан

⁸ Муаллиф томонидан шарли равишда тузилган

карзга олинган (кредит) маблағлардан фойдаланиш эвазига ўз маблағлари рентабеллигини ортиши (ўсиши) молиявий ричаг самараси дейилади.

Ҳақиқатдан ҳам, бизнинг мисолимиздаги «Б» корхона 20%ли рентабелликни таъминлаётган активларнинг бир қисми 15%га тўғри келаётган (тушаётган) ресурслар ҳисобидан молиялаштирилаяпти ва оқибат натижада эса ўз маблағларининг рентабеллиги ўсмоқда. Бу ерда яна қуйидагиларни алоҳида таъкидлаш зарур: рентабеллик даражаси ўсаётган (кўтарилаётган) ўз маблағларидан фойдаланиш молиявий харажатлар (масалан, банк кредити фоизи) билан эмас, балки ҳамма хўжалик юритувчи

4-жадвал⁹

№	Курсаткичлар	Корхоналар	
		«А»	«Б»
1.	Инвестицияларни эксплуатация қилишнинг нетто-натижаси, минг сум	200	200
2.	Молиявий харажатлар (карзлар буйича фоизлар, минг сум)	-	75
3.	Жорий натижа, минг сум	200	125
4.	Солик суммаси, минг сум	70	44
5.	қолдик сумма, минг сум	130	81
6.	Ўз маблағларнинг рентабеллиги, %	$130:1000=13,0$	$81:502=16,2$

субъектларга ҳос бўлган риск билан узвий боғлиқдир. Энди юқоридаги 3-жадвалда келтирилган ҳисоб-китобларимизда фойдадан олинadиган солик

⁹ Муаллиф томонидан шарли равишда тузилган

билан боглик бўлган рақамларни қўшимча равишда киритамиз. Фойда солиқнинг ставкаси 35% га тенг деб оламиз.

Мантиқнинг тегишли қоидаларига кўра, бу вариантда ҳам биз худди «Солик жаннати»да бўлганидек, бир хил натижаларга эга бўлишимиз керак. Чунки кредит учун фоизлар ҳам солиқлар ҳам корхона томонидан қўлга киритилган иқтисодий самарадан олинадиган мажбурий тўловлардир.

Бир вақтнинг ўзида -жадвалдаги маълумотлардан куринадики «Б» корхона ўз маблағларининг рентабеллик даражаси «А» корхонанинг худди шу курсаткичидан 3,2 пунктга ортиқдир. Юқорида таъкидланганидек, бунинг асосий сабаби - бу корхона пасивларининг молиявий структураси (таркиби) иккинчисиникига нисбатан фарқ қилиниши билан белгиланади. Солиққа тортиш ричаг самарасини учдан бир қисмига кесиб қўйганлиги маълум бўлаяпти.

Бу мулоҳазалардан қуйидаги хулосалар келиб чиқади:

Факат ўз маблағларидан фойдаланувчи корхона уларнинг (ўз маблағларининг) рентабеллигини иқтисодий рентабелликнинг учдан икки қисми доирасида чеклаб қўяди, яъни:

$$УМР = 2/3 \text{ ИР.}$$

Бу ерда, **УМР** - ўз маблағларининг рентабеллиги; **ИР** - иқтисодий рентабеллик

1) Кредит ёки қарзий маблағлардан фойдаланувчи корхона ўз ва қарзий маблағларининг нисбати ҳамда фоиз ставкасининг даражасига боглик равишда ўз маблағларининг рентабеллигини ёки оширади ёки камайтиради. Бундай шароитда молиявий ричаг самараси вужудга келади, яъни.

$$УМР = 2/3 \text{ ИР} + \text{МРС.}$$

Бу ерда МРС - молиявий ричаг самараси.

4-жадвалда келтирилган маълумотлар асосида «молиявий ричаг қандай ҳаракат қилар экан?» деган саволга жавоб беришимиз керак. Агар озгина эътибор бериб, жадвалда келтирилган маълумотларга назар солсак, молиявий

ричаг самараси иқтисодий рентабеллик билан карзга олинган маблаглар «бахоси» (фоизнинг ўртача ставкаси) ўртасидаги фарқ натижасида вужудга келаётганлигини гувоҳи бўламиз. Бошқача қилиб айтганда, корхона натижада шундай иқтисодий рентабелликка эришмоги лозимки, ҳеч бўлмаганда эга бўлган маблаглар кредит учун фоизларни тўлашга етарли бўлсин.

Ҳап шундаки, фоизнинг ўртача ставкаси кредит шартномасидаги фоизнинг ставкасига тўғри келмайди. чунки йилига 60% ли ставка билан 3 ойлик (йилнинг 1/4 қисми) муддатга олинган кредит ҳақиқатда корхонага 15%га тушади.

Фоизнинг ўртача ставкасини ҳисоблаш учун қуйидаги формуладан фойдаланиш мумкин.

$$\text{ФУС} = (\text{ХМХ} : \text{кМУС}) \times 100.$$

Бу ерда:

ФУС - фоизнинг уртача ставкаси

ХМХ - таҳлил қилинаётган даврдаги ҳамма кредитлар бўйича ҳақиқатдаги молиявий ҳаражатлар (фоизлар суммаси).

кМУС - таҳлил қилинаётган даврда фойдаланиладиган карзий маблагларнинг умумий суммаси.

Амалдаги қоидаларга кўра, маълум ҳолларда кредит учун тўланадиган фоиз суммасининг бир қисми солиқлар тўлангандан сўнг корхона ихтиёрига қолдирилган фойда ҳисобидан тўланиши лозим. Бундай шароитда ҳақиқатдаги молиявий ҳаражатлар аниқланаётган пайтда фоизларнинг тегишли суммаси бюджетга солиқлар кўринишида ўтказилган (тўланган) суммалар миқдорида кўпайтирилиши (оширилиши) лозим. Буни тасаввур қилиш учун қуйидаги мисолга мурожаат қиламиз.

1. Корхона ихтиёрига қолдирилган фойда ҳисобидан туланадиган фоизлар суммаси - 100 минг сум:

2. Фойдадан олинадиган солиқнинг ставкаси.

Корхона ихтиёрига колдирилган фойда хисобидан тўланадиган фоизлар қисми бўйича ҳақиқатдан молиявий ҳаражатлар - 135 минг сўм.

Юқоридаги мулоҳазалардан сўнг биз энди ричаг самарасининг таркибий қисмларини ажратиб кўрсатишимиз мумкин. Уларнинг биринчиси дифференциалдир. «Б» корхона учун дифференциал иктисодий рентабеллик (ИР) билан фоиз ставкасининг айирмасига тенгдир. Агар соликка тортишни инобатга оладиган бўлсак, у ҳолда дифференциалдан фақат 2/3 қисми қолади, ҳолос:

$$2/3 (\text{ИР} - \text{ФС}) = 2/3 (20\% - 15\%) = 3,3\%.$$

Ричаг самарасининг иккинчи таркибий қисми ричаг елкаси бўлиб, у ричагнинг таъсир этиш кучини тавсифлайди, ёки қарзий ва ўз маблағларининг нисбатини ифодалайди. «Б» корхона учун ричаг елкаси 1 га тенг.

Ричаг самарасининг таркибий қисмларини бирлаштирамиз ва натижада, қуйидаги молиявий ричаг самараси (МРС)га эга бўламиз.

$$\text{МРС} = 2/3 \text{ Дифференциал} \times \text{Ричаг елкаси}.$$

$$\text{МРС} = 2/3 (\text{ИР} - \text{ФС}) \times \text{қарзий маблағ} / \text{ўз маблағлари}$$

Энди ҳудди «А» ва «Б» корхонага ўхшаш «В» корхонани олайлик «В» корхона «А» ва «Б» корхоналарга ўхшасада, лекин бу корхоналар учун қуйидагилар ҳарактерли бўлсин: 250 минг сум ўз ва 750 минг сумлик қарзий маблағларга эга: қарзий маблағларнинг жалб этилиши унга 18%га тушади. Ана шунаканги кўрсаткичларга эга бўлган «В» корхона учун ричаг самараси қуйидагига тенг бўлади:

$$\text{МРС} = 2/3 (20\% - 18\%) \times (750000:250000) = 4\%$$

Бу кўрсаткични таққослаш натижасида қуйидагиларни аниқлаш мумкин.

«Б» корхона билан қиёслаганда «В» корхонанинг дифференциали анча камдир (5% эмас, балки 2%дир).

Лекин «В» корхонанинг ричаг самараси кучлироқ ричаг елкасига асосланган «таянч» эвазига «Б» корхонаникидан кўпроқдир (каттароқдир).

II боб. Акциядорлик жамиятларида капитал структураси шаклланиши тахлили

2.1. Ўзбекистонда акциядорлик жамиятларида капитал тузилиши ва ўзгариши тахлили

Ҳеч бир давлат самарали компаниялар ва корхоналарсиз ўзининг фаровонлигини ўстириш ва қўшимча иш ўринларини яратиш учун зарур шарт-шароитларни ярата олмайди. Ҳар бир давлатга иқтисодий жиҳатдан бақувват, юқори ишлаб чиқриш технологиясига асосланган, молиявий барқарор йирик корхоналар керак, зеро улар катта миқдордаги инвестицияларни жалб қила олади, иш ўринларини ярата олади, моддий қимматликларни ишлаб чиқаради ва охир оқибатда мамлакатнинг макроиқтисодий параметрларини ошишига олиб келади.

Биз ҳозирда кучли рақобатлашган жамиятда яшамоқдамиз. Энди исталган мамлакатнинг жаҳон ҳамжамиятидаги ўрни у томонидан дунё бозорига таклиф этидаётган товарлар ва хизматлар рақобатбардошлиги билан аниқланади. Иқтисодий мустақиллик унинг худудида фаолият кўрсатаётган катта-катта корхоналар фаолиятига бевосита боғлиқ бўлиб қолади.

Узок муддатли иқтисодий ўсишнинг асоси – иқтисодиётда йирик даражада капиталнинг концентрациялашуви ва ундан самарали фойдаланишдир.

Бозор муносабатларининг ривожланиб бориши хусусий сектор қўлида йирик капиталнинг йиғилишига олиб келади. Ҳозирда жаҳон иқтисодиётини йирик корпорацияларсиз тасаввур этиш қийин. Улар том маънода жаҳон хўжалигида ҳам истеъмолчи ҳам ишлаб чиқарувчига айланиб улгурди. Уларнинг бир йиллик ишлаб чиқариш ҳажми айрим иқтисодиёти масштаби нуктаи назардан кичик бўлган давлатлар йиллик ялпи ички маҳсулотидан кўпроқни ташкил этади. Айнан улар томонидан амалга оширилаётган йирик инвестицион лойихалар иқтисодиётни ҳаракатга келтирувчи куч - локомотивига айланиб бормокда.

Мамлакатимиз мустақилликка эришгандан сўнг Юртбошимиз бошчилигида мамлакатимизни ижтимоий-иқтисодий ривожлантириш бўйича комплекс чора-тадбирлар амалга ошириб келинмоқда. Бозор муносабатларини шакллантириш, иқтисодий ислохотларни чуқурлаштириш ва пировардида юқори иқтисодий ўсиш суръатларига эришиш мақсадида ҳукуматимиз томонидан қатор ислохотлар амалга оширилмоқда.

Ривожланган бозор иқтисодиётининг асосий муҳим хусусияти унинг турли мулкчилик шаклига асосланганлигидир. Шу мақсадда мустақилликнинг дастлабки йиллариданоқ бизнесни ташкил этиш ва юритишнинг турли шакллари жорий этилди.

Хусусий секторни жадал ривожлантиришни рағбатлантириш, мамлакат иқтисодиётида унинг роли ва аҳамиятини тубдан ошириш, хусусийлаштирилган корхоналарни корпоратив бошқариш тизимини такомиллаштириш мақсадида хусусий тадбиркорликни кенг кўламда ривожлантириш, хусусий мулкчиликка асосланган, шу жумладан давлат мулкани хусусийлаштириш натижасида, корхоналарни ташкил қилиш ва шу асосда иқтисодиёт таркибида хусусий секторнинг улушини сезиларли даражада ошириш мамлакатда амалга оширилаётган иқтисодий ислохотлар ва бозор ўзгартиришларининг ғоят муҳим устувор йўналишлари ҳисобланади¹⁰.

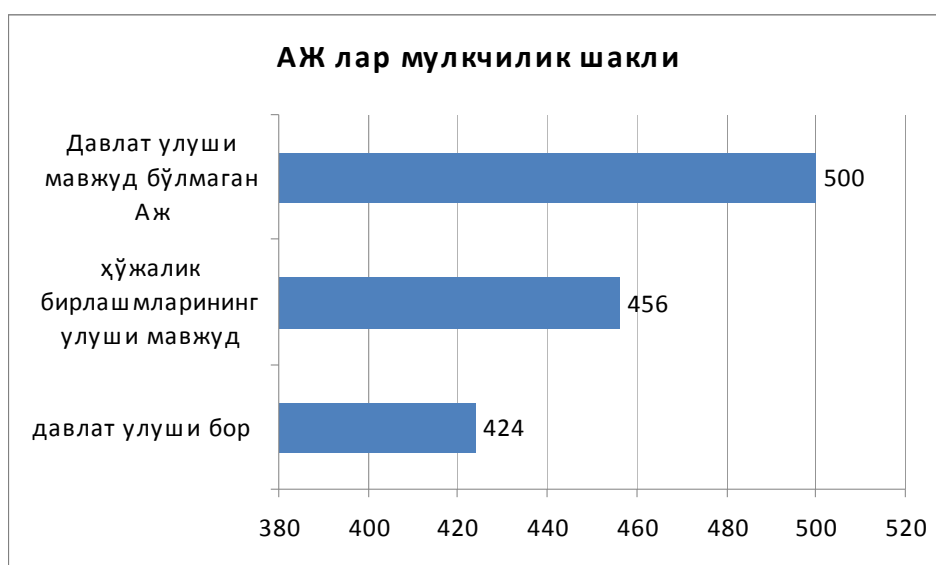
Давлат тасарруфидан чиқариш ва хусусийлаштириш жараёнининг энг асосий йўналишларидан бири бу - давлат мулкчилигига асосланган йирик корхоналарини акциядорлик жамиятларига айлантириш ҳисобланади. Айни пайтда мамлакатимизда 2013-йил декабр ҳолатига 1239 та (тижорат банклари ва суғурта компанияларини ҳисобга олмаган ҳолда) фаолият кўрсатмоқда.¹¹

¹⁰“ Ўзбекистон иқтисодиётида хусусий секторнинг улуши ва аҳамиятини тубдан ошириш чора-тадбирлари тўғрисида” ПФ-3202-сон Тошкент ш., 2003 йил 24 январь.

¹¹ <http://www.deponent.uz> (Марказий депозитарий маълумотлари)

Мулкичилик шаклига эътибор қаратидиган бўлсак, ҳозирда жами АЖ лар таркибида фақат хусусий мулкчиликка асосланганлар сони 500 тани ташкил этса, 424 та АЖ да давлатнинг улуши мавжуд (диаграмма маълумотлари). Президентнинг 2003- йил 3202-сон фармонида асосан акциядорлик жамиятларининг устав жамғармасидаги давлат улуши 25 фоиз ва ундан кам миқдорда бўлиши мақсадга мувофиқ эмас деб ҳисобланган ҳамда уни асосан хусусий мулк сифатида сотиш амалга оширилиш белгилаб қўйилган. .

3-расм¹²



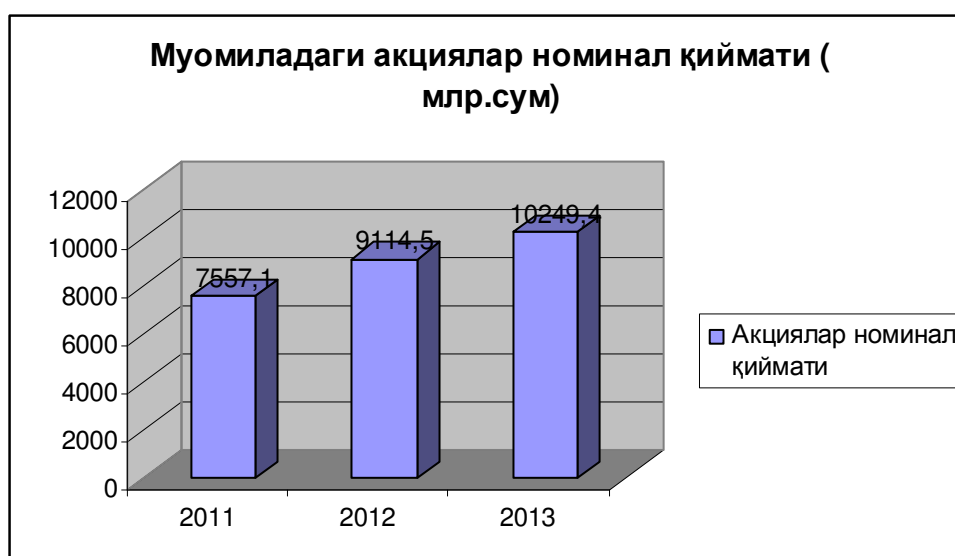
АЖларнинг капиталини шакллантириш, инвестицион лойиҳаларини амалга ошириш ва доимий молиявий барқарорлигини оширишда қимматли қоғозлар бозори муҳим рол ўйнайди. Қимматли қоғозлар бозорининг фаолияти мамлакатимизда амалга оширилаётган хусусийлаштириш жараёнлари ва хусусийлаштирилган давлат корхоналари негизида ташкил этилган акциядорлик жамиятларини ташкил этиш билан яқиндан боғлиқ. Қимматли қоғозлар бозорининг асосий элементи бўлиб эса 1994-йил 8-апрелда №745 сонли Президент фармони билан ташкил этилган “Тошкент” Республика фонд биржаси ҳисобланади.

¹² Http www.csm.gov.uz маълумотлари асосида тадқиқотчи томонидан таёрланган

Хусусийлашган корхоналар базасида ташкил этилган иқтисодийётнинг турли тармоқларида фаолият юритувчи акциядорлик жамиятлари биржа савдолари орқали ўзининг ҳақиқий мулкдорини топмоқда ва кенг кўламли модернизация ва реструктуризация ўтказиш имкониятига, қайтадан ташкил этилаётган акциядорлик жамиятлари эса ўзининг инвестицион лойиҳаларини амалга ошириш учун қўшимча молиявий ресурсларга эга бўлмоқда.

Бугунги кунда аста-секинлик билан ўзининг ишлаб чиқариш қувватларини тўплаб, самарали техник ва технологик қуролланишни амалга оширувчи Ўзбекистоннинг реал сектор корхоналари ўзининг инвестицион жозибадорлигини оширмоқда ва қўшимча акцияларини қимматли қоғозлар бозорида реализация қилиш орқали ўзининг ривожланиши учун зарур инвестиция ресурсларини жалб қилиш имкониятига эга.

4-расм¹³



2014-йил 1-апрель ҳолатига Қимматли қоғозлар Марказий депозитарийсида 1219 та акционерлик жамиятларининг қимматли қоғозлари ҳисобга олинмоқда. Уларнинг номинал миқдори ҳажми 10.25 трлн.сўмни ташкил этади. Йилдан йилга акциядорлик жамиятларининг миқдори камайиш тенденциясига эга бўлсада, уларнинг капитализация даражаси ортиб бормоқда.

¹³ <http://www.csm.gov.uz> маълумотлари асосида тадқиқотчи томонидан таёрланган.

-илова маълумотларида АЖ ларнинг тармоқ таркиби ва уларнинг жами тармоқ бўйича устав капитали ҳажми бериб ўтилган. Қуйидаги маълумотлардан қизиқ бир ҳолатга дуч келишимиз мумкин. Айрим тармоқларда АЖлар миқдори кўп бўлсада, бироқ уларнинг жами устав капитали ҳажми таркибида АЖ лар сони кам бўлган тармоқнинг жами устав капитали миқдоридан камроқни ташкил этади. Масалан таркибида 172 та АЖ мавжуд бўлган "Агромашсаноат" сервиснинг жами устав капитали 65306,92 млн.сум бўлса, устав капитали миқдори қуйидаги тармоқлар ичида энг кўп бўлган "Ўзбекэнерго" ДАК (750479,635 млн.сум) ва "Ўзавтосаноат" АК (779420,46 млн.сум) таркибида мос равишда 45 ва 26 та АЖлар мавжуд. Худди шундай тескари алоқани шунингдек "Ўздавпахтасаноат" уюшмаси (118та АЖ ва устав капитали 80672,3 млн.сум) ва "Ўзбекенгилсаноат" ДАК (26 та АЖ ва 72727,28 млн.сум устав капитали) ўртасида ҳам кўришимиз мумкин.

2013-йилда Қимматли қоғозлар бозорини мувофиқлаштириш ва ривожлантириш Маркази томонидан акцияларнинг 171та чиқарилиши рўйхатга олинган бўлиб, умумий эмиссия ҳажми (номинал қиймати бўйича) 3.21 трлн.сўмни ташкил қилди (-жадвал).

Таъкидлаш жоизки, 2013 йилда рўйхатга олинган акциялар чиқарилиши 2012-йилдаги кўрсаткичдан 208.8 млрд.сўмга ортиқ.

2014-йил 1-январь ҳолатига муомалада (номинал қиймати бўйича) :

- акциялар – 10.25 трлн.сўмлик
- корпоратив облигациялар – 374.9 млрд.сўмлик
- банкларнинг депозитли (қўйилма сертификатлари) -592.0 млрд.сўмлик мавжуд.

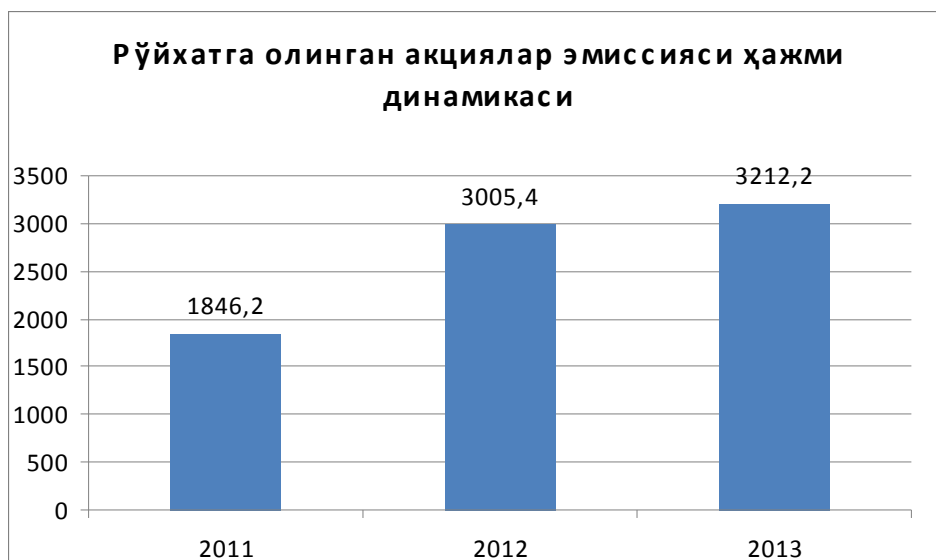
Шу жумладан, 2013 йилда 43,0 млрд сўмлик (5 та чиқарилиш) корпоратив облигациялар ва 427.1 млрд.сўмлик банкларнинг депозитли(қўйилма) сертификаталир чиқарилди.

Акциялар чиқарилиши ҳажми ҳудудлар кесимида (2013-йил)

№	Ҳудудлар	Чиқарилишлар сони	Эмиссия ҳажми (сум)	Акциялар сони (дона)
1	Қорақалпоғистон Республикаси	4	4 005 770 300	1 555 315
2	Андижон вил	6	9 007 941 100	2 600 656
3	Бухоро	10	17 538 842 441	2 291 540
4	Жиззах	2	1 073 070 600	681 117
5	Қашқадарё	5	8 712 386 693	4 033 046
6	Навои	3	5 211 435 047	855 825
7	Наманган	7	7 746 404 262	7 235 118
8	Самарқанд	5	4 595 889 804	842 081
9	Сурхондарё	3	1 713 638 000	409 283
10	Сирдарё	-	-	-
11	Хоразм	3	2 361 003 560	169 108
12	Тошкент вилояти	16	21 513 673 366	12 292 325
13	Фарғона	4	11 715 441 200	11 519 838
14	Тошкент шаҳри	25	112 153 031 455	99 213 112
15	Марказий аппарат	76	3 006 811 768 388	2 440 168 924
Жами		171	3 214 160 296 216	2 583 867 288

Юқоридаги маълумотлардан кўришимиз мукинки, бизнесни ташкил этишнинг ташкилий-ҳуқуқий шакли сифатида бир қатор камчиликлар туфайли АЖнинг сонидан пасайиш тенденциясини кўришимиз мумкин.

¹⁴ <http://www.csm.gov.uz> маълумотлари асосида тадқиқотчи томонидан таёрланган.



Бироқ яна шуни таъкидлаш муҳимки, сўнги пайтларда аксарият АЖлар давлат корхонаси негизида янги ташкил этилаяпти ва унда давлатнинг уларнинг молиявий сиёсатни ишлаб чиқишдаги ўрни юқорилигича қолмоқда.

¹⁵ [http:// www. csm.gov.uz](http://www.csm.gov.uz) сайти маълумотлари асосида тадқиқотчи томонидан таёрланган

2.2 Акциядорлик жамиятларида капитал структурасини шакллантиришда давлатнинг роли

Маълумки мамлакатимизда бозор муносабатларининг ўзига хос модели шакллантирилган бўлиб, у вақт синовидан ўтган “Ўзбек модели”га асосланади.

Давлатнинг бозор ислохотларини амалга оширишда бош ислохотчи эканлигини инобатга олган ҳолда, иқтисодиёт учун стратегик аҳамиятга эга бўлган корхоналарни бошқаришда давлатнинг роли юқориликча қолмоқда. Юқорида кўриб ўтдик, айни пайтда фаолият кўрсатаётган аксарият АЖлар устав капиталида давлатнинг улуши мавжуд.

Давлатнинг АЖлар фаолиятида иштироки Ўзбекистон Республикасининг “Акциядорлик жамиятлари ва акциядорлар ҳуқуқларини ҳимоя қилиш тўғрисидаги” Қонун ва бир нечта қонун ости ҳужжатлари билан тартибга солинади. Хусусан, Молия вазирлиги ва Давлат рақобат қўмитаси томонидан тасдиқланган Ўзбекистон Республикаси Адлия вазирлиги томонидан 2005 йил 27 апрелда 1473-сон билан давлат рўйхатидан ўтказилган “Хўжалик жамиятлари устав жамғармасидаги давлат акциялари пакетлари (улушлари)ни бошқариш бўйича фаолиятни амалга ошириш тартиби тўғрисидаги” Низомга мувофиқ, давлат АЖда ўзининг вакили орқали иштирок этади.

Қайд этиб ўтилган низомда Давлат вакилига қуйидагича таъриф бериб ўтилган: Давлат вакили - Давлат рақобат қўмитаси билан тузилган ишончли бошқариш тўғрисидаги шартномага мувофиқ, жамиятнинг бошқарув органларида иштирок этиш орқали давлатнинг акциялар пакетини бошқарувчи ва унинг манфаатларини ҳимоя этувчи давлат ишончли вакили, ишончли бошқарувчи ва бошқарувчи компания.

Юқоридаги низомга мувофиқ, Давлат вакили АЖларида давлат пакетини бошқариш жараёнида кузатув кенгаши ёки акциядорлар умумий йиғилишида қун тартибига қўйилган баъзи масалалар юзасидан овоз беришда

давлат бошқарув органлари билан мажбурий тартибда келишиши шарт ҳисобланади.

Хусусан:

а) Молия вазирлиги ёки унинг ҳудудий органлари билан – жамиятнинг соф фойдасини тақсимлаш ва уни дивиденд сифатида тақсимлаш масалаларида:

Иқтисодиёт учун стратегик аҳамиятга эга бўлган, шунингдек охириги икки йилда соф фойда миқдори 50 млн.сумдан ортиқ бўлган жамиятларда – Молия вазирлиги билан;

Сўнгги икки йилда соф фойда миқдори 50млн.сумдан кичик бўлган жамиятларда – вазирликнинг ҳудудий органлари билан келишилади.

б) Давлат рақобат қўмитаси билан:

Жамиятни қайта ташкил этиш, уни тугатиш;

Ижро этувчи органни шакиллантириш (сайлаш, тайинлаш, ёллаш);

Эълон қилинадиган акцияларнинг энг кўп миқдорини белгилаш;

Акцияларни бўлиш ва йириклаштириш;

Жамият устав фондини кўпайтириш ёки камайитириш;

Йирик битимларни амалга ошириш масалалари келишилиши шарт.

Давлат активларини самарали бошқаришни таъминлаш, ягона техник-иқтисодий, ишлаб чиқариш сиёсатини амалга ошириш, ишлаб чиқаришни модернизациялаш, шу жумладан инвестицияларни жалб этиш йўли билан маҳсулотлар (ишлар, хизматлар)нинг янги турларини ишлаб чиқариш ва ўзлаштириш ҳажмларини кенгайтириш мақсадида Вазирлар Маҳкамасининг 2013 йил 11 июнь, 165-сон қарори билан Хусусийлаштириш, монополиядан чиқариш ва рақобатни ривожлантириш давлат қўмитаси ҳузурида Давлат активларини бошқариш маркази ташкил этилди.

Қуйидагилар Марказнинг асосий вазифалари ҳисобланади:

- инвестиция активларининг ишончли бошқарувчилари ва давлат мулкини самарали бошқариш бўйича давлатнинг ишончли вакиллари фаолиятининг натижадорлиги мониторингини олиб бориш;

- акциядорлик жамиятлари ва бошқа хўжалик жамиятлари акцияларининг давлат пакетлари (улушлари) бўйича, шу жумладан уларни давлатнинг ишончли вакилларига, бошқарувчи компанияларга ва хўжалик бошқаруви органларига ишончли бошқарувга бериш йўли билан акциядор (қатнашчи)нинг ҳуқуқларини рўёбга чиқариш;

- устав фондида давлат улуши бўлган акциядорлик ва бошқа хўжалик жамиятлари фаолияти самарадорлигини, биринчи навбатда, ишлаб чиқаришни модернизациялаш ва техник жиҳатдан қайта жиҳозлаш, маҳсулот таннархини пасайтириш, меҳнат унумдорлигини ошириш, сифатни бошқаришнинг замонавий тизимларини жорий этиш ҳисобига ошириш юзасидан чора-тадбирлар комплексини ишлаб чиқиш ва уларни амалга оширишда қатнашиш;

- Марказга эгалик қилиш ва фойдаланиш учун берилган давлат активлари бўйича дивидендларнинг акциядорлик ва бошқа хўжалик жамиятлари томонидан Давлат бюджетига ўз вақтида ва тўлиқ ҳажмда тўланишини таъминлашга кўмаклашиш.

Марказ ўзига юкланган вазифаларга мувофиқ куйидаги функцияларни амалга оширади:

- қонун ҳужжатларига мувофиқ Ўзбекистон Республикаси номидан акцияларнинг давлат пакети (улушлари) бўйича хўжалик жамиятларининг акциядори (қатнашчиси) ҳуқуқини амалга оширади, шунингдек ушбу ҳуқуқларни ишончли бошқарувчиларга беради;

- шу жумладан чет элдаги хўжалик жамиятлари бошқарув органларида ўзига эгалик қилиш ва фойдаланиш учун берилган акцияларнинг давлат пакетлари (улушлар) бўйича акциядор (қатнашчи) сифатида давлат манфаатларини ифодалайди;

- давлат активларининг инвестицион жалб этувчанлигини ошириш йўли билан хусусийлаштириш жараёнига кўмаклашади;
- муассислар (акциядорлар), қатнашчилар ва ишончли бошқарувчилар томонидан тақдим этиладиган ҳисоботлар ва ахборот асосида давлат унитар корхоналарининг ва устав фондида давлат улуши бўлган хўжалик бирлашмаларининг молия-хўжалик фаолиятини таҳлил қилади, жамиятнинг бизнес-режаси параметрлари мунтазам равишда бажарилмаган тақдирда эса жамиятнинг ижро этувчи органи таркибини алмаштириш ташаббуси билан чиқади;
- Давлат рақобат кўмитасининг Иқтисодий ночор корхоналарни соғломлаштириш ва таркибий ўзгартириш бош бошқармаси билан биргаликда устав фондида давлат улуши бўлган иқтисодий ночор, паст рентабелли ва зарар кўриб ишлаётган корхоналарнинг молия-хўжалик фаолиятини таҳлил қилади, шунингдек уларни молиявий соғломлаштириш чораларини кўради;
- давлат унитар корхоналари ва устав фондида давлат улуши бўлган хўжалик жамиятларининг самарали бизнес-режалари ишлаб чиқилишига кўмаклашади ва уларнинг параметрлари бажарилиши мониторингини олиб боради;
- акциядорлик жамиятларини бошқаришда акциядорлар ва кузатувчи кенгашларнинг ролини тубдан оширишга, миноритар акциядорларнинг ҳуқуқларини ҳимоя қилишни таъминлашга, устав фондида давлат улуши бўлган хўжалик жамиятларининг молия-хўжалик фаолияти натижалари юзасидан ижро этувчи органларнинг акциядорлар олдидаги жавобгарлигини кучайтиришга йўналтирилган корпоратив бошқариш тизимини янада такомиллаштириш чора-тадбирларини кўради;
- хўжалик жамиятларини самарали бошқаришни таъминлаш учун уларни корпоратив бошқаришнинг энг яхши илғор тажрибасини жорий этиш ишларини олиб боради;

- хўжалик жамиятлари фаолиятининг иқтисодий самарадорлигини, шу жумладан уларнинг молиявий натижаларини ошириш чораларини кўради;
- ишлаб чиқаришни модернизациялаш, технологик қайта жиҳозлаш ва кенгайтириш жараёнларига зарур инвестицияларни жалб этиш учун хўжалик жамиятларининг қимматли қоғозларини чиқариш ташаббуси билан чиқиш орқали фонд бозорининг ривожланишига кўмаклашади;
- устав фондида давлат улуши бўлган хўжалик жамиятларининг акциядорлари (қатнашчилари) умумий мажлисида иштирок этиш учун ишончли бошқарувчиларга, давлат вакилларига ва Марказ ходимларига ишончномалар беради;
- хўжалик жамиятлари бошқарув органлари мажлислари кун тартиби масалалари юзасидан овоз бериш сиёсати бўйича ишончли бошқарувчиларга ва давлат вакилларига кўрсатмалар беради;
- танлов асосида акцияларнинг давлат пакетларини (улушларини) ишончли бошқарувга беради, уларни давлатнинг ишончли вакилларига, давлат ва хўжалик бошқаруви органларига бериш ҳоллари бундан мустасно;
- республика иқтисодиёти учун стратегик аҳамиятга эга бўлган хўжалик жамиятлари рўйхати бўйича таклифларни, шунингдек давлат активларини эгалик қилиш ва фойдаланиш учун Марказга бериш бўйича таклифларни кўриб чиқиш ва тасдиқлаш учун Акциядорлик бирлашмалари ва компаниялардаги акцияларнинг давлат улушидан самарали фойдаланиш мониторингини олиб бориш бўйича комиссияга киритади;
- давлатнинг ишончли вакиллари ва хўжалик жамиятларидаги давлат улушларини бошқариш бўйича инвестиция активларининг ишончли бошқарувчиларини, шунингдек акциядорлик жамиятларини бошқаришда давлатнинг иштироки махсус ҳуқуқидан («олтин акция») фойдаланувчи давлатнинг вакиллари тайинлаш ва озод қилиш бўйича таклифларни Акциядорлик бирлашмалари ва компаниялардаги акцияларнинг давлат

улушидан самарали фойдаланиш мониторингини олиб бориш бўйича комиссияга кўриб чиқиш ва тасдиқлаш учун киритади;

- хўжалик жамиятларидаги давлат улушини бошқариш бўйича ишончли бошқарувчилар билан, қонун ҳужжатларида назарда тутилган ҳолларда эса бошқа юридик шахслар билан шартномалар тузади;

- давлат активларини бошқариш самарадорлигини ошириш, корпоратив бошқаришни ривожлантириш соҳасида консалтинг хизматлари кўрсатади;

- давлат унитар корхоналарида ва устав фондида давлат улуши 50 фоиздан ортиқ бўлган хўжалик жамиятларида ташқи аудитни ўтказиш учун аудиторлик ташкилотларини танлайди ва аудиторлик ташкилотлари томонидан тақдим этилган ҳужжатларни кўриб чиқиш яқунлари бўйича танловда қатнашиш учун, кейинчалик Ўзбекистон Республикаси Давлат рақобат қўмитаси ва Молия вазирлиги раҳбариятининг тасдиқлаши учун уларнинг рўйхатини тайёрлайди;

- молия-хўжалик фаолиятини аудиторлик текшириш ёки устав фондида давлат улуши бўлган хўжалик жамияти фаолиятининг махсус масаласи бўйича аудиторлик текширишини ўтказиш ташаббуси билан чиқади;

- республика иқтисодиёти учун стратегик аҳамиятга эга бўлган давлат-акциядорлик компаниялари ва устав фондида давлат улуши бўлган бошқа хўжалик жамиятларининг ижро этувчи органи ва кузатувчи кенгаши раҳбарларининг корпоратив бошқаришнинг сифатли тизимини жорий этиш бўйича ҳисоботларини Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасида вақти-вақти билан эшитишни ташкил этади;

- Давлат рақобат қўмитаси ва маҳаллий давлат ҳокимияти органлари билан биргаликда корпоратив бошқаришни ривожлантириш ва ривожланган мамлакатларнинг илғор тажрибасини жорий этиш йўли билан давлат активларини самарали бошқариш, устав фондида давлат улуши

бўлган хўжалик жамиятларининг менежменти, давлатнинг ишончли вакиллари, инвестиция активларининг ишончли бошқарувчилари билимлари ва кўникмалари даражасини ошириш билан боғлиқ семинарлар, давра суҳбатлари ва бошқа тадбирларни ташкил этади;

- корпоратив бошқариш тизимини такомиллаштириш ва хўжалик жамиятларида давлат улушини бошқариш самарадорлигини оширишга йўналтирилган тадбирлар бўйича таклифлар тайёрлайди;

- манфаатдор давлат органлари, ишончли бошқарувчилар билан биргаликда давлат унитар корхоналарида ва устав фондида давлат улуши бўлган хўжалик жамиятларида самарали дивиденд сиёсатини амалга оширишда қатнашади;

- давлатнинг ташкилотлардаги улушли иштироки мақсадларига эришиш учун бошқа тадбирларни амалга оширади;

- давлат активларини самарали бошқариш, корпоратив бошқаришнинг замонавий усуллари жорий этиш, менежмент сифатини ошириш бўйича, шунингдек давлатнинг хўжалик жамиятларидаги вакиллари фаолиятини тартибга солувчи норматив-ҳуқуқий ҳужжатлар лойиҳаларини ишлаб чиқишда қатнашади;

- жамиятни ривожлантириш учун йўналтирилган маблағларни устав фондига капиталлаштиришда хўжалик жамиятларига кўмаклашади.

Ушбу марказга тасарруф этиш ҳуқуқисиз эгалик қилиш ва фойдаланиш учун уставида давлат улушлари мавжуд жами 495 та хўжалик жамиятини давлат активларини бошқариш берилган. Шулардан 294 таси АЖ хисобланади.

Қуйидаги жадвалдан кўришимиз мумкини, уставида давлат улушлари мавжуд корхоналар сони 951 та (333 АЖ ва 206 МЧЖ) бўлиб, Марказга берилган жамиятларнинг давлат улушини бошқариш :

- 218 тасида давлат ишончли вакили орқали;

**Давлат улуши мавжуд мавжуд бўлган корхоналар фаолияти самарадорлиги
тахлили (01.01.2014 ҳолатига)**

№	Кўрсаткичлар номи	Жами	жумладан							
			Фойда билан ишлаётганлари				Зарар кўриб ишлаётган корхонала сони			
			Жами		Улаардан ўтган шу йил ҳолатига молиявий-иктисодий ҳолатини яхшилаганлари (соф фойда ортган)		Жами		Улардан ўтган йил шу йил ҳолатига зарарларни камайтирганлари	
			Сони	%	Сони	%	сони	%	сони	%
1	Давлат вакили фаолият кўрсатадиган корхоналар сони	218	204	93,6	78	38,2	14	6,4	0	0,0
2	Ишончли бошқарувчи фаолият кўрсатадиган корхонала миқдори (вазирлик, идоралар)	41	35	85,4	23	65,7	6	14,6	0	0,0
3	Далатрақобат кўмитаси вакиллари томонилан давлат улуши бошқариладиган корхоналар миқдори	236	227	96,2	184	81,1	9	3,8	8	88,9
4	Давлат улуши Маҳаллий ҳокимият томонидан бошқариладигуниверсал ва деҳқон бозорлар сони	456	456	100,0	191	41,9	0	0,0	0	0,0
	Жами	951	922	97,0	476	51,6	29	3,0	8	27,6

- 41 тасида тармоқ вазирликлари, идоралари ва ҳўжалик бошқарув органлари орқали;
- 236 тасида Давлат рақобат қўмитасининг маъсул ишчилари томонидан бошқарилади;

Юқоридагилардан хулоса қилиш мумкинки, устав фондида давлат улуши мавжуд бўлган жамиятларнинг молиявий-ҳўжалик фаолиятининг муҳим масалалари биринчи навбатда, давлат манфаатлари нуқтаи назаридан кўриб чиқилади. Бизнинг тадқиқотимиз бош муаммоси бўлган капитал тузилмаси масаласи ҳам марказлашган тартибда ҳал этилади. Айтиш мумкинки, давлат улуши мавжуд бўлган жамиятларда капитални дастлабки шакллантириш муаммоси 75-80% га ечилади. Чунки давлат улуши мавжуд АЖлари давлат корхоналари негизида Президент ёки Хукумат қарори билан ташкил этилади ва ушбу қарорда уни уставини шакллантириш тартиби, молиялаштириш манбаи ва ундан фойдаланиш йўналишлари қатъий белгилаб қўйилади.

3.3. Акциядорлик жамиятларда капиталининг шаклланишида фонд бозори кўрсаткичлари таҳлили.

Мамлакатимизда фаолият кўрсатаётган акциядорлик жамиятларининг ҳақиқий молиявий аҳволи, уларнинг молиявий барқарорлиги, юқори иқтисодий ўсиш суръатларини таъминлаётганлигини аниқлашда уларнинг биржа листинги талабларига жавоб бериш ёки бермаслик нуқтаи назаридан баҳо бериш мумкин. Чунки Тошкент РФБ томонидан ишлаб чиқилган ва эмитентларнинг биржа листинги талабларига жавоб бериши ёки бермаслигини аниқловчи методика айни пайтда миллий иқтисодётимизда фаолият кўрсатаётган АЖ ларнинг молиявий-хўжалик фаолиятини аҳволини яққол кўрсатиб беради.

Умуман бутун дунёда биржа листинги жараёнларидан ўтган компаниялар ҳам акционерлари учун, ҳам ўзлари учун бир қатор афзалликларга эга бўлади.

Асосий афзаллик шундан иборатки, листингга кириш орқали компания ўзининг имижини ошириши, қимматли қоғозлари ликвидлилигини ошириши, шунингдек хорижий институционал акционерлар эвазига акциядорлар рўйхатини кенгайтириши мумкин.

Биржа листинги таомилларидан ўтиш эмитентнинг қимматли қоғозларини ишончли ва ликвидли эканини кўрсатади. Бу эса зарурият пайдо бўлганда эмитент томонидан фонд биржаси орқали молиявий ресурсларни жалб этиш имкониятини сезиларли даражада оширади.

Иккинчидан, эмитент томонидан биржа листинги талабларига жавоб бериш мақсадида ахборотларни ошкор этилиши барча тоифадаги инвесторлар учун киритган инвестицияларининг ишончлилигини оширади. Ахборотни ўз вақтида ва белгиланган талаб даражасида ошкор этилиши инвестор учун корхонанинг кейинги истиқболини баҳолаш имкониятини вуждуга кетиради.

Учинчидан, листингдаги корхоналар учун агар кредит ва қарз маблағларига эҳтиёж туғиладиган бўлса молиявий ва банк институтларининг ишончига эришиш осон ҳисобланади.

Тўртинчидан, қимматли қоғозлар муомиласи доимо биржанинг назорати остида содир бўлганлиги туфайли ундаги битимларнинг товламачилик ва манипуляциядан сақлайди.

Биржа листингига кирган корхоналар учун яна бир афзаллик – бу биржа савдо қоидаларига кўра листингдан ўтган корхоналар қимматли қоғозларининг мажбурий котировкадан ўтишидир. Яъни бу акцияларнинг нархларини бозор механизми шаклланади ва адолатли нарх ўрнатилади.

Ҳозирда Ўзбекистон биржа бозорида листингдан ўтиш жараёнларини Тошкент РФБ бошқаруви томонидан 2010-йил 24-майда тасдиқланган ва қимматли қоғозлар бўйича ваколатли орган билан келишилган №66 сонли “Тошкент РФБ нинг расмий биржа бюллетени тўғрисидаги” Низом орқали тартибга солинади.

Юқоридаги низомга мувофиқ, расмий биржа бюллетенига кирган қимматли қоғозлар листингга кирган ва листингга кирмаган турларига бўлинади

Расмий биржа листингига қуйидаги эмицион қимматли қоғозлар киритилади:

АЖларнинг акциялари;

Корпоратив облигациялар;

Ҳосилавий қимматли қоғозлар;

Ҳозирги кунда Тошкент РФБ расмий маълумотларига кўра жами 118 та АЖ расмий биржа листингидан ўтган (-жадвал маълумотлари)

Биржа листингига АЖларни киритиш ва иккиламчи қимматли қоғозлар бозорини ривожлантириш мақсадида сўнги пайтларда ҳукумат томонидан чора-тадбирлар ишлаб чиқилмоқда. Адлия вазирлигида 2008-йил 1-майда 1801-сон билан рўйхатдан ўтган Қимматли қоғозлар бозорини мувофиқлантириш ва ривожлантириш маркази томонидан тасдиқланган “Устав капитали 500 млн.сум

**Акциядорлик компанияларининг биржанинг расмий листингига
киритиш тўғрисида маълумот.**

№	Худудлар	Жами акциядорли к жамиятлар и сони	Қонун ҳужжатларига мувофиқ биржа листинги талабларига жавоб берадиган АЖлар сони	Тошкент РФБ биржа листингига киритилган АЖлар	Фонж биржаси листингига киритилиши лозим бўлган АЖлар сони
1	Қорақалпоғистон Республикаси	46	13	4	9
2	Андижон вил	100	23	6	17
3	Бухоро	65	19	12	7
4	Жиззах	30	2	1	1
5	Қашқадарё	84	19	11	8
6	Навои	33	12	2	10
7	Наманган	62	13	2	11
8	Самарқанд	63	16	9	7
9	Сирдарё	34	4	2	2
10	Сурхондарё	40	6	2	4
11	Хоразм	45	18	4	14
12	Тошкент вилояти	99	20	8	12
13	Фарғона	78	24	12	12
14	Тошкент шаҳри	415	68	43	15
Жами		1194	257	118	139

¹⁶ <http://www.uzse.uz> Тошкент РФБ расмий сайти маълумотлари асосида муаллиф томонидан тайёрланган.

дан ортик бўлган акциядорлик компанияларнинг фонд бозорида мажбурий листингдан ўтиш тартиби тўғрисидаги Низом ҳозирда АЖларни биржа листингига киритишда муҳим омил бўлмоқда. –жадвал маълумотларига кўра айни пайтда яна 139 та АЖлар биржа листингидан ўтиш талабларига жавоб беради.

Листингга кирган эмитент қимматли қоғозларининг биржа бюллетени томонидан ўрнатилагн қўшимча талабларга жавоб беришига кўра биржа листингининг 3 та категорияси мавжуд : А, Б, ва С.

А категория тоифасига кириш учун :

- а) Эмитентнинг устав капитали миқдори биржа листингига кириш учун ҳужжат топширган пайтда 2 млн. АҚШ доллардан кам бўлмаслиги;
- б) 7 йилдан буён фаолият кўрсатаётган бўлиши ва охириги 3 йил ижобий молиявий натижалар билан якунланган бўлиши керак;
- с) эмитент молиявий-ҳўжалик фаоляти Биржа томонидан ушбу категория учун белгиланган талабларга жавоб бериши;
- д) эркин муомалада жами чиқарилган акцияларнинг 15 % дан кам бўлмаган миқдода бўлиши;
- е) корпоратив веб-сайтнинг мавжудлиги;
- ж) Эмитентнинг бозор капиталлашуви устав фондинининг камида 105% и миқдорда бўлиши;
- з) ички аудит хизматининг мавжуд бўлиши;
- и) алоҳида корхона таркибида корпоратив бошқарув бўйича бўлимнинг мавжуд бўлиши;
- к) листингдан ўтган қимматли қоғозлар билан амалга ошириладиган биржа садолари ҳажми йилига ҳар ойда амалга оширилиши шарти билан жами устав капиталининг 0.5 % дан кам бўлмаслиги.

Агар юқридаги жадвалга эътибор берадиган бўлсак, шуни кўриш мумкинки, А категорияга мансуб эмитентларнинг асосий қисмини банклар

ташкил этади (13 та). Реал сектор корхоналаридан эса фақатгина стратегик аҳамиятга эга бўлган ОАО "Qizilqumsement" ҳамда ОАО "Ахангаранцемент" ни учратиш мумкин. Жами ушбу категорияга мансуб Ажлар сони атиги 18 тани ташкил этади. Бу жами листингга киритилган корхоналарнинг тахминан 10% ни ташкил этади.

8-жадвал¹⁷

**Биржа листингининг А категорияга мансуб эмитенлар 01.06.2014
ҳолатига**

№	Категория	Номи	Тармоқ	кирган сана
1	А	ЧОАКБ "Invest Finance Bank"	Банк	27.05.2014
2	А	ОАО "Qizilqumsement"	"Узқурилишмоллари" АК	29.07.2013
3	А	ChEP "TOSHKENTVINO KOMBINATI" OAJ	(C) АК "Узспиртсаноат"	02.10.2012
4	А	Банк "Асака" (ОАО)	Банк	17.06.2011
5	А	ГАСК "Узагросугурта" (ОАО)	Сугурта	24.06.2010
6	А	ОАО "Ахангаранцемент"	"Узқурилишмоллари" АК	28.04.2010
7	А	"KAFOLAT" DASK (OAJ)	Сугурта	10.04.2008
8	А	ЧОАКИБ "Туркистон"	Банк	02.04.2008
9	А	ЧОАББ "Трастбанк"	Банк	26.11.2007
10	А	ОАТ "Туронбанк"	Банк	25.10.2007
11	А	ОАТ "Алокабанк"	Банк	15.05.2007
12	А	ОАКБ "Капиталбанк"	Банк	04.04.2007
13	А	ОАИКБ "Ипак йули"	Банк	22.02.2007
14	А	"Хамкорбанк" ОАТБ	Банк	06.02.2007
15	А	ОАКБ "Кишлоқ қурилиш банк"	Банк	05.12.2003
16	А	"ИПОТЕКА - БАНК" АТИБ	Банк	14.11.2003
17	А	ОАКБ "Агробанк"	Банк	06.09.2003
18	А	"O"zsanoatqurilishbank" ОАТБ	Банк	03.09.2003

¹⁷ <http://www.uzse.uz> Тошкент РФБ расмий сайти маълумотлари асосида муаллиф томонидан тайёрланган.

Б категорияси учун :

- а) Эмитентнинг устав капитали миқдори биржа листингига кириш учун хужжат топширган пайтда 1 млн. АҚШ доллардан кам бўлмаслиги;
- б) 5 йилдан буён фаолият кўрсатаётган бўлиши ва охириги 2 йил ижобий молиявий натижалар билан якунланган бўлиши керак;
- с) эмитент молиявий-хўжалик фаоляти Биржа томонидан ушбу категория учун белгиланган талабларга жавоб бериши;
- к) листингдан ўтган қимматли қоғозлар билан амалга ошириладиган биржа садолари хажми йилига ҳар ойда амалга оширилиши шарти билан жами устав капиталининг 0.3 % дан кам бўлмаслиги.

Қуйида жадвалда биржа листингининг “Б” категорияси талабларига жавоб берадиган эмитентлар берилган, уларнинг сони А тоифадагидан кўра бироз кўпроқни (24 та) ни ташкил этади. Агар жадвалга эътибор қаратадиган бўлсак, ушбу категорияда тармоқлар таркибида ҳам жиддий ўзгаришларни кўриш мумкин. Тармоқ таркибида электрэнергия("Buxoro elektr tarmoqlari" OAJ "Farg"ona IEM" OAJ "O"zbekgidroenergoqurilish" OAJ) , ёғмой-тамаки ва спирт саноати ("Kattaqo"rg"on yog"-moy" OAJ "Koson yog"-ekstraktsiya" OAJ OAO "Biokimyo" "Andijon biokimyo zavodi" OAJ "Qo"qonspirt" OAJ "Surxonoziqovqatsanoati" OAJ) нефтгаз ва темирйўл корхоналарини учратиш мумкин.

С категорияси учун :

- а) Эмитентнинг устав капитали миқдори биржа листингига кириш учун хужжат топширган пайтда 400 минг АҚШ доллардан кам бўлмаслиги;
- б) 3 йилдан буён фаолият кўрсатаётган бўлиши ва охириги 2 йил ижобий молиявий натижалар билан якунланган бўлиши керак;
- с) эмитент молиявий-хўжалик фаоляти Биржа томонидан ушбу категория учун белгиланган талабларга жавоб бериши;

**Биржа листингининг “Б” категорияга мансуб эмитенлар
01.06.2014 ҳолатига**

№	категория	Номи	Тармоқ	Листингга кирган сана
1	В	"Buxoro elektr tarmoqlari" OAJ	(С) ГАК "Ўзбекэнерго"	10.06.2014
2	В	"CHILONZOR BUYUM SAVDO KOMPLEKSI" OAJ	Хокимият г.Ташкента	15.05.2014
3	В	ОАЖ "ALSKOM" СК	Алока ва ахборотлаштириш агентлиги	06.01.2014
4	В	"Kattaqo'rg'on yog'-moy" OAJ	Ўзегмойтамакисаноат	30.12.2013
5	В	"Koson yog'-ekstraktsiya" OAJ	Ўзегмойтамакисаноат	27.06.2013
6	В	ОАО "Biokimyo"	(С) АК "Ўзспиртсаноат"	21.06.2013
7	В	"YO" LREFTRANS" ОАЖ	(С) ГАЖК "Ўзбекистон темир йуллари"	12.06.2013
8	В	СП ОАО "ALLIANCE-LEASING"	суғурта	27.03.2013
9	В	"Farg'ona IEM" OAJ	(С) ГАК "Ўзбекэнерго"	18.10.2010
10	В	"Andijon biokimyo zavodi" OAJ	(С) АК "Ўзспиртсаноат"	12.08.2010
11	В	"O" ZTRANSGAZ" АК	(С) НХК "Ўзбекнефтегаз"	27.07.2010
12	В	ОАО "ZAMON PLUS SARMOYA"	Прочее	12.07.2010
13	В	"Qo'qonspirt" OAJ	(С) АК "Ўзспиртсаноат"	01.07.2010
14	В	"O'zbekgidroenergoqurilish" OAJ	(С) ГАК "Ўзбекэнерго"	24.06.2010
15	В	АК "DORI-DARMON"	(АО) АК "Дори- дармон"	22.06.2010
16	В	"O" ZTEMIRYO" LKONTEYNER" ОАЖ	(С) ГАЖК "Ўзбекистон темир йуллари"	02.06.2010
17	В	"Surxonoziqovqatsanoati" OAJ	Ўзегмойтамакисаноат	02.06.2010
18	В	"TOSHKENT UNIVERMAGI" Supermarket OASICHJ	Терсавдо	31.05.2010
19	В	ОАО "Алмалыкский ГМК"	ОАО Алмалыкский ГМК	31.05.2010
20	В	ОАО "Ўзметкомбинат"	АПО "Ўзметкомбинат"	12.04.2010
21	В	ЧОАКБ "RAVNAQ-BANK"	Банк	06.06.2008
22	В	"Universal bank" ХОАТБ	Банк	03.06.2008
23	В	"Микрокредитбанк" ОАТБ	Банк	12.02.2008
24	В	ОАТ "Савдогарбанк"	Банк	23.01.2008

¹⁸ <http://www.uzse.uz> Тошкент РФБ расмий сайти маълумотлари асосида муаллиф томонидан тайёрланган.

к) листингдан ўтган қимматли қоғозлар билан амалга ошириладиган биржа садолари хажми йилига ҳар ойда амалга оширилиши шарти билан жами устав капиталининг 0.2 % дан кам бўлмаслиги.

Биржа листингидан ўтган АЖларнинг деярли 75 % С категориясига тўғри келади (-илова) ва уларнинг жами сони 84 тани ташкил этади.

III боб. Капитал тузилишининг оптимал структурасини шакллантириш ҳамда бошқаришда бошқарув органларининг маъсулиятини ошириш

3.1. Бошқарув органлари корпоратив сиёсатининг капитал структурасига таъсири

Жаҳон иқтисодий муҳитининг трансмиллий корпорациялар томонидан тобора кенг босиб олиниши, қўшилишлар ва харидлар бозорида тузилаётган миқёси юксак битимлар натижасида йиллик ишлаб чиқариш ҳажмлари алоҳида давлатларнинг ялпи ички маҳсулоти ҳажмига тенг молия ва саноат гуруҳларининг пайдо бўлиши, шунингдек бундай каомпаниялар банкротликка юз тутушининг оқибатлари жаҳон иқтисодий ҳамжамиятининг XXаср охиридаёқ корпоратив бошқарув муаммолари кўпроқ эътибор беришга мажбур қилди.

Корпоратив бошқарув таъсири акциядорлар ёки корпорацияларнинг манфаатлари чегарасидан чиқиб кетади ҳамда иқтисодий ўсишнинг критик омили ҳисобланади. Шу боис 1999-йилда Жаҳон банки ҳамда Иқтисодий ҳамкорлик ва тараққиёт ташкилоти ушбу масалани пухта ўрганиб чиққандан кейин, корпоратив бошқарув мамлакатлар рақобатбардошлигининг муҳим манбаси ҳамда иқтисодий ва ижтимоий тараққиётнинг муҳим омили, деб эътироф этилди.¹⁹

Бозор муносабатлари шароитида корпоратив бошқарувнинг самарали тизими биринчи галда саноатнинг базавий тармоқлари корхоналарига йирик-йирик маблағларни жалб этишда ҳал қилувчи омилга айланади.

Юқорида таъкидлаб ўтилганидек, ҳеч бир давлатни самарали корхоналар ва компанияларсиз тасаввур этиб бўлмайди.

Бошқа томондан, давлат бошқарув органларининг ўзлари учун юқори даромадларни олиш имкониятларини яратиб қўйган, ҳеч нарсадан

¹⁹ International Finance Corporation and US department of Commerce. The Russia Corporate governance manual. In 6 volumes. Alpina Business book, 2004, 1 volume, 9p.

кўркмасдан, бойлик орттириш йўлида босар-тусарини билмай қолган молиявий гуруҳлар хатти-ҳаракитларин лозим даражада назорат қилмасликлари 2008-йилда жаҳон-молиявий-иқтисодий инқирозига олиб келди. Ўзбекистон Республикаси Президенти Ислам Каримов инқирознинг асосий сабабларидан бири ҳақида “кредит бозорида ва қимматли қоғозлар бозорида олиб-сотарликка берилиб, ўз корпоратив манфаатларинигина кўзлайдиган банклар фаолияти устидан назоратнинг йўқлиги”²⁰ деб бежиз айтмаган.

Шундай қилиб, корпоратив бошқарув соҳасидаги ижобий амалиёт корхоналарнинг молиявий ресурсларни жалб қилиши ва сақлаб қолиши учун жиддий шарт-шароит яратади.

Акциядорлик жамитларига қачонки акциядор ўз корхонасига нисбатан аутсайдер, яъни ўз маблағларини дивидендлар ёки қиматли қоғозлар курсининг ошиши кўринишида даромад олиш ниятида корхонага киритган шахслар бўлсалар, бунда менежерлар ва акциядорлар ўртасида бошқа турдаги муносабатлар пайдо бўлади. Ижро органи ҳар доим ҳам корхонани самарали бошқаравермайди: кўпинча корхона ишлаб топган маблағлар ҳисобига ходимларга юқори маошлар тўланади, ишлаб чиқаришга бевосита боғлиқ бўлмаган турли сарф харажатлар қилинади. Акциядорлар корхона фаолиятини етарли даражада назорат қилмас эканлар, бундай беҳуда сарф-харажатлар корхона акцияларининг фонд бозорларида тушиб кетишига ва ҳаттоки банкротликка олиб келиши турган гап. Масалан “Enron” “Parmalat” “Worldcom” каби компаниялар шундай зарбага учраган. Шу каби можаролар Германия ва Японияда ҳам кузатилади.

Бундан шундай хулосага келиш мукинки, корпоратив бошқарув муаммоси пайдо бўлишининг асосий иқтисодий сабаби – мулкка эгалик қилишнинг бевосита бошқаришдан ажратиб қўйилгани. Бундай ажратиш натижасида корхона фаолиятининг бевосита бошқараётган ёлланма

²⁰ Каримов И.А. Жаҳон молиявий-иқтисодий инқирози, Ўзбекистон шароитида уни бартараф этиш йўллари ва чоралари. Т.Ўзбекистон.2009

рахбарлар роли ортиб кетади, бунинг натижасида бошқарув органлари муносабатлари иштирокчиларининг турли гуруҳлари пайдо бўладики, уларнинг ҳар бири ўз манфаатларини кўзлайди.

Корпоратив бошқарув тушунчасининг мазмунини ташкил қиладиган муносабатларнинг қуйидаги гуруҳларини ажратиш мумкин:

- Йирик акциядорлар (назорат пакетини қўлга олганлар “Мажоритарийлар”)
- Кўп бўлмаган акциялар сонига эга акциядорлар (“Миноритар”)
- Акциядорлар – имтиёзли акциялар эгалари
- Акциядорлар-оддий акциялар эгалари
- Кузатув кенгаши
- Ижроия ргани
- Давлат ҳокимияти ва бошқарув органлари
- Ҳом-ашё етказиб берувчилар ва маҳсулот истеъмолчилари

Корпорациянинг юқорида санаб ўтилган барча иштирокчилари ва манфаатдор шахслари манфаатларига риоя қилиш зарур. Масалан, майда акциядорларнинг манфаатлари, одатда, мунтазам равишда дивиденд олиб туриш билан боғлиқ, йирик акциядорлар эса кўпинча фойдани капиталлаштириш ва бизнесни кенгайтириш ҳақида қайғурадилар. Бироқ бу умумий корпоратив манфаатлар борлигини истисно этмайди.

Манфаатлар доим ҳам мос келавермайди. Бундан ташқари, мулкдорларнинг турли тоифалари манфаатлари ҳам жиддий тарзда бири-биридан фарқ қилиши мумкин. Қандай қилиб, қандай воситалар ёрдамида менежерлар ҳукмронлигини чеклаш ва мулкдорлар манфаатларини сақлаш, айти пайтда менежерларни ҳам ҳисобдан чиқармасдан, уларни ташқи муҳитга мутлақо индифферент қилиб қўймаслик мумкин? Бу масала айнан корпоратив бошқарув масаласини кўриб чиқиш предметиدير.

Ўзбекистон Республикасида корпоратив бошқарув соҳасидаги муаммолардан бири корпоратив бошқарувнинг Ўзбекистон қонунчилигида

мустаҳкамланган “инлиз-саксон” (аутсайдерлик) модели билан республикамизда корхоналарни давлат тасарруфидан чиқариш ва хусусийлаштириш жараёнида амалда юзага келган корхоналарга эгалик қилишнинг “немис” (инсайдерлик) модели ўртасидаги қарама-қаршиликлар билан боғлиқ.

Ўзбекистон қонунчилиги, “инлиз-саксон” моделига асосланар экан, майда акциядорлар сонининг кўплиги, акциядорлик жамиятлари акциялар пакетининг бўлиниб кетганлиги ва бу акцияларнинг бир мулкдордан бошқасига ўтишини оsonлаштиришига қаратилган.

Ушбу моделнинг яна бир бошқа муҳим хусусияти шундан иборатки, якка тартибда бўлмаган инвесторларга тегишли акцияларнинг аксарияти институционал инвесторлар-пенсия жамғармалари ва ўзаро пайли фондлар қўлида мужассамлашган.

Акциядорлик капиталининг тарқалиб кетганлиги қимматли қоғозлар ликвидлилигини ва айланмасини оширади. Масалан, Американинг қимматли қоғозлар бозори юқори самарадорлиги ва ликвидлилиги билан ажралиб туради, чунки майда акциядорлар томонидан акциялар пакетининг сотилиши тез ва техник жиҳатдан оsonдир. Компанияларнинг қўшилиши, ютилиши, босиб олиниши ва сотиб олиниши Америка фонд бозорида анча кенг тарқалган амалиёт ҳисобланади ва бу уларни акциядорлар томонидан менежерлар фаолиятини назорат қилишни самарали ва оson ишга солинадиган воситага айлантиради.

Германия компанияларининг акциядорлик капитали юқори даражада йирик акциядорлар қўлида тўпланган. Бунинг натижасида мулкдорлар мулкчилик ҳуқуқидан кенг фойдаланишдан ҳамда компаниялар фаолиятини назорат қилишдан кўпроқ манфаатдор.

Шунга ўхшаш ҳолат Ўзбекистон Республикаси хусусийлаштирилган акциядорлик жамиятларининг кўпчилигида ҳам қарор топган, яъни давлат (акцияларнинг 26 фоизидан 51 фоизгача эгалик қилади) меҳнат жамоаси,

ички инвестор ва баъзида хорижий инвесторлар корхона активларини бевосита бошқариш йўли билан корхона устидан назоратни қўлга киритишга интилади. Акциядорларнинг бу гурухлари АЖ устав жамғармасидаги улушини сақлаб қолишга ёки кўпайтиришга интиладилар. Акцияларни сотиб олиш жараёни кетаётган бир пайтда бирорта ҳам акцидорлар гурухи қўшимча акцияларни чиқариш ва капитал бозоридан инвестиция ресурсларини жалб қилишдан манфаатдор эмас. Устав жамғармасининг ошиши, асосан, одатда ишлаб чиқариш эҳтиёжларига самарали сарфланмаган тақсимланмаган фойдани капиталлаштириш ҳисобига рўй беради. Шу боис акциялар даромадлилиги ҳам тушади, корхона инвестициявий жозибадорлигини йўқотади.

Иккинчи муаммолардан бири, акциядорларни ҳуқуқларини ҳимоя қилишнинг муҳим воситаси –АЖ томонидан ўз акцияларини сотиб олишнинг бозор қийматини аниқлаш борасида мавҳумлик мавжуд.

Акциялар уларнинг фонд бозоридаги бозор қийматида сотиб олиниши кераками ёки жамият соф активларининг бошқа акциядорлар билан бир қаторда, АЖдан акцияларини сотиб олишни талаб қилаётган акциядорнинг улушига пропорционал бўлган қийматда сотиб олиш керакми?

Бирорта ҳам маҳаллий АЖларнинг иккиламчи бозорда мунтазам котиировкалари деярли йўқлигини инобатга олсак, бозор қийматини аниқлаш “Акциядорлик жамиятлари ва акциядорлар ҳуқуқларини ҳимоя қилиш тўғрисида” Қонунга мувофиқ (янги таҳрирда) амалга оширилади.

Учинчи муаммо, АЖ ахборот очиқлигининг этишмаслиги. Корпоратив бошқарув тизими етарлича очиқ бўлмаганда маҳаллий эмитентларимиз акциялар ликвидлилигининг пастлиги сабаби нима бўлиши мумкин:

- АЖ ижроия органи ҳуқуқларини ҳимоя қилиш учун кузатув кенгашининг нотўғри хатти ҳаракатлайдан ҳимоя қилишнинг қандай механизмларидан фойдаланиш мумкин;
- Кузатув кенгаши ваколатларини баҳолаш мезонлари қандай;

- Акциядорларнинг бир-бири билан қарши курашувчи гуруҳлари бир-бирининг қарорларини йўққа чиқариб, амалий ечимлар бўйича бир тўхтамга кела олмаслиги шароитида акциядорлик жамиятининг нормал фаолиятини қандай сақлаб қолса бўлади;
- Корпоратив бошқарувнинг очиқлиги тамоилини таъминлаш шароитида корхоан тижорат сирини қандай ҳимоя қилиш мумкин.

Корпоратив қонунчилик барча ривожланган мамлакатларда диспозитив тусга эга. Оддийроқ қилиб тушунтирганда, қонунчилик бузиш мумкин бўлмаган меёрларни белгилайди, қолган ҳаммаси манфаатдор шахслар ихтёрига берилади. Бу шу билан изохланадики, акциядорлар ҳуқуқлардан ташқари, ўз манфаатларига ҳам эга. Агар акциядорларнинг ҳуқуқлари қонунчилик ва тегишли давлат институтлари билан ҳимояланган бўлса, факатгина барча манфаатдор шахсларнинг мурасага асосланган хохиш-иродасива ўзаро ҳамжихатлиги акциядорларни уларнинг манфаатлари поймол этилишидан ҳимоя қилиш мумкин.

У муносабат билан жаҳоннинг кўплаб мамлакатларида Корпоратив ҳуқ-атвор кодекслари ишлаб чиқилган бўлиб, улар айниқса капитал бозорига илк маротаба кириб келган акциядорлик жамиятлари учун муҳимдир.

Корпоратив қимматли қоғозларни жойлаштириш масаласи алоҳида эътиборни талаб этади, чунки корхоналар капиталини шаклланишида фонд бозорининг аҳамияти жуда юқори.

Фонд бозори, узун ва нисбатан “арзон” молиявий ресурсларни олиш манбаси сифатида. Бугунги кунда фақат тижорат банклари томонидан фойдаланилади, улар Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2009-йил 28-июльдаги ПҚ-1166-сонли “Тижорат банкларининг инвестицион лойиҳаларини молиялаштиришга йўналтирилган узоқ муддатли кредитлари улушини кўпайтиришни рағбатлантириш борасидаги қўшимча чоратadbирлари тўғрисида” ҳамда 2010-йил 6 апрельдаги ПҚ-1317-сонли “Банк

тизимининг молиявий барқарорлигини янада ошириш ва инвестицион фаоллигини кучайтириш чора-тадбирлари тўғрисида”ги Қарорларига мувофиқ акцияларини жойлаштирадилар ва облигацияларни чиқарадилар.

Аммо фонд бозорини ишламайдиган активларда кўриб бўлмайди. Ликвидлиликка эга бўлмаган ҳамда фонд бозорида котировкаланмайдиган қимматли қоғозлар қимматини йўқотади. Бундай ҳолат сабабларидан бири ва муҳими сифатида ўзаро боғланган қуйидагиларга қаратмоқчимиз.

Биринчидан, инвестициявий ресурслар бозорида юқори обрўга эга бўлган, қимматли қоғозларнинг кўшимча эмиссияси проспекти учун асос бўлиб хизмат қила оладиган бизнес-режаларни ишлаб чиқиш буйича хизматларни таклиф қиладиган профессионал ташкилотлар жуда кам. Ушбу ишга халқаро молиявий маслахатчиларни жалб қилиш учун бугунги кунда аксарият саноат корхоналарининг маблағлари етишмайди. Жалб қилинадиган маблағлардан фойдаланиш буйича инвесторлар учун тушунарли ва макбул режанинг йуклиги, акцияларга киритилган молиявий ресурслардан даромад олиш кафолатининг йуклиги қонунчиликда бўлажак дивидендлар миқдорини реклама қилиш (такикланган) шунга олиб келадик, корхона акцияларини инсайдерлик (эмитентга нисбатан) ахборотига эга бўлган ҳамда бевосита ишлаб чиқаришда иштирок этмокчи бўлган шахслар сотиб олади.

Иккинчидан, эмитентнинг молиявий-хужалик фаолияти ҳақидаги ишончли ва мунтазам ахборотдан кенг фойдаланиш имконияти йўқ. Бунда унутмаслик керакки, булажак инвесторларнинг қупчилиги жамиятларнинг матбуотда эълон қилинадиган қисқартирилган йиллик ҳисоботларини инвестициявий таҳлил қилиш учун етарли махсус билимларга эга эмас. Бундан ташқари, ҳаттоки мутахассислар ҳам турли корхоналар акцияларига киритмалар даромадлилигини қиёсий таҳлил қилиш ҳамда фонд бозорида қарор топадиган нархлар конъюнктурасига баҳо бериш имкониятига эга эмас.

Учинчидан, тан олиш керакки, қўпчилик корхоналарда йирик

акциядорлар учун назорат пакетининг бўлиниб кетиши хавфи акцияларни янги акциядорларга сотиш ҳисобига молиявий ресурсларни жалб қилиш устунликларидан анча катта. Кенг оммага тақдим этиладиган ахборотнинг очик эмаслиги ҳам кўпроқ шундан келиб чиқади.

Туртинчидан, корпоратив қимматли қоғозлар бозорида аниқ, бўлиниш юз берди. Бир томондан, бир неча йиллардан бери акциялари юкори ликвидлиликини сақлаб қолаётган ва иккиламчи бозорда актив фонд операцияларининг предмети бўлиб қолаётган бир неча ўнта корхоналар руйхати ўзгармаяпти. Бошқа томондан, аксарият корхоналарнинг акциялари фаол айланаётгани йук.

Бешинчидан, умумий ҳисобда шуни айтиш мумкинки, бугунги кунда маҳаллий иккиламчи фонд бозоримиз ўзининг асосий вазифаси - қимматли қоғозларни мунтазам котировкалаш йули билан уларнинг ликвидлилигини ошириш вазифасини бажармаяпти.

Ва, нихоят, олтинчидан, Ўзбекистан фонд бозорида аҳоли жамғармаларини туплайдиган ва уларни қимматли қоғозларга инвестициялай оладиган тузилмалар йук. Ўйтаборни хорижий тажрибага қаратиб шуни таъкидлаш жоизки, сўнгги йилларда барча саноати ривожланган мамлакатларда жамоавий инвестициялаш тизимларини ривожлантириш борасида хакикий шов-шувлар кўпайган. Агар 1980 йилда Америка оилаларининг факаттина 6 фоизи акцияларга эга бўлган бўлса (туғридан-туғри ёки инвестиция фондлари орқали), 1990 йилда уларнинг сони 25 фоизга, 2000 йилда эса - 49%, 2005 йилда - 53%, 2007 йилда - 51.1 фоизга етди. Бошқача қилиб айтганда, 100 миллионга якин америкаликлар ўз маблагларини туғридан-туғри ёки инвестиция фондлари орқали акцияларга жойлаштиради.²¹

Шу билан бирга, факат институционал инвесторларгина ўзларининг инвестициявий портфелидаги акцияларнинг мунтазам котировкаларини

²¹ Statistical Abstract of United States 2012. Table 1174.

амалга оширишлари мумкин. Фонд бозоридаги бундай фаолият, маълумки, акциялар ликвидлилиги ва курс кийматини ошириш ҳамда фонд бозорининг бошқа турлари ичида энг юкори даромадликини таъминлаш билан бирга, мамлакатнинг бутун иктисодий тизими фаолияти самарадорлигига ҳам ижобий таъсир килади.

Шундай қилиб, корпорация самарали фаолияти ва инвестициявий жозибадорлигининг асоси - корпоратив ҳамжамият иштирокчилари ўртасида ишонч ва ижтимоий ҳамкорлик мухитидир. Муносиб корпоратив бошқарув тизимини қуриш муаммоси асосий мотивацион масала - тарафлар манфаатларини қандай қилиб ҳисобга олиш масаласига бориб тақалади, уни инновацион жозибадорлик ҳамда ривожланиш стратегиясидан (тизми амалдаги мулкдорларни қониктириши керак) дан ажратиб бўлмайди. Бу ерда асосий масала фаолиятда ижобий натижа олинган бўлса, у қайси томонга йуналтирилади: дивидендларгами, компанияни ривожлантиришгами ёки компания ходимларини рағбатлантиришгами.

Қуйида акциядорлик жамиятлари фаолиятига оид бир хатор муаммоли масалалар қурилади ҳамда унда юзага келадиган айрим бошқарув вазифаларини ҳал қилиш йуллари таклиф этилади.

1. Акциядорлик жамиятларида корпоратив бошқаруни ривожлантиришга (айрим ички корпоратив нормативларни қабул қилиш) масъул бўлган бир қатор манфаатдор шахсларнинг (масалан, йирик акциялар эгалари) консерватизми. Уларнинг айримлари узларининг бошқа миноритар акциядорларнинг манфаатларига зид келувчи "алохида" манфаатларини кўзлашлари мумкин. Масалан, корпоратив бошқарувнинг "очиклик" қаби тамойили улар учун мақул эмас.

Маълум бир чегарагача бундай компаниялар анча муваффақиятли ривожланади Аммо ташқи конъюктура ўзгариши билан, масалан, жиддий инвестицияларга талаб пайдо бўлганда ва бу мавжуд акциядорларнинг

имконияталри доирасидан чиқиб кетса , ўсиш тўхтаб қолади ҳамда корхона зўр бериб, аммо самарасиз ўз фаолиятини сақлаб қолишга урина бошлайди.

Бундай компанияларда кооператив бошқарувнинг муносиб амалиёти фақат йирик акциядорлар назорат пакетидан воз кечганидан ҳамда жамоавий инвестициялашнинг яхши анъаналарига кайтгандан кейин жорий этилиши мумкин.

2. Компанияларда корпоратив бошқарув схемаларнинг хали бошлангич ҳолатда эканлиги, амалдаги қонунчилик базаси зарур корпоратив бошқарув тизимини жорий этишга йул куяди, аммо бу фақат уни қуриш учун пойдевор қўринишига эга. Хар бир акциядорлик жамияти узига хос капитал тузилмасига, ривожланиш тарихига ҳамда инвестициялаш устуворликларига эга. Шунинг учун қонунчиликда қўлаб диспозитив нормалар мавжудки, улардан тўғри фойдаланганда зарур корпоратив муносабатларни ўрнатиш мумкин.

Афсуски, қўчилик компаниялар қонун талабларини фақат расмий бажариш билангина чекланиб қолмоқдалар, корпоратив бошқарув тизимига ўйин қоидаларини чеклайдиган меъёрлар каби муносабатда бўлмоқда. Ваҳоланки унинг энг яхши амалиёти компания муваффақиятининг манбасига айланади. Шу муносабатда корпоратив бошқарув органларини фаолиятига аниқлик киритиш ва бойитиш имконини бера оладиган корпоратив стандартлар намуналарини ишлаб чиқишга зарурат сезилмоқда.

3. АЖ қўзатув кенгаши жамият фаолияти устидан умумий раҳбарликни амалга оширади, акциядорлар умумий йиғилишининг мулақ ваколатига берилган масалаларни ҳал қилиш бундан мустасно. Жамият қўзатув кенгаши ваколатига жамият фаолиятининг устувор йўналишларни аниқлаш, умумий йиғилишларни чақириш, жамият қимматли қўғозларини қўйлаштириш ва қўтиб олиш, қол-қўлнинг қўзор қийматини белгилаш, бизнес-режани тасдиқлаш, дивидендлар қўқдори бўйича тавсиялар тайёрлаш, филиаллар ва

шуъба корхоналарни ташкил қилиш ва жамият фаолиятига боғлиқ куплаб бошқа муҳим масалалар киради.

Шундай қилиб, бошқарув кўникмалари ва қабул қилинадиган қарорлар нуқтаи назаридан кузатув кенгаши ваколатига ижроия органи ваколатига қараганда муҳимроқ масалалар киритилган. Шу билан бирга, кузатув кенгаши аъвосининг фаолияти профессионал фаолият ҳисобланмайди. Шунинг учун қонунчиликда "кузатув кенгаши" тушунчасини "директорлар кенгаши"га айлантиришни ва унга стратегик режалаштириш ва бошқариш функцияларини юклашни мақсадга мувофиқ деб ҳисоблаймиз. Зеро бу функциялар билан ҳозир амалда ҳеч ким шугулланмаяпти. Бундан ташқари, бу ижроия органи ишининг масъулиятини ошириш учун негиз яратади, чунки директорлар кенгаши, зарур бўлганда, бошқарувни ҳам ўрнини босиши мумкин. Бу шунингдек, директор ўрнини эгаллаш учун узаро қурашаётган акциядорлар гуруҳлари уртасидаги зиддиятларни ҳам қамайтиради, чунки улар ҳақиқатан ҳам бошқарувда стратегик даражада иштирок этишлари мумкин.

Кузатув кенгаши фаолияти самарадорлигини оширувчи яна бир элемент - акциядорлик жамиятлари кузатув кенгашлари қошида кўмиталарни ташкил қилиш. Кумиталар таркибига кузатув кенгаши, ижроия органи аъзолари ёки жамият мутахассислари киритилиши мумкин. Кумиталар сони ва функцияси кузатув кенгашининг ҳажми ва компаниянинг ҳақиқий аҳволига боғлиқ. Кузатув кенгаши ҳеч бўлмаса стратегик режалаштириш кўмитаси, кадрлар ва тақдирлашлар бўйича кўмита, корпоратив бошқарув кўмитасини ташкил этиши керак.

4. Акциядорлик жамиятлари фаолиятидаги техник тусдаги муаммолар жамиятнинг корпоратив қотиби, жамиятнинг тафтиш комиссияси, жамиятнинг кузатув кенгаши қошидаги кўмиталар, санок комиссияси ва ҳ.к. ҳақида тегишли кодекслар, низомларни Қабул қилиш орқали ҳал этилиши мумкин. Шу билан бирга, бошқарув, кузатув кенгаши, тафтиш комиссияси

аъзолари ҳамда бошка масъул шахсларни тақдирлаш тартиби ҳақида пухта ишланган ва асосланган тавсиялар зарур.

5. Инсайдерлик битимларини олдини олиш учун АЖ капиталида иштирокзтиш тизимини давлат томонидан самарали мониторинг килиш механизмами (“очиклик”ни таъминлаш) ишлаб чиқиш ҳамда уни қонунчиликда аниқ белгилаб қуйиш жуда муҳимдир.

Корпорацияларнинг ҳақиқий мулкдорларини етказилган зарар учун жавобгарликка жалб қилиш мақсадида уларни қузатиб бориш ҳамда инвесторларни (аутсайдерларни) корпорация мулкдорлари ва таъминчилари ҳақида ишончли ахборот билан таъминлаш талаб этилади.

6. Корхона ижроия органлари ва йирик акциядорлари ҳатти ҳаракатларини қузатув кенгаши ва майда акциядорлар томонидан мониторинг қилиш соҳасини кенгйтиришга эътиборни қупроқ қаратиш зарур деб уйлаймиз. Шу муносабатда мансабдор шахслар, директорлар ва назорат қилувчи акциядорларнинг акциядорлик жамиятининг узига ёки акциядорларга етказилган зарар учун туғридан-туғри жавобгарлигини (корпоратив бошқарув нормаларини бузганлик учун сузсиз ишдан четлашиш, ҳаттоки активларни мусодора қилиш ҳамда йирик зарар етказилганда жиноий таъкиб қилиш) белгиловчи ҳужжат зарур.

7. Мамлакатимизда, афсуски, корхонадаги корпоратив бошқарув тизимини баҳолаш амалиёти йук, ваҳоланки саноати ривожланган мамлакатларда узини ҳурмат қилувчи ҳеч бир аудиторлик компанияси бундай баҳони утқазмасдан молиявий-ҳужалик фаолиятини аудит қилишга қиришмайди. Корпоратив бошқарув тизимини бундай баҳолаш тизими корпоратив аудит деб аталади.

Ўзбекистонда мулкчилик муносабатларининг ривожланиши қелғусида компанияларда қенг миқёсли корпоратив аудит утқазиш талабини қўяди, унинг рейтинг баҳоси эса эътиборни текширувнинг қайси объектига қаратиш қерақлигини қўрсатади.

8. Юқоридагилардан ҳар бир корхонада корпоратив бошқарув тамойилларидан фойдаланишнинг рейтинг баҳосини жорий этиш зарурати келиб чиқади.

Бугунги кунда бизнесни ривожлантириш учун капитални жалб қилишнинг самарали йулларидан бири қимматли қоғозларни чиқариш ва уларни фонд биржаларидаги котировкалар руйхатига киритиш эканлигини корхона раҳбарларининг кўпчилиги яхши билади. Аммо бунинг учун компания-эмитент белгиланган талабларга мос келиши керак. Ривожланаётган мамлакатлар фонд бозорларида кузатилаётган ҳаммага яхши маълум инкирозлар, корпоратив жанжаллар ва банкротликлар туфайли бир қатор ривожланган мамлакатларда сўнгги пайтларда инвесторлар инвестициявий қалтисликларни камайитириш ва акциядорларнинг қонуний манфаатларини ҳимоя қилишни яхшилаш учун қўшимча чораларни кўришни талаб қилмоқдалар.

Корпоратив бошқарув рейтинги муайян компаниядаги инвестициявий муҳитнинг қулайлиги даражасини аниқлашга хизмат қилади. Рейтинглаш жараёни корпоратив бошқарувнинг энг яхши амалиёти қанчалик жаҳонда умумэътироф этилган намуналарга мослиги белгиларини ва биринчи навбатда, компанияда менежмент тамойилларининг Иқтисодий Ҳамкорлик ва Таракқиёт ташкилоти томонидан ишлаб чиқилган корпоратив бошқарув тамойилларига мослигини параметрик баҳолашни назарда тутди.

Корпоратив бошқарув рейтингини ўтказиш ҳамда унинг натижаларини эълон қилиш каби вазифани бирор бир даврий нашр бажариши мумкин. Бунинг учун Қимматли қоғозлар бозори фаолиятини мувофиқлаштириш ва ривожлантириш Маркази, "Тошкент" Республика фонд биржаси ва ҳеч бўлмаса битта рейтинг компаниясининг ҳамкорлиги зарур.

3.2 Капиталнинг оптимал структурасини шакллантириш ҳамда бошқаришда бошқарув органларининг маъсулиятини ошириш.

АЖ инвесторлар (акциядорлар) капиталларини бирлаштириш йули билан ташкил қилинадиган тижорат ташкилотининг ташкилий-ҳуқуқий шаклини белгилайди. Акциядорлар, ўз капиталини АЖ ихтиёрига берар экан, одатда ўзлари жамиятнинг жорий фаолиятини бошқаришда иштирок этмайдилар ҳамда ташқи дунё билан ўзаро муносабатларда улар номидан иш тутмайдилар. Бу функциялар ёлланма менежерлар ўртасида тақсимлаб берилади, уларга бошқаларнинг мол-мулкини бошқариш ҳуқуқи берилади. Шу билан бир вақтда, акциядорлар акциядорлик капиталидан самарали фойдаланиш билан боғлиқ барча таваккалчиликни ўз зиммасига оладилар. Шу муносабатда, акциядорлар олдида бир катор вазифалар пайдо булади: малакасиз бошқарувчилардан ҳимояланиш, менежерларнинг фақат ўз манфаатларини кўзлаб ишлашини чеклаб, уларни АЖни самарали бошқаришга раббатлантириш.

Турли акциядорлар (акцияларнинг йирик ва кичик пакетлари эгалари, давлат, агар у акциядор булса) ўртасида кўпинча манфаатлар бирлиги йуқлиги, шунингдек ёлланма ходимларнинг, кредиторларнинг, маҳаллий ҳокимият органлари ва бошқа шахсларнинг АЖни ривожлантиришда ўз шахсий манфаатларига эга булиши ушбу вазифаларни янада қийинлаштиради. Шу боис, АЖнинг юкори самарадорлик билан ишлашининг энг муҳим шarti - бу унинг фаолиятида турли акциядорлар гуруҳлари, менежерлар ва бошқа манфаатдор шахслар манфаатлари мутаносиблигини таъминлашдир. Шахсларнинг ҳеч бир гуруҳи, АЖ ресурсларидан фойдаланар экан, бошқа гуруҳлар манфаатларига путур етказиш ҳисобига шахсий фойда кўрмаслиги керак.

Корпоратив бошқарув ҳолати АЖ молиявий-иктисодий фаолиятининг натижаларига, унинг акциядорлари даромадларига ва давлат бюджетига

тушумлар микдорига жиддий таъсир қилади. Бунда, муносиб корпоратив бошқарув АЖ ресурсларидан энг макбул тарзда фойдаланиш билан бирга, келгуси ривожланиш учун янги инвестицияларни жалб килиш имконини ҳам беради.

Шунинг учун корпоратив бошқарувни такомиллаштириш масалаларига аксарият мамлакатларда катта эътибор берилмокда, бу айниқса сўнгги йигирма йил ичида кўзга яққол ташланмокда. Бу эса ўтган асрнинг 90-йиллари бошида инвестиция жараёнлари глобаллашувининг кучайиши билан изоҳланади. Инвесторларнинг ўз капиталларидан фойдаланишнинг энг фойдали соҳаларини ва объектларини излаб миллий чегаралардан чиқиб кетиши оммавий тус олди. Инвестицияланадиган капиталлар кўламлари кўп маротаба ошиб кетди, ушбу киритмаларнинг географик майдони кенгайди, уларни жалб килиш ва улардан фойдаланишнинг янги шакллари ва механизмлари пайдо булди.

Капитал эгаларида нафакат янги мамлакатларга кириб келиш, балки бу мамлакатларда ишбилармонлик мухити ёмонлашганда у ердан чиқиб кетиш имконияти ҳам пайдо булди. Бу жараён жахон иктисодий ривожланишида хусусий секторнинг роли кескин ошиши, аксарият мамлакатлар ҳукуматлари томонидан хусусий тадбиркорликнинг иктисодиётни ривожлантирувчи асосий куч сифатида эътироф этилиши пайтига тўғри келди. Бунинг натижасида инвестиция ресурсларига талаб кескин ошиб кетди, турли мамлакатлар ва компаниялар уртасида уларни қўлга киритиш учун рақобат кучайди.

Инвестицияларни жалб қилишни истаган мамлакатларда эса, турли хорижий инвесторлар учун тушунарли ва улар томонидан эътироф этилган корпоратив бошқарув қоидаларининг мавжудлиги ҳамда миллий компаниялар томонидан уларга риоя этилиши капитални жалб килиш учун рақобатда жуда муҳим афзаллик ҳисобланади. Бунда, ҳаттоки хорижий инвесторларга умид қилмаган ҳолда ҳам, корпоратив бошқарувнинг самарали

тамойилларига амал қилиш ички инвесторларнинг ишончини мустахкамлаш, молиялаштиришнинг анча арзон ва барқарор манбаларини жалб қилишга хизмат қилиши мумкинлигини англаб етиш ҳам ошиб бормокда.

Айтилганларни Ўзбекистан иқтисодиётига ҳам тўлиқ татбиқ этиш мумкин, зеро бу ерда бозор ислохотлари йилларида замонавий корпоратив бошқарувни жорий борасида кўплаб ишлар амалга оширилди (меъёрий-ҳукукий база яратилди, унга мувофиқ корпоратив бошқарув ва назорат органлари ташкил этилди ва амал қилмокда, АЖлар томонидан корпоратив қонунчилик меъёрларига риоя этилиши устидан давлат назорати тизими йулга қуйилди, корпоратив бошқарувни жорий этиш масалалари юзасидан илмий-амалий конференциялар ва семинарлар ўтказилди ва х-к.).

Шу билан бир вақтда, Ўзбекистонда корпоратив муносабатлар энди шаклланаётган бошқа мамлакатларда ҳам бўлганидек, жахон амалиётида умумэътироф этилган, ошқоралик, ҳисобдорлик ва масъулият тамойилларига тўлиқ мос келадиган бошқарув тузилмаси ва процедуралари ҳали яратилмаган. Бунини эса бозор ўзгаришлари амалга оширилаётган нисбатан қисқа давр ичида корпоратив бошқарув самарадорлигига таъсир келадиган кўплаб омилларни (АЖ акцияларига эгаллик қилиш тузилмаси ҳамда ахборот очиклиги, меъёрий-ҳукукий базанинг ҳолати ҳамда корпоратив маданият даражаси, кузатув кенгашининг шахсий таркиби ва х-к.) муносиб ҳолатга келтиришнинг жуда мураккаблиги билан изохлаш мумкин.

Ўзбекистан Республикаси Президентининг 2012 йил 13 ноябрдаги ПФ-4483-сонли “Ўзбекистон Республикасининг Хусусийлаштириш, монополиядан чиқариш ва рақобатни ривожлантириш давлат қўмитасини ташкил этиш туғрисида”ги Фармони корпоратив бошқарувни такомиллаштириш жараёнини тезлаштиришга тўртки бўлди. Фармонда акциядорлик жамиятларини бошқаришда акциядорларнинг ва кузатувчи кенгашларнинг ролини тубдан оширишга, миноритар акциядорларнинг ҳуқуқлари ҳимоя қилинишини таъминлашга корхоналарнинг молия-хўжалик

фаолияти натижалари учун ижро этувчи органларнинг акциядорлар олдидаги масъулиятини кучайтиришга йуналтирилган корпоратив бошқарув тизимини янада такомиллаштириш мазкур Қўмитанинг асосий вазифалари ва фаолият йуналишлари этиб белгиланган. Ушбу вазифаларни бажариш мақсадида бошқа манфаатдор ташкилотлар билан ўзаро таъсирлашув асосида мазкур Қўмитанинг марказий аппарати таркибида корпоратив бошқарувни такомиллаштириш ва иккиламчи фонд бозорини ривожлантириш буйича махсус бўлинма тузилди.

АЖни бошқаришда акциядорлар ва кузатув кенгашларининг ролини тубдан ошириш, ижроия органларининг корхоналар молия-хужалик фаолияти натижалари учун масъулиятини кучайтириш ҳамда корпоратив бошқарувни янада такомиллаштиришнинг кўплаб бошқа вазифаларини ҳал қилиш биринчи галда давлат органларининг эътиборини бунинг учун зарур базавий шарт-шароитларни яратишга қаратишини назарда тутди, буларни қуйида кўриб чиқамиз.

1. Минимал етарлилик тамойилидан келиб чиқиб, хусусийлаштириш жараёнини чуқурлаштириш йўли билан давлат иштирокидаги АЖлар сонини ҳамда улар устав жамғармасидаги давлат-акциядорлик (холдинг) компаниялар сонини ва бундай иштирок даражасини қисқартириш. Давлат иштирокини ҳамда у назорат қиладиган холдингларни фақат фаолиятида жамият манфаатлари хусусий акциядорлар манфаатлари билан мос келмаслиги мумкин бўлган АЖлар устав жамғармаларида сақлаб қолиш зарур. Бу давлат АЖни алоҳида мудофаа, ижтимоий, экологик вазифаларни ҳамда умуммиллий ва минтакавий тусдаги бошқа вазифаларни ҳал этишда иштирок этишини таъминлаши зарур бўлганда ва бунда АЖ фаолиятининг биринчи галги мақсади энг юқори фойдани олиш сифатида қаралмайдиган ҳолларда юзага келади.

Давлатнинг мулкида сақлаб қолиниши объектив зарурат бўлмаган жуда кўп миқдордаги акцияларнинг хусусий мулкка ўтказилиши, қимматли

коғозларнинг иккиламчи бозорини шакллантириш механизмларини такомиллаштириш билан бир каторда, кўплаб АЖларга самарадор мулкдорлар, яъни корпоратив бошқарув ва назорат органлари фаолиятида фаол иштирок этиш учун рағбатлантирувчи мотивлари ва имкониятлари бўлган акциядорларга эга бўлиш имконини беради.

Маҳаллий ва хорижий тажриба шуни курсатмоқдаки, кичик акциялар пакети эгалари, одатда, самарали мулкдорлар бўлолмайди. Уларда рағбатлантирувчи мотивлар етарли бўлмайди, менежерлар фаолиятини назорат қилишда фаол иштирок этиш имкониятлари ҳам йук. Улар бунинг учун масъулиятни акциялари сони кўпроқ, бўлган бошқа акциядорларга юклаб қуйишни афзал кўрадилар, шу билан бирга, назорат билан боғлиқ муайян сарф-харажатларни амалга оширадиган акциядорлар билан бир хил фойда олишни истайдилар. Фарб иктисодчилари буни "йулқира туламасдан юриш" муаммоси деб атайдилар. Бирок,, менежерлар фаолиятини назорат қиладиган акциядорлар булмаса, ёки улар назоратни факат расмий олиб борсалар, менежерлар узлари учун керакли ва фойдали деб ҳисоблаган ишларнигина бажарадилар.

2. Корпоратив бошқарув меъёрий-ҳуқуқий базасини янада ривожлантириш ва такомиллаштириш. Биринчи навбатда, "Акциядорлик жамиятлари ва акциядорларнинг ҳуқуқларини ҳимоя қилиш туғрисида"ги Ўзбекистон Республикаси Қонуни янги тахририни қабул қилиш зарур. Унинг лойиҳаси ҳозирги пайтга келиб тайёрлаб қўйилган ва Ўзбекистон Республикаси Давлат рақобат қўмитаси томонидан манфаатдор ташкилотларга кўриб чиқиш учун такдим этилган.

Конуннинг янги тахрири амалдаги тахирнинг камчиликларини (АЖнинг хўжалик мустақиллигини чекловчи меъёрларнинг мавжудлиги, барча овоз берувчи акциялари битта акциядорга тегишли АЖнинг олий бошқарув органи ҳақидаги масаланинг ҳал этилмаганлиги ва х-к.) бартараф этиши, ИХТТ тамойилларига ҳамда Ўзбекистонда АЖларни ривожлантириш

шарт-шароитлари, хусусиятларини ҳисобга олган ҳолда хорижий мамлакатлардаги шу каби конунлар меъёрларига мос келадиган қоидаларни камраб олиши лозим.

Шунингдек, корпоратив бошқарув бўйича янги конун ости ҳужжатларни қабул қилиш ва амалдагиларини янада такомиллаштириш, шу жумладан конуности ҳужжатлар асосида қабул қилинган, “Акциядорлик жамиятлари ва акциядорларнинг ҳуқуқларини ҳимоя қилиш туғрисида”ги Конун меъёрларига мос келмайдиган қарорларни бекор қилиш, АЖлар томонидан уларга боғлиқ бўлмаган сабабларга кўра бажарилиши қийин бўлган конуности ҳужжатлар меъёрларини қайта қуриб чиқиш зарур.

3.Ўзбекистонда АЖлар фаолият юритиши учун мавжуд шарт-шароитлар хусусиятларига нисбатан ишлаб чиқилган Корпоратив бошқарув кодексини қабул қилиш. Ҳозирги пайтда ИХТТ тамойиллари асосида ишлаб чиқилган миллий корпоратив бошқарув кодекслари кўплаб мамлакатларда (Германия, Россия, Хиндистон ва х-к.) мавжуд. Улар тавсия тусидаги ҳужжат бўлиб, АЖлар томонидан ихтиёрий равишда қабул қилинадиган ва корпоратив муносабатлар тартибини белгилайдиган стандартлар ва меъёрлар йиғиндисидан иборат.

Кодексларнинг қабул қилиниши қуйидаги сабаблар билан изоҳланади:

Қонунчиликда фақат барча АЖлар учун мажбурий умумий қоидалар белгиланган. У ушбу жамиятларнинг фаолиятига оид барча масалаларни тартибга сола олмади ва бунга интилиши ҳам керак эмас, чунки уларнинг ҳар бири бетакрор бўлиб, улар фаолиятининг хусусиятларини қонунчиликда тулик акс эттириб бўлмади;

қонунчилик корпоратив муносабатлар амалиётидаги ўзгаришларга тезкор таъсир курсата олмади, чунки унга ўзгартиришлар ва қўшимчалар киритиш анча қўл вақтни талаб қилади;

корпоратив муносабатларга оид масалаларнинг катта қисми ишбилармонлик ҳамжамияти томонидан қўлланиладиган ахлокий меъёрлар

билан, яъни конунчиликка асосланмаган ва тегишлича қарор топган ишчанлик айланмаси одатлари ва ҳуқ-атвор меъёрлари билан тартибга солинади;

қўлаб АЖларда корпоратив бошқарувнинг конунчиликда тартибга солинмаган масалаларини ҳал қилишнинг оптимал йулларини аниқлай оладиган мутахассислар етишмайди.

Кодекслар тавсиялари, конунчилик меъёрлари билан бир қаторда, корпоратив бошқарув бўйича ички ҳужжатларни, шу жумладан конунчиликда назарда тутилмаган ҳужжатларни қабул қилиш ва тегишли тузилмани яратиш учун асос бўлиб хизмат қилади (қузатув кенгаши таркибида унинг фаолиятининг алоҳида йуналишлари бўйича қўмиталарни ташкил этиш, ахборотни фол қилиш, дивиденд сиёсати ҳақида низомларни ишлаб чиқиш ва ҳ-қ.). Бунда, ҳар бир АЖ тармок мансублиги, капитал тузилмаси ва бошқа хусусиятлардан қелиб чиққан ҳолда, миллий кодекснинг ўзлари учун мақбул ҳисоблайдиган тавсияларидан фойдаланишга ҳақи.

Бозор иқтисодиёти юксак ривожланган мамлакатлардаги корпоратив бошқарув кодекслари мазмунининг аксарият қисмини директорлар кенгаши (қузатув кенгаши)ни ташкил қилиш, унинг фаолияти тамойиллари ва технологияларига тегишли тавсиялар ташкил қилади. Шу билан бир вақтда, бозор муносабатлари ривожланаётган ҳамда конунчилик ҳали яхши такомиллаштирилмаган, корпоратив муносабатлар амалиёти ва корпоратив ҳуқ-атвор аъаналари ҳали яхши қарор топмаган мамлакатлардаги корпоратив бошқарув кодексларида корпоратив бошқарувнинг бошқа жиҳатлари бўйича ҳам тавсиялар батафсил баён қилинади.

Ўзбекистондаги АЖларга тадқиқан ишлаб чиқилган кодексда ҳам нафақат қузатув кенгашини шакллантириш ва унинг фаолияти ҳақидаги масалалар бўйича, балки акциядорларнинг умумий йиғлишини чақириш ва ўтқизиш, АЖ ижроия органини ташкил этиш ва унинг фаолияти, корпоратив қотиб лавозимини жорий этиш ва унинг фаолияти, ахборотни ошқор этиш,

корпоратив низоларни ҳал этиш ҳамда корпоратив бошқарувнинг конунчиликда тартибга солинмаган ёки етарлича тартибга солинмаган бошқа масалалари бўйича ҳам тавсияларни батафсил баён қилиш керак.

4. Корпоратив муносабатлар иштирокчиларининг корпоратив бошқарув соҳасидаги зарур билимларга эга бўлиши. Корпоратив бошқарув асосларини билиш АЖ бошқарув ва назорат органларига аъзоликка номзодларга қўйиладиган талабларнинг асосий қисмини ташкил этиши лозим.

АЖ учун раҳбар кадрларни тайёрлаш ва қайта тайёрлаш турли ташкилотлар мутахассисларини корпоратив бошқарув асосларига ўқитиш мақсадида 2003 йилда Ўзбекистон Республикаси Президенти ҳузуридаги Давлат ва жамият қурилиши академияси қошидаги Олий бизнес мактабининг таркибий бўлинмаси сифатида корпоратив бошқарув маркази ташкил этилди. Марказда ўқитишнинг методик ва моддий базаси яратилган, ўқув машғулотларини ўтказиш бўйича катга тажриба тўпланган. 2012 йилда Академия Ўзбекистон Республикаси Президенти ҳузуридаги Давлат бошқаруви академияси сифатида қайта ташкил этилди, Олий бизнес мактаби эса алоҳида ташкилот бўлиб ажралиб чиқди.

Олий бизнес мактаби билан бир каторда, корпоратив бошқарув бўйича мутахассисларни тайёрлаш ва қайта тайёрлашни бошқа ўқув ташкилотларида, шу жумладан Ўзбекистон Республикаси Хусусийлаштириш, монополиядан чиқариш ва рақобатни ривожлантириш давлат қўмитаси қошидаги Республика бизнес мактаби ҳамда янги бозорлар мутахассисларини тайёрлаш Миллий марказида (илгари Қимматли қотозлар бозори мутахассисларини тайёрлаш миллий маркази деб аталган) амалга ошириш зарур, уларда ҳам тегишли машғулотларни олиб бориш бўйича муайян тажриба тўпланган. Ўқув ташкилотлари ўртасида тингловчиларни жалб қилиш учун рақобатнинг мавжудлиги ўқитиш сифатини оширишга қумаклашади.

Корпоратив муносабатлар иштирокчилари томонидан зарур билимларни ўзлаштиришнинг ҳамда уларни янада оширишнинг хал килувчи омилларидан бири:

- корпоратив бошқарув назарияси ва маҳаллий амалиётининг турли жиҳатларини камраб олувчи ўқув материалларини;
- корпоратив муносабатлар иштирокчилари: (акциядорлар, кузатув кенгашлари аъзолари ва х-к.) учун услубий қўлланмалар ва маълумотномаларни тайёрлаш ва оммавий тиражда босиб чиқишдан иборат.

Корпоратив бошқарувни жорий этишнинг турли жиҳатлари буйича илмий-амалий конференциялар ва семинарлар, корпоратив бошқарув ва АЖни назорат қилиш органлари раҳбарлари ва аъзоларининг Ўзбекистоннинг шунга ўхшаш бошқа жамиятларидаги ҳамкасблари билан, шунингдек, имкон борича, хорижий ҳамкасблари билан ўзларини кизиктирган масалалар буйича тажриба алмашилиш мақсадида ишчи учрашувларини мунтазам ўтказиш зарурлигини ҳам айтиб ўтиш жоиз.

Хулоса ва таклифлар

Дунёнинг ривожланган давлатларнинг иқтисодиётини таҳлили, шуни кўрсатадики, қимматли қоғозлар бозорининг иқтисодиётидаги ҳамда жамиятдаги нуфузи жуда баланд. Мустақилликка эришгандан кейин Ўзбекистон Республикасида ҳам қимматли қоғозлар бозорини шакллантиришга ва ни ривожлантиришга катта аҳамият бермоқда.

«Корпоратив молияда оптимал капитал структурасини шакллантириш масалалари» мавзусида диссертация ишини ёзиш жараёнида қуйидаги хулосалар шакллантирилди:

1. Оптимал капитал тузилмасини шакллантириш корхона бозор қийматини ошишига олиб келади.
2. Корхонада оптимал капитал структураси бўйича аниқ миқдор мавжуд эмас. Қарз ва ўзлик маблағлари ўртасидаги нисбат бир қатор омиллар: тармоқ хусусияти, корхона ҳажми, ишлаб чиқарилаётган маҳсулот номенклатураси, фойда нормаси ва мамлакатдаги молиявий сиёсатнинг аҳволи ва ҳ.к.
3. Молиявий рычаг самарасини инобатга олган ҳолда бошқа шароитлар тенг бўлган тақдирда қарз маблағларидан фойдаланган корхона арзон молиялаштириш эвазига фақат ўз маблағларидан фойдаланган корхонага нисбатан рентабеллик кўрсакичлари юқори бўлади
4. Мамлакатимизда акциядорлик жамиятлари ва уларнинг молиявий структурасини таҳлил этиш натижасида шу нарса аён бўлдики, бизнесни ташкилий-ҳуқуқий шакли сифатида АЖлари бир қатор камчиликларга эга ва бу уларнинг сонини камайиш тенденциясида кўринади.
5. Шундай бўлсада уларнинг капиталлашув даражаси йилдан-йилга ўсиб бормоқда

6. Аксарият АЖЛар устав фондида давлатнинг улуши юқорилигича қолмоқда ва бу оптимал капитал структурасини шаклланишига тўсқинлик қилмоқда.

7. Фонд бозори капитални жалб қилиш функциясини амалда етарли даражада бажармаяпти ва бу АЖЛар учун қўшимча молиявий ресурслар жалб қилишда муаммоларни вужудга келтирмоқда

8. Ўтиш иқтисодиёти давлатларида корпоратив бошқарувнинг бозор тамоилларига мос эмаслиги ҳолати миллий корпоратив сиёсатни такомиллаштириш заруриятини келтириб чиқармоқда

9. Бошқарув органларининг молиявий сиёсатни юритишдаги ўрнини инобатга олган ҳолда уларнинг ҳуқуқ, мажбуриятлари ва вазифаларини янада аниқлаштиришни тақозо этади

Тадқиқот натижалари асосида қуйдаги таклиф ва тавсиялар шакллантирилди.

1. АЖДа капитални оптималлаштиришни мавжуд назария ва эмпирик тадқиқотларни инобатга олган ҳолда, миллий иқтисодиётимиз хусусиятидан келиб чиқиб амалга ошириш;

2. Молиялаштиришнинг турли манбаларини қиёсий таҳлил этиб, арзон молиялаштириш манбасидан фойдаланган ҳолда капитални шакллантириш;

3. Иқтисодиёт учун стратегик аҳамият касб этувчи АЖЛарга янада аниқлик киритиш ва имкони борича ушбу тоифага кирмайдиган АЖДа давлатнинг улушини хусусий сектор вакилларига сотиш

4. Молиялаштириш механизми сифатида миллий фонд бозорини янада ривожлантириш, иккиламчи бозордаги операциялар ҳажмини орттириш

5. Листинг талабларига жавоб берадиган АЖЛарни листинг таомилидан ўтказишни рағбатлантириш

6. Арзон молиялаштириш манбаси сифатида корхоналар томонидан облигациялар чиқариш амалиётни жорий этиш.

7. Корпоратив кодексни қабул қилиш ва унда бошқарув органларининг бозор тамоилларини инобатга олиб ваколат чегараларини аниқлаштириш

8. “Акциядорлик жамиятлари ва акциядорлар ҳуқуқларини ҳимоя қилиш тўғрисида”ги Қонуннинг янги таҳририни қабул қилиш ва ушбу қонундан келиб чиққан ҳолда қонуности ҳужжатоарга тегишли ўзгартириш ва қўшимчалар киритиш.

Юқорида келтирилган таклиф ва тавсиялар амалиётда қўлланилса, республикамизда корпоратив тузилмаларда капитал структурасини янада мақбуллашишига ва натижада уларнинг молиявий-хўжалик фаолиятининг самарадорлигини оширишга хизмат қилган бўлади. Бу эса мамлакатимизнинг ижтимоий-иқтисодий ривожланишига катта туртки беради.

Фойдаланилган адабиётлар рўйхати

I. Ўзбекистон Республикаси қонунлари. Ўзбекистон Республикаси Президент фармонлари ва қарорлари, Вазирлар Маҳкамасининг қарорлари, Ўзбекистон Республикаси Президенти И.А.Каримовнинг асарлари.

1. Ўзбекистон Республикаси Конституцияси. 8 декабр 1992 й. (ўзгартириш ва қўшимчалар билан).

2. Акциядорлик жамиятлари ва акциядорлар ҳуқуқларини ҳимоялаш тўғрисида” ги Ўзбекистон Республикасининг Қонуни (янги таҳрир). 07.05.2014 й., №370-I.

3. «Қимматли қоғозлар бозори тўғрисида» ги Ўзбекистон Республикасининг Қонуни. 22.07.2008 йилда қабул қилинган.

4. “Ўзбекистон Республикасининг хусусийлаштириш, монополиядан чиқариш ва рақобатни ривожлантириш давлат қўмитасини ташкил этиш тўғрисида”ги Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2012 йил 13 ноябрдаги ПФ-4483 сонли Фармони .

5. “Иқтисодиёт реал сектори корхоналарининг молиявий барқарорлигини янада ошириш чора-тадбирлари тўғрисида”ги Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2008 йил 18 ноябрь даги ПФ-4053-сонли Фармони.

6. “Ўзбекистон иқтисодиётида хусусий секторнинг улуши ва аҳамиятини тубдан ошириш чора-тадбирлари тўғрисида”ги Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2003 йил 24 январьдаги ПФ-3202-сонли Фармони.

7. “Иқтисодиётнинг стратегик тармоқлари корхоналарини хусусийлаштириш жараёнларини чуқурлаштиришга доир қўшимча чора-

тадбирлар тўғрисида”ги Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2007 йил 20 июльдаги ПФ-3897-сонли Фармони.

8. “Иқтисодиётнинг стратегик тармоқлари корхоналарини хусусийлаштириш жараёнларини чуқурлаштиришга доир қўшимча чора-тадбирлар тўғрисида”ги Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2007 йил 20 июльдаги ПФ-3897-сонли Фармони.

9. “Иқтисодиётнинг реал сектори корхоналарини қўллаб-қувватлаш, уларнинг барқарор ишлашини таъминлаш ва экспорт салоҳиятини ошириш чора-тадбирлари дастури тўғрисида” ги Ўзбекистон Республикаси Президенти 2008 йил 28 ноябрьдаги ПФ № 4058 сонли Фармони.

10. “Фонд бозорини янада ривожлантириш чора-тадбирлари тўғрисида” ги” Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2012 йил 19 мартдаги ПҚ №1727 сонли Қарори.

11. Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2010 йил 26 ноябрдаги “2011-2015 йилларда Республика молия-банк тизимини янада ислоҳ қилиш ва барқарорлигини ошириш ҳамда юқори халқаро рейтинг кўрсаткичларига эришишнинг устувор йўналишлари тўғрисида”ги ПҚ №1438 Қарори.

12. “Банк тизимининг молиявий барқарорлигини янада ошириш ва инвестициявий фаоллигини кучайтириш чора-тадбирлари тўғрисида” ги Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2010 йил 6 апрелидаги Қарори, ПҚ №1317.

13. “Иқтисодиётнинг реал сектори корхоналарини қўллаб-қувватлаш, уларнинг барқарор ишлашини таъминлаш ва экспорт салоҳиятини ошириш чора-тадбирлари дастури тўғрисида” ги Ўзбекистон Республикаси Президенти Фармони, 28.11.2008 й, ПФ № 4058.

14. “Ишлаб чиқаришни модернизациялаштириш, техник ва технологик қайта жиҳозлаштиришни рағбатлантириш бўйича қўшимча чора-

тадбирлар тўғрисида” ги Ўзбекистон Республикаси Президенти Фармони, 2007 йил 14 март, ПФ №-114.

15. “Иқтисодиётнинг стратегик тармоқлари корхоналарини хусусийлаштириш жараёнларини чуқурлаштиришга доир қўшимча чора-тадбирлар тўғрисида ” ги Ўзбекистон Республикаси Президенти 2007 йил 20 июлдаги ПФ № 3897 сонли Фармони.

16. “Хусусийлаштирилган корхоналарни корпоратив бошқаришни такомиллаштириш чора-тадбирлари тўғрисида” ги Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг 2003 йил 19 апрельдаги 189-сон Қарори.

17. “Устав фондида давлат улуши бўлган корхоналарнинг самарали бошқарилишини ва давлат мулкининг зарур даражада ҳисобга олинишини таъминлаш чора-тадбирлари тўғрисида ” ги Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг 2006 йил 16 октябрь, 215-сон 189-сон Қарори.

18. “Давлат тасарруфидан чиқариш ва хусусийлаштириш жараёнида ташкил этилган акциядорлик жамиятлари устав жамғармасидаги давлат улуши тўғрисида ” ги Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг 1998 йил 30 июньдаги 272-сони Қарори.

19. “Ўзбекистон республикасининг хусусийлаштириш, монополиядан чиқариш ва рақобатни ривожлантириш давлат қўмитаси фаолиятини ташкил этиш тўғрисида” ги Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг 2012 йил 14-ноябрдаги №322 Қарори.

20. “Ўзбекистон Республикасининг Хусусийлаштириш, монополиядан чиқариш ва рақобатни ривожлантириш давлат қўмитаси тўғрисида ” НИЗОМ Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг 2012 йил 30-декабрдаги №374 Қарорига илова.

21. “Акциялар пакетларини жойлаштиришни такомиллаштириш ҳамда давлат мулки негизида ташкил этилган акциядорлик жамиятларини бошқаришда акциядорлар ролини ошириш чора-тадбирлари тўғрисида” ги

Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг 1997 йил 18 августдаги 404-сон Қарори.

22. “Корпоратив бошқарув марказини ташкил этиш тўғрисида” ги Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг 2003 йил 4 июльдаги 304-сон Қарори.

23. “Ўзбекистон республикасининг хусусийлаштириш, монополиядан чиқариш ва рақобатни ривожлантириш давлат қўмитаси ҳузуридаги давлат активларини бошқариш маркази фаолиятини ташкил этиш чора-тадбирлари тўғрисида” ги Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг 2013 йил 11 июньдаги 165-сон Қарори.

24. Каримов И.А. Ватанимизнинг босқичма-босқич ва барқарор ривожланишини таъминлаш — бизнинг олий мақсадимиз. -- Т.: «Ўзбекистон», 2008. -48 б.

25. Каримов И.А. Инсон манфаатлари устуворлигини таъминлаш - барча ислохот ва ўзгаришларимизнинг бош мақсадидир. -Т.: «Ўзбекистон», 2008. -64 б.

26. Каримов И.А. “Асосий вазифамиз ватанимиз тараққиёти ва халқимиз фаровонлигини янада юксалтиришдир” Т.: Ўзбекистон 2010.- 80 б.

27. Каримов И.А. Энг асосий мезон – ҳаёт ҳақиқатини акс эттириш. Т.: Ўзбекистон, 2010. – 24 б.

28. И.Каримов “2014 йил юқори ўсиш суръатлари билан ривожланиш, барча мавжуд имкониятларни сафарбар этиш, ўзини оқлаган ислохотлар стратегиясини изчил давом эттириш йили бўлади” Т.: - “Ўзбекистон” 2014.-64 б.

29. Каримов И.А. Жаҳон молиявий-иқтисодий инқирози, Ўзбекистон шароитида уни бартараф этиш йўллари ва чоралари. Т.Ўзбекистон.2009

II. Асосий ва қўшимча адабиётлар.

29. Буренин А.Н. Рынок ценных бумаг и производных финансовых инструментов. М.: Научно-техническое общество имени академика С.И.Вавилова, 2009. – 418 с.
30. И. Бутиков. Қимматли қоғозлар бозори. Дарслик. - Т.: «Консаудитинформ», 2001. - 494 б.
31. Бутиков И.Л. Рынок ценных бумаг Узбекистана: проблемы функционирования и развития.-Т.: Консаудитинформ-нашр, 2008. – 224 с.
32. Ван Хорн Дж. К. Основы управления финансами, «Финансы и статистика» М. - 2003. – 768 с.
33. Ван Хорн. Основы управления финансами [Текст] / Ван Хорн. – М. : Финансы и статистика, 2008.
34. J. Ang, J. Chua, and J. McConnell. "The Administrative Costs of Corporate Bankruptcy: A Note." *Journal of Finance* 37 (March 1982), 219-26.
34. 5. J. Bowman. "The Importance of a Market Value Measurement of Debt in Assessing Leverage." *Journal of Accounting Research* 18 (Spring 1980), 242-54.
35. M. Bradley, G. Jarrell, and E. H. Kim. "On the Existence of an Optimal Capital Structure: Theory and Evidence." *Journal of Finance* 39 (July 1984), 857-78.
36. R. Brealey and S. Myers. *Principles of Corporate Finance*. New York: M cGraw-Hill, 2008.
37. R. Castanias." Bankruptcy Risk and Optimal Capital Structure." *Journal of Finance* 38 (December 1983), 1617-35.
38. 11. S. Chaplinsky. "The Economic Determinants of Leverage: Theories and Evidence." Unpublished Ph.D. Dissertation, University of Chicago, 1983.
39. H. DeAngelo and R. Masulis. "Optimal Capital Structure under Corporate and Personal Taxation." *Journal of Financial Economics* 8 (March 1980), 3-29.

40. G. Donaldson. "Corporate Debt Capacity: A Study of Corporate Debt Policy and the Determination of Corporate Debt Capacity." Boston: Division of Research, Harvard School of Business Administration, 1961.
41. M. Ferria and W. Jones. "Determinants of Financial Structure: A New Methodological Approach." *Journal of Finance* 34 (June 1979), 631-44.
42. D. Flath and C. Knoeber. "Taxes, Failure Costs, and Optimal Industry Capital Structure: An Empirical Test." *Journal of Finance* 35 (March 1980), 99-117.
43. D. Galai and R. Masulis. "The Option Pricing Model and the Risk Factor of Stock." *Journal of Financial Economics* 3 (January/March 1976), 53-81.
44. 19. J. Jaffe and R. Westerfield. "Risk and Optimal Debt Level." Working Paper, University of Pennsylvania, 1984.
45. 20. M. Jensen and W. Meckling. "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure." *Journal of Financial Economics* 3 (October 1976), 305-60.
46. 21. K. G. Joreskog. "Structural Equation Models in the Social Sciences: Specification Estimation and Testing." In P. R. Krishnaiah (ed.), 1977.
47. P. Marsh. "The Choice between Equity and Debt: An Empirical Study." *Journal of Finance* 37 (March 1982), 121-44.
48. M. Miller. "Debt and Taxes." *Journal of Finance* 32 (May 1977), 261-75.
49. S. Myers. "Determinants of Corporate Borrowing." *Journal of Financial Economics* 9 (November 1977), 147-76.
50. Raghuram G. Rajan and Luigi Zingales What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International // *The Journal of Finance*, Vol. 50, No. 5 (Dec., 1995), pp. 1421-1460.
51. Milton Harris and Artur Raviv. The Theory of Capital Structure // *The Journal of Finance*, Vol. 46, No. 1 (Mar., 1991), pp. 297-355.
52. ARTHUR KORTEWEG. The Net Benefits to Leverage // *The Journal of Finance*, Vol. 65, No. 6 (DECEMBER 2010), pp. 2137-2170

53. Sheridan Titman and Roberto Wessels. The Determinants of Capital Structure Choice //The Journal of Finance, Vol. 43, No. 1 (Mar., 1988), pp. 1-19.

54. JULES H. van BINSBERGEN, JOHN R. GRAHAM and JIE YANG. The Cost of Debt // The Journal of Finance, Vol. 65, No. 6 (DECEMBER 2010), pp. 2089-2136.

III. Интернет сайтлари.

<http://www.uzse.uz> (“Тошкент” РФБ расмий сайти).

<http://www.mf.uz> (Ўзбекистон Республикаси Молия вазирлиги).

<http://www.cbu.uz> (Ўзбекистон Республикаси Марказий банки)

<http://www.deponent.uz> (Марказий депозитарий)

<http://www.stat.uz> (Ўзбекистон давлат статистика қўмитаси)

<http://www.csm.gov.uz>(Қимматли қўғозлар бозорини мувофиқлаштириш ва ривожлантириш маркази)

<http://www.lex.uz> (меъёрий -ҳуқуқий ҳужжатлар сайти)