

**ТОШКЕНТ МОЛИЯ ИНСТИТУТИ ҲУЗУРИДАГИ  
ИЛМЙ ДАРАЖАЛАР БЕРУВЧИ  
DSc.27.06.2017.I.17.01 РАҚАМЛИ ИЛМЙ КЕНГАШ**

---

**ТОШКЕНТ МОЛИЯ ИНСТИТУТИ**

**ЧИНҚУЛОВ ҚАҲРАМОН РАВШАНОВИЧ**

**АКЦИЯДОРЛИК ЖАМИЯТЛАРИНИ КОРПОРАТИВ ҚИММАТЛИ  
ҚОҒОЗЛАР ОРҚАЛИ МОЛИЯЛАШТИРИШНИ  
ТАКОМИЛЛАШТИРИШ**

**08.00.07 – Молия, пул муомаласи ва кредит**

**Иқтисодиёт фанлари бўйича фалсафа доктори (PhD) диссертацияси  
АВТОРЕФЕРАТИ**

**ТОШКЕНТ-2019**

**Иқтисодиёт фанлари бўйича фалсафа доктори (PhD)  
диссертацияси автореферати мундарижаси**

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

**Contents of Dissertation abstract of the doctor of philosophy (PhD)  
on economical sciences**

**Чинкулов Қахрамон Равшанович**

Акциядорлик жамиятларини корпоратив қимматли қоғозлар орқали  
молиялаштиришни такомиллаштириш.....3

**Чинкулов Қахрамон Равшанович**

Совершенствование финансирования акционерных обществ посредством  
корпоративных ценных бумаг.....31

**Chinkulov Kakhramon Ravshanovich**

Improvement of financing of joint-stock companies using corporate securities.....59

**Эълон қилинган ишлар рўйхати**

Список опубликованных работ  
List of published works.....63

**ТОШКЕНТ МОЛИЯ ИНСТИТУТИ ҲУЗУРИДАГИ  
ИЛМИЙ ДАРАЖАЛАР БЕРУВЧИ  
DSc.27.06.2017.I.17.01 РАҚАМЛИ ИЛМИЙ КЕНГАШ**

---

**ТОШКЕНТ МОЛИЯ ИНСТИТУТИ**

**ЧИНҚУЛОВ ҚАҲРАМОН РАВШАНОВИЧ**

**АКЦИЯДОРЛИК ЖАМИЯТЛАРИНИ КОРПОРАТИВ ҚИММАТЛИ  
ҚОҒОЗЛАР ОРҚАЛИ МОЛИЯЛАШТИРИШНИ  
ТАКОМИЛЛАШТИРИШ**

**08.00.07 – Молия, пул муомаласи ва кредит**

**Иқтисодиёт фанлари бўйича фалсафа доктори (PhD) диссертацияси  
АВТОРЕФЕРАТИ**

**ТОШКЕНТ-2019**

**Фалсафа доктори (PhD) диссертацияси мавзуси Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамаси ҳузуридаги Олий аттестация комиссиясида В2017.3.PhD/Iqt.386 рақам билан рўйхатга олинган.**

Диссертация Тошкент молия институтида бажарилган.

Диссертация автореферати уч тилда (ўзбек, рус, инглиз) Илмий кенгаш веб-саҳифаси ([www.tfi.uz](http://www.tfi.uz)) ва «ZiyoNET» ахборот-таълим порталида ([www.ziyounet.uz](http://www.ziyounet.uz)) жойлаштирилган.

**Илмий раҳбар:** **Хамидулин Михаил Борисович**  
иқтисодиёт фанлари доктори, профессор

**Расмий оппонентлар:** **Жумаев Нодир Хосиятович**  
иқтисодиёт фанлари доктори, профессор

**Худойкулов Хуршид Хуррамович**  
иқтисодиёт фанлари бўйича фалсафа доктори (PhD)

**Етакчи ташкилот:** **Г.В.Плеханов номидаги Россия иқтисодиёт университетининг Тошкент шаҳридаги филиали**

Диссертация ҳимояси Тошкент молия институти ҳузуридаги илмий даражалар берувчи DSc.27.06.2017.I.17.01 рақамли Илмий кенгашнинг 2019 йил «\_\_» \_\_\_\_\_ куни соат \_\_\_\_ даги мажлисида бўлиб ўтади. Манзил: 100000, Тошкент шаҳри, Амир Темур шоҳ кўчаси, 60-А уй. тел.: (99871) 234-53-34, факс: (99871) 234-46-26, e-mail: [admin@tfi.uz](mailto:admin@tfi.uz).

Диссертация билан Тошкент молия институти Ахборот-ресурс марказида танишиш мумкин ( \_\_ рақами билан рўйхатга олинган). (Манзил: 100000, Тошкент шаҳри Амир Темур шоҳ кўчаси, 60-А уй. тел.: (99871) 234-53-34.

Диссертация автореферати 2019 йил «\_\_» \_\_\_\_\_ куни тарқатилди.  
(2019 йил «\_\_» \_\_\_\_\_ даги \_\_\_\_\_ рақамли реестр баённомаси).

**И.Н.Қўзиев**

Илмий даражалар берувчи илмий кенгаш раиси, и.ф.д., проф.

**С.У.Мехмонов**

Илмий даражалар берувчи илмий кенгаш котиби, и.ф.д., проф.

**Ж.И.Каримкулов**

Илмий даражалар берувчи илмий кенгаш қошидаги илмий семинар раиси, и.ф.н., доц.

## **КИРИШ (фалсафа доктори (PhD) диссертацияси аннотацияси)**

**Диссертация мавзусининг долзарблиги ва зарурати.** Жаҳон тажрибаси кўрсатмоқдаки, акциядорлик жамиятлари (корпорациялар) хўжалик юритишнинг бутун дунёда мавжуд ва ўзини оқлаган, мамлакатлар ЯИМга ўзининг салмоқли ҳиссасини қўшиб келаётган ташкилий-ҳуқуқий шакли ҳисобланадилар. «Мулкчиликнинг акциядорлик шаклига асосланган тадбиркорлик субъектлари, айниқса энг йирик 200 та компаниянинг жаҳон ялпи ички маҳсулотигаги улуши XX асрнинг 80 йилларида қарийб 25 фоизни, 2000 йилда 27,5 фоизни, 2005 йилда 29,3 фоизни, 2015 йилга келиб эса 31,3 фоизни ташкил этди. Жаҳон акциялар бозорининг капиталлашув даражаси 2017 йилда 50 трлн. доллардан ошди»<sup>1</sup>. Акциядорлик жамиятлари корпоратив қимматли қоғозларни чиқариш ҳамда жойлаштириш орқали қўшимча молиявий ресурсларни жалб этадилар. Хусусан, акцияларни эмиссия қилиш орқали нисбатан барқарор ҳамда арзон акциядорлик капиталига эга бўладилар. ««McKinsey Global Institute» халқаро консалтинг компаниясининг ҳисоб-китобларига кўра, ривожланаётган бозорларда охириги ўн йилликда акциядорлик капитали дефицитининг ўсиши кутилади. Экспертларнинг баҳолашларига кўра, 2012-2022 йилларда акциядорлик капиталига бўлган талаб ва таклиф орасида 8 трлн. долларга яқин тафовут бўлади»<sup>2</sup>. Демак, жаҳон миқёсида акциядорлик капиталига бўлган эҳтиёж ҳамда уни жалб этиш борасида рақобат борган сари кучайиб боради.

Жаҳон миқёсида акциядорлик жамиятларини корпоратив қимматли қоғозлар, хусусан акциялар орқали молиялаштириш механизми кенг илмий тадқиқ этилмоқда. Акцияларни чиқариш орқали корпорацияларга маблағ жалб этиш, айниқса, акцияларни бирламчи оммавий таклифи (IPO) орқали кўламли инвестицияларни жалб қилиш, жаҳон фонд биржаларига акцияларни самарали жойлаштириш орқали халқаро миқёсдаги инвестициялардан фойдаланиш, IPO операциясини муваффақиятли ўтказишда эътибор қаратилган жиҳатлар, жалб этилган маблағлардан самарали фойдаланиш, оптимал капитал тузилмасини шакллантириш ва акциядорлик жамиятлари дивиденд сиёсатини тўғри ташкил этишга бағишланган кўплаб илмий тадқиқотлар шулар жумласидандир. Аммо, акциядорлик молиялаштириш механизмларидан ҳисобланган IPO ва SPO орқали корпорацияларга йирик инвестицияларни жалб этиш билан бирга давлат улушини ҳам камайтириш мумкинлигига қаратилган жиҳатлар ўз илмий ечимини топмаган.

Мамлакатимизда, айниқса сўнгги йилларда акциядорлик жамиятлари фаолиятини бозор механизмлари асосида ривожлантиришга алоҳида аҳамият берилмоқда. Аммо, акциядорлик жамиятларида давлат улушининг юқорилиги, акция бозорининг ликвидлиги паст даражадалиги, эркин

---

<sup>1</sup> Карлибаева Р.Х. Акциядорлик жамиятларида молиявий менежмент тизимини самарали ташкил этиш йўллари. И.ф.д. (DSc)... автореферати. – Тошкент, 2018, –Б.5.

<sup>2</sup> Швырков О. Г. Корпоративное управление как инструмент роста инвестиционной привлекательности компаний // Акционерное общество: вопросы корпоративного управления. – Москва, 2013. – №10.—С.5.

муомалада акциялар деярли мавжуд эмаслиги, корпоратив бошқарувнинг паст даражадалиги каби талай муаммолар акциядорлик жамиятларини корпоратив қимматли қоғозлар воситасида молиялаштириш ҳолатига салбий таъсир этмоқда. «Бугунги кунда мамлакатимизда 603 та акциядорлик жамияти фаолият юритаётган бўлса, уларнинг 486 тасида давлат улуши 52 триллион сўмни ташкил этмоқда. Ёқилғи-энергетика, нефть-газ, кимё, транспорт ва банк соҳаларида давлат иштироки юқори даражада сақланиб қолаётгани уларни бозор механизмлари асосида ривожлантириш, инвестициялар жалб этишга тўсқинлик қилмоқда»<sup>3</sup>. Шунинг учун ҳам акциядорлик жамиятларининг корпоратив қимматли қоғозлар, хусусан акциялар воситасида инвестицияларни жалб этишини ҳар томонлама чуқур ўрганиш ва бу соҳада илғор хориж тажрибасидан фойдаланиш, реал ҳолатни таҳлил этиб, муаммоларни бартараф этиш бўйича таклифлар бериш муҳим аҳамият касб этади ҳамда мазкур диссертация мавзусининг долзарблигини белгилайди.

Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2017 йил 7 февралдаги ПФ-4947-сонли «Ўзбекистон Республикасини янада ривожлантириш бўйича Ҳаракатлар стратегияси тўғрисида»ги, 2015 йил 24 апрелдаги ПФ-4720-сонли «Акциядорлик жамиятларида замонавий корпоратив бошқарув услубларини жорий этиш чора-тадбирлари тўғрисида»ги, 2019 йил 19 февралдаги ПФ-5666-сонли «Давлат мулки объектларидан самарали фойдаланиш бўйича қўшимча чора-тадбирлар тўғрисида»ги фармонлари, 2019 йил 3 апрелдаги ПҚ-4263-сонли «Кимё саноатини янада ислоҳ қилиш ва унинг инвестициявий жозибадорлигини ошириш чора-тадбирлари тўғрисида»ги қарори, ҳамда акциядорлик жамиятлари фаолиятини такомиллаштиришга қаратилган бошқа меъёрий-ҳуқуқий ҳужжатларда белгиланган вазифаларни амалга оширишда мазкур диссертация тадқиқоти муайян даражада хизмат қилади.

**Тадқиқотнинг республика фан ва технологиялари ривожланишининг устувор йўналишларига боғлиқлиги.** Мазкур тадқиқот республика фан ва технологиялари ривожланишининг I. «Демократик ва ҳуқуқий жамиятни маънавий-ахлоқий ва маданий ривожлантириш, инновацион иқтисодиётни шакллантириш» устувор йўналиши доирасида бажарилган.

**Муаммонинг ўрганилганлик даражаси.** Акциядорлик жамиятлари фаолияти ҳамда корпоратив қимматли қоғозлар бозори билан боғлиқ бўлган илмий тадқиқот ишлари қатор хорижлик ва Ўзбекистонлик олимлар томонидан амалга оширилган. Корпоратив қимматли қоғозлар бозорини бошқариш муаммолари ва фаолият кўрсатиш механизми Р.А.Брейли, С.С.Майерс, Л.Буз, У.Шарп, З.Боди, У.Мертон, Д.Сигел, И.Х.Ансофф, Д.М.Розенберг, Э.Маклейни, И.Т.Балабанов, В.В.Бочаров, В.Е.Леонтьев, М.Ю.Алексеев, Я.М.Миркин, Е.Ф.Жуков, В.А.Галанов, А.А.Мишарев,

---

<sup>3</sup> Ўзбекистон Республикаси Президенти Шавкат Мирзиёевнинг Олий Мажлисга Мурожаатномаси. Тошкент, 28.12.2018 йил.

А.А.Абгарян, Л.А.Борлакова<sup>4</sup> каби таникли хорижий олимлар томонидан тадқиқ этилган.

Шунингдек, республикамизда акциядорлик жамиятлари фаолияти ҳамда корпоратив қимматли қоғозлар бозори ривожланишига оид масалалар И.Л.Бутиков, Ш.Ш.Шохаъзамий, М.Б.Хамидулин, Р.Х.Карлибаева, Д.Х.Суюнов, С.Э.Элмирзаев, Г.Ш.Ханкелдиева, Т.Д.Ядгаров, Ж.И.Каримкулов, Ф.Т.Мухамедов, Х.А.Қурбонов, А.А.Мирисаев, Н.Т.Пўлатов, Ф.А.Хамидова, Ж.Ф.Каримов, К.Х.Акрамов, Д.Б.Бегматова, У.Р.Халиков, Ж.Ж.Қурбонов<sup>5</sup> ва республикамизнинг бошқа иқтисодчи олимлари ишларида ёритилган.

Юқорида номлари зикр этилган олимларнинг тадқиқотларида корпоратив қимматли қоғозлар бозорининг айрим жиҳатлари тадқиқ этилган бўлсада, айнан акциядорлик жамиятларини корпоратив қимматли қоғозлар,

---

<sup>4</sup> Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов. – М.: Олимп-Бизнес, 2007. – 1008 с.; Booth L., Aivazian V., Demircuc-Kunt A., Maksimovic V. Capital Structures in Developing Countries: Working paper / University of Toronto: Rotman School of Management. – Toronto: University of Toronto, 2000.; Шарп У., Александер Г., Бэйли Дж. Инвестиции: Пер. с англ. – М.: ИНФРА-М, 1999. – XII. – 1028 с.; Боди З., Мертон Р. Финансы.: Пер. с англ. – М.: Издательский дом «Вильямс», 2005. – 347 с.; Сигел Дж.. Долгосрочные инвестиции в акции. 4-е изд. – СПб.: Питер, 2010. – 416 стр.; Ансофф И.Х. Новая корпоративная стратегия: Пер. с англ. – СПб.: Питер Ком, 1999. –416 с.; Розенберг Д. М. Бизнес. Менеджмент. Терминологический словарь. – М.: ИНФРА-М, 1997. –462 с.; Э.Маклейни. Бизнес финансы. Теория и практика. Издательский дом «ИНФРА-М», 2008, –624 с.; Балабанова И.Т. Деньги и финансовые институты. – СПб.: Питер, 2000. –192 с.; Бочаров В.В., Леонтьев В.Е. Корпоративные финансы / СПб.: Питер, 2004. –592 с.; Алексеев М. Ю. Рынок ценных бумаг. - М.: Финансы и статистика, 1992. –352 с.; Миркин Я.М. Рынок ценных бумаг России: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития. – М.: Альпина Паблшер, 2002. –583 с.; Рынок ценных бумаг: Учебник для студентов вузов / Под ред. Е.Ф.Жукова.—2-изд., – М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2007. – 463 с.; Галанов В.А. Рынок ценных бумаг. Учебник. – М.: ИНФРА-М, 2008. – 379 с.; Мишарев А.А. Рынок ценных бумаг. – СПб.: Питер, 2007. –256 с.; Абгарян А.А. Развитие российского рынка акционерного капитала в современных условиях. Дисс...к.э.н., – М., 2015.; Борлакова Л.А. Влияние IPO на конкурентоспособность российских компаний. Автореф.... к.э.н., – М., 2013.

<sup>5</sup> Бутиков И.Л. Проблемы формирования и функционирования рынка ценных бумаг в Узбекистане: Дисс...д-ра.э.к.наук. – Т., 2009 г.; Шохаъзамий Ш.Ш. Системное развитие рынка ценных бумаг в регулятивной взаимосвязи с реальной экономикой / Монография. – Т.: Fan va texnologiya, 2012. –448 с.; Хамидулин М.Б. Развитие финансового механизма корпоративного управления. Дисс...д-ра.э.к.наук. – Т., 2008.; Карлибаева Р.Х. Акциядорлик жамиятларида молиявий менежмент тизимини самарали ташкил этиш масалалари. И.ф.д...автореф. – Т., 2018.; Суюнов Д.Х. Корпоратив бошқарув механизми: муаммо ва ечимлар. Монография. – Т.: Академия, 2006. –116 б.; Элмирзаев С.Э. Корпоратив молияни бошқаришда солиқ муносабатларини такомиллаштириш. И.ф.д. (DSc)...автореф. – Т., 2018.; Ханкелдиева Г.Ш. Иқтисодийни модернизациялаш шароитида корпорацияларни бошқаришнинг илмий-методологик асослари. И.ф.д.(DSc)...автореф. – Т., 2018.; Ядгаров Т.Д. Депозитарная система рынка корпоративных ценных бумаг и её интеграция в международный рынок капитала: Дисс...канд.э.к.наук. –Т., 2003.; Каримкулов Ж.И. Қимматли қоғозлар бозорида эмиссион-инвестицион жараёни фаоллаштириш // Молия, 2010. –№3. –Б.58.; Мухамедов Ф.Т. Ўзбекистонда қимматли қоғозлар савдо тизимларини такомиллаштириш. И.ф.н...автореф. – Т., 2012.; Курбанов Х.А. Корпоративные финансы. Учебное пособие. – Т.: Iqtisod-moliya, 2007. –184 с.; Мирисаев А.А. Хусусийлаштирилган корхоналар фаолияти самарадорлигини оширишнинг молиявий жиҳатлари. И.ф.н...автореф. – Т., 2008.; Пўлатов Н.Т. Очиқ акциядорлик жамиятларида корпоратив бошқарув самарадорлигини ошириш йўллари. И.ф.н. ..автореф. – Т., 2011.; Хамидова Ф.А.. Анализ и пути привлечения портфельных инвестиций в приватизированные предприятия. Дисс. ...к.э.н. – Т., 2008.; Каримов Ж.Ф. Компаниялар ва уларнинг акциялари бозор қийматини бошқариш масалалари. И.ф.н...автореф. – Т., 2011.; Акрамов К.Х. Совершенствование финансового обеспечения модернизации акционерных предприятий посредством ценных бумаг. Автореф. ... к.э.н. – Т., 2011.; Бегматова Д.Б. Акциядорлик жамиятларида корпоратив бошқарувнинг самарадорлигини баҳолаш усулларини такомиллаштириш. Икт. фан. бўй. фал. док. (PhD)...автореф. – Т., 2017.; Халиков У.Р. Ўзбекистонда фонд бозори орқали инвестицион фаолиятни молиялаштиришни такомиллаштириш. Икт. фан. бўй. фал. док. (PhD) автореф. – Т., 2017.; Қурбонов Ж.Ж. Давлат ва корпоратив тузилмалар ўртасидаги ўзаро молиявий муносабатларни самарали ташкил этиш йўллари. Икт. фан. бўй. фал. док. (PhD) автореф. – Т., 2018.

хусусан акциялар орқали молиялаштириш масаласи алоҳида тадқиқот объекти сифатида кўрилмаган. Ушбу ҳолат ҳам танланган мавзунинг долзарблигини кўрсатади.

**Тадқиқотнинг диссертация бажарилган олий таълим муассасасининг илмий-тадқиқот ишлари режалари билан боғлиқлиги.** Диссертация тадқиқоти Тошкент молия институти илмий тадқиқот ишлари режасининг «Иқтисодийни модернизация қилиш шароитида молия, банк ва ҳисоб тизимини мувофиқлаштиришнинг илмий асослари» мавзусидаги стратегик илмий тадқиқот йўналиши доирасида бажарилган.

**Тадқиқотнинг мақсади** акциядорлик жамиятларини акциялар орқали молиялаштиришни такомиллаштириш юзасидан илмий таклиф ва амалий тавсиялар ишлаб чиқишдан иборат.

**Тадқиқотнинг вазифалари:**

акциядорлик жамиятларининг моҳияти, хусусиятлари ва мамлакат иқтисодийида тутган ўрнини ёритиш;

корпоратив қимматли қоғозларнинг хусусиятлари ва классификациясини тадқиқ этиш;

акциядорлик жамиятларини акциялар орқали молиялаштиришнинг иқтисодий моҳияти ва аҳамиятини ёритиш;

акцияларни чиқариш ва жойлаштиришнинг амалдаги ҳолатини таҳлил этиш;

акциядорлик жамиятларини IPO ҳамда SPO ларни қўллаш орқали молиялаштиришнинг амалдаги ҳолатини таҳлил қилиш;

акцияларнинг иккиламчи бозори ҳолати ва динамикасининг таҳлилин амалга ошириш;

акциядорлик жамиятларини акциялар орқали молиялаштиришнинг илғор хориж тажрибасини тадқиқ этиш ва ҳ.к.

**Тадқиқотнинг объекти** Ўзбекистон Республикасида фаолият юритаётган акциядорлик жамиятлари ҳисобланади.

**Тадқиқотнинг предмети**ни акциядорлик жамиятларини акциялар орқали молиялаштириш билан боғлиқ иқтисодий муносабатлар ташкил қилади.

**Тадқиқотнинг усуллари.** Диссертацияда умумлаштириш, гуруҳлаш, тизимли ёндашув, таҳлил ва синтез, таққослаш, индукция ва дедукция каби усуллардан фойдаланилган.

**Тадқиқотнинг илмий янгилиги** қуйидагилардан иборат:

устав капиталида давлат ёки хўжалик бошқаруви органлари улуши мавжуд акциядорлик жамиятларини молиялаштиришнинг устувор йўналиши сифатида улар акцияларини бирламчи оммавий таклиф (IPO) орқали жойлаштириш натижасида акциядорлик жамиятларига қўшимча маблағ ҳамда хусусий инвесторларни жалб этиш механизми асосланган;



устав капиталида давлат улуши мавжуд акциядорлик жамиятлари акцияларини иккиламчи оммавий таклиф (SPO) орқали сотиш асосида давлат улушини камайтириш таклиф этилган;

кузатув кенгаши таркибига мустақил аъзоларни киритиш асосида акциядорлик жамиятларининг инвестицион жозибадорлигини ошириш таклиф этилган;

«акциядорлик жамиятларини акциялар орқали молиялаштириш» тушунчаси акциядорлик жамиятларини дастлабки, IPO орқали, капитализациялашган фойда ҳисобига иккиламчи, ёпиқ обуна асосида кўшимча ҳамда имтиёзли акциялар ва акцияларга конвертация қилинадиган қимматли қоғозлар орқали молиялаштиришга устуворлик бериш асосида такомиллаштирилган.

**Тадқиқотнинг амалий натижаси** қуйидагилардан иборат:

акциядорлик жамиятларини акциялар орқали молиялаштириш шакллари акциядорлик жамияти мақсади ҳамда молиялаштириш манбасига боғланган ҳолда тавсифланган;

республикамызда ҳозирги кунда акциядорлик молиялаштириш орқали кўламли инвестицияларни жалб этишга ҳамда акциялар бозорининг ривожланишига тўсқинлик қилаётган асосий омиллардан бири акциядорлик жамиятларида давлат улушининг юқори эканлиги билан боғлиқлиги асосланган;

акцияларга айирбошланадиган имтиёзли акциялар ва корпоратив облигацияларни амалиётда қўллаш таклиф этилган.

ўз акцияларини IPO орқали жойлаштирган ёки SPO шаклида сотган акциядорлик жамиятлари IPO ёки SPOдан 1-2 йил олдин олиб борган дивиденд сиёсатини IPO ёки SPOни амалга оширгандан кейин ҳам камида 1-2 йил мобайнида давом эттиришлари лозимлиги асосланган.

**Тадқиқот натижаларининг ишончлилиги.** Тадқиқот натижаларининг ишончлилиги ишда қўлланилган ёндашув ва усуллар, унинг доирасида фойдаланилган назарий ёндашувлар расмий манбалардан олинганлиги, Ўзбекистондаги акциядорлик жамиятлари расмий маълумотларига асосланганлиги, таклиф ва тавсияларнинг амалиётда жорий этилганлиги, Ўзбекистон Республикаси Капитал бозорини ривожлантириш агентлиги, «Тошкент» РФБ, қимматли қоғозлар Марказий депозитарийси, Давлат статистика қўмитаси маълумотларига, шунингдек, бошқа амалий маълумотлар таҳлилига асосланганлиги билан белгиланади.

**Тадқиқот натижаларининг илмий ва амалий аҳамияти.** Тадқиқот натижаларининг илмий аҳамияти улардан акциядорлик жамиятларини акциялар орқали молиялаштиришни такомиллаштиришга бағишланган илмий тадқиқотларни амалга оширишда фойдаланиш мумкинлиги билан изоҳланади.

Тадқиқот натижаларининг амалий аҳамияти ишлаб чиқилган илмий таклифлар ва амалий тавсияларни акциядорлик жамиятлари фаолиятига татбиқ этилиши ҳамда уларни акциялар орқали молиялаштириш

билан боғлиқ муносабатларини такомиллаштиришга хизмат қилиши билан белгиланади.

**Тадқиқот натижаларининг жорий қилиниши.** Акциядорлик жамиятларини корпоратив қимматли қоғозлар орқали молиялаштириш юзасидан олинган илмий натижалар асосида:

устав капиталида давлат ёки хўжалик бошқарув органларининг улуши (акция пакети) мавжуд бўлган акциядорлик жамиятларини молиялаштиришнинг устувор йўналиши сифатида давлат ҳамда хўжалик бошқаруви органларининг улушлари (акция пакетлари)ни бирламчи оммавий таклиф (IPO) ўтказиш орқали жойлаштириш бўйича таклифи Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2019 йил 3 апрелдаги «Кимё саноатини янада ислоҳ қилиш ва унинг инвестициявий жозибадорлигини ошириш чоратадбирлари тўғрисида»ги ПҚ-4263-сонли қарорида ўз аксини топган (Давлат активларини бошқариш агентлигининг 2019 йил 10 апрелдаги 557/02-15-сон маълумотномаси). Бунинг натижасида «Ўзкимёсаноат» АЖ тизимидаги акциядорлик жамиятларини акциялар орқали молиялаштиришни самарали ташкил этиш, иқтисодиётда давлат улушини камайтириш ҳамда хусусий инвесторлар улушини ошириш ва мамлакат молия бозорини ривожлантириш имкониятлари яратилган;

устав капиталида давлат ёки хўжалик бошқарув органларининг улуши (акция пакети) мавжуд бўлган акциядорлик жамиятларини молиялаштиришнинг устувор йўналиши сифатида давлат акциялари пакетини иккиламчи SPO ўтказиш орқали жойлаштириш бўйича таклифи Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2019 йил 19 февралда «Давлат мулки объектларидан самарали фойдаланиш бўйича кўшимча чоратадбирлар тўғрисида»ги ПФ-5666-сонли Фармонида ўз аксини топган (Хусусийлаштирилган корхоналарга кўмаклашиш ва рақобатни ривожлантириш давлат кўмитаси ҳузуридаги давлат активларини бошқариш Марказининг 2019 йил 15 мартдаги 02/06-192-сон маълумотномаси). Бунинг натижасида акциядорлик жамиятларини акциялар орқали молиялаштиришни самарали ташкил этиш, иқтисодиётда давлат улушини камайтириш ҳамда хусусий инвесторлар улушини ошириш ва мамлакат молия бозорини ривожлантириш имкониятлари яратилган;

акциядорлик жамиятлари кузатув кенгашлари таркибига мустақил аъзоларни киритиш бўйича таклифи Давлат активларини бошқариш маркази томонидан устав капиталида давлат улуши бўлган автомобиль ҳамда телекоммуникация саноати тармоғидаги йирик акциядорлик жамиятлари фаолиятида фойдаланилган (Ўзбекистон Республикаси хусусийлаштирилган корхоналарга кўмаклашиш ва рақобатни ривожлантириш давлат кўмитаси ҳузуридаги Давлат активларини бошқариш марказининг 2019 йил 15 мартдаги 02/06-192-сон маълумотномаси). Бунинг натижасида акциядорлик жамиятлари молиявий-хўжалик фаолияти самарадорлигини ошириш ҳамда корпоратив бошқарувнинг замонавий усулларини жорий этишга эришилган;

«акциядорлик жамиятларини акциялар орқали молиялаштириш»

тушунчасининг такомиллаштирилган таърифи бўйича 5230600 - Молия йўналиши талабалари учун тавсия этилган “Biznes moliyasi” номли ўқув қўлланма ишлаб чиқилган (Ўзбекистон Республикаси Олий ва ўрта махсус таълим вазирлигининг 2019 йил 9 февралдаги 133-сон буйруғи, 133-154 гувоҳномаси). Мазкур таклифни жорий этилиши акциядорлик жамиятларини акциялар орқали молиялаштиришни назарий-услубий жиҳатларини такомиллаштиришга ҳамда таълим сифатини оширишга хизмат қилган.

**Тадқиқот натижаларининг апробацияси.** Мазкур тадқиқот натижалари 8 та халқаро ва 17 та республика илмий-амалий анжуманларида муҳокамадан ўтказилган.

Тадқиқот натижаларидан бакалавриат таълим йўналишларида ўқитилаётган «Бизнес молияси» фани бўйича ўқув дастурини такомиллаштириш ва ўқитишда фойдаланилмоқда.

**Тадқиқот натижаларининг эълон қилинганлиги.** Диссертация мавзуси бўйича жами 31 та илмий иш, шундан Ўзбекистон Республикаси Олий аттестация комиссиясининг докторлик диссертациялари асосий илмий натижаларини чоп этиш бўйича тавсия этилган илмий нашрларда 6 та илмий мақола, жумладан, 5 таси республика ва 1 таси хорижий журналларда, илмий-амалий анжуманларда 25 та маъруза тезислари нашр этилган.

**Диссертациянинг тузилиши ва ҳажми.** Диссертация таркиби кириш, учта боб, хулоса, фойдаланилган адабиётлар рўйхати ва иловалардан иборат. Диссертациянинг ҳажми 147 бетни ташкил этади

## ДИССЕРТАЦИЯНИНГ АСОСИЙ МАЗМУНИ

**Кириш** қисмида диссертация мавзусининг долзарблиги ва зарурати асосланган, тадқиқотнинг мақсади ва вазифалари, объекти ва предмети белгилаб олинган, республика фан ва технологиялари ривожланишининг устувор йўналишларига мослиги кўрсатилган, тадқиқотнинг илмий янгилиги ва амалий натижалари акс эттирилган, олинган натижаларнинг назарий ва амалий аҳамияти очиқ берилган, тадқиқот натижаларини амалиётга жорий қилиш, нашр этилган ишлар ва диссертация тузилиши бўйича маълумотлар келтирилган.

Диссертациянинг «**Акциядорлик жамиятларини корпоратив қимматли қоғозлар орқали молиялаштиришнинг назарий-иқтисодий асослари**» деб номланган биринчи бобда акциядорлик жамият (АЖ)ларининг моҳияти, хусусиятлари ва мамлакат иқтисодиётида тутган ўрни, корпоратив қимматли қоғозларнинг хусусиятлари ва классификацияси, АЖни акциялар орқали молиялаштиришнинг иқтисодий моҳияти ва аҳамияти тадқиқ этилган ҳамда тегишли назарий хулосалар шакллантирилган.

Мамлакат иқтисодиётида АЖларининг роли беқиёс бўлиб, турли манбаларда АЖларига ҳар хил таърифлар келтирилган.

Хорижий иқтисодчи олимлар Н.В.Буркова, М.Ю.Маковецкийларнинг фикрига кўра: «Ҳозирги кунда АЖлари ҳақли равишда бозор иқтисодиётининг энг муҳим институтлари қаторига кирадилар»<sup>6</sup>. Ф.А.Хамидова акциядорлик шаклини «...миллий иқтисодиёт реал секторининг ўзаги», сифатида ифодалайди<sup>7</sup>.

АЖлари тижорат ташкилоти тури сифатида бир қанча устунликларга эга бўлиши билан бирга, бирмунча камчиликлардан ҳам ҳоли эмас Уларнинг асосийларини қисқача тарзда 1-расм маълумотларидан кўриш мумкин.

Муаллиф фикрича, АЖларининг мамлакат иқтисодиёти учун фойдаси ва афзаллик томонлари камчиликларидан бир неча маротаба устун туради.

Корпоратив қимматли қоғозларга акциялар ҳамда корпоратив облигациялар кирди. Мазкур фикрни кўплаб иқтисодчилар, хусусан, Е.Ф.Жуков ҳам таъкидлаганлар: «Корпоратив қимматли қоғозлар (акциялар ва облигациялар) корпорациялар, компаниялар ҳамда корхоналар (юримдик шахслар) – таомилга кўра, АЖлари томонидан чиқарилади»<sup>8</sup>.

А.А.Мишаревнинг фикрига кўра: «Фонд бозорида асосий қимматли қоғоз тури – булар акциялар ҳисобланади. АЖ уларни чиқариш орқали ўзининг устав капиталини шакллантиради ва кўпайтиради. Акциялар

<sup>6</sup> Буркова Н.В., Маковецкий М.Ю. Микроэкономика. Рынки ресурсов, общее равновесие и несовершенства рынка. Учебное пособие / Омск, 2010. – С.152.

<sup>7</sup> Хамидова Ф.А.. Анализ и пути привлечения портфельных инвестиций в приватизированные предприятия. Дисс. ...к.э.н., –Ташкент, 2008. –С.3.

<sup>8</sup> Рынок ценных бумаг: Учебник для студентов вузов / Под ред. Е.Ф.Жукова. –2-изд., – М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2007. –463 с., с.18.

моҳиятига кўра АЖ хусусий активларини биргаликда бошқаришнинг гувоҳномаси ҳисобланади»<sup>9</sup>.



**1-расм. АЖлари шаклидаги корхоналарнинг ташкилий-ҳуқуқий жиҳатдан асосий устунликлари ва камчиликлари<sup>10</sup>**

Диссертация мавзусининг предметидан келиб чиқиб, АЖларини акциялар орқали молиялаштириш тушунчаси борасида ўз муаллифлик ёндашувимизни ифода этишимиз лозим. Бунинг учун «акциядорлик жамиятлари» - «акциядорлик жамиятларини молиялаштириш» - «акциядорлик жамиятларини акциялар орқали молиялаштириш» сўз бирикмалари орқали ифодаланаётган иқтисодий маъно-мазмунни ҳам англаб олоқ тақозо этилади. Мазкур тушунчани аниқлаштириш учун назарий адабиётларга, иқтисодий луғатларга ҳамда амалиётга мурожаат қиламиз.

<sup>9</sup> Мишарев А.А. Рынок ценных бумаг. – СПб.: Питер, 2007. –256 с. – С.127.

<sup>10</sup> Тадқиқотлар асосида муаллиф томонидан тузилган.

Буларнинг барчаси асосида муаллиф томонидан АЖларини акциялар орқали молиялаштириш шакллари молиялаштириш мақсадлари ҳамда манбаларига боғлиқ ҳолда тавсифланган механизми ишлаб чиқилган. (2-расмга қаранг):



**2-расм. АЖларини акциялар орқали молиялаштириш шакллари молиялаштириш мақсадлари ҳамда манбаларига боғлиқ ҳолда тавсифланиши<sup>11</sup>**

АЖларини дастлабки молиялаштириш дейилганда жамиятнинг дастлаб устав капиталини шакллантириш билан боғлиқ молиявий муносабатлар назарда тутилмоқда. Бунда молиялаштириш манбаси бўлиб таъсисчиларнинг маблағлари ҳисобланади.

Акцияларнинг бирламчи оммавий таклифи (IPO) – акцияларни АЖ томонидан (IPO ташаббускори) фонд биржасида инвесторларнинг чекланмаган доирасига жойлаштириши ҳисобланади. Ушбу ҳолатда акциядорларнинг кенг оммаси маблағлари молиялаштириш манбаси бўлиб хизмат қилади.

<sup>11</sup> Муаллиф томонидан тузилган.

АЖларини капитализациялашган фойда ҳисобига иккиламчи молиялаштириш дейилганда соф фойдани реинвестиция қилиш орқали АЖларини молиялаштириш тушунилади.

АЖларини ёпиқ обуна асосида қўшимча молиялаштиришдан мақсад қўшимча ресурс ҳамда стейкхолдерларни жалб этиш бўлиб, бунда мол отказиб берувчилар, харидорлар ва ҳ.к.ларнинг маблағлари ёпиқ обуна асосида қўшимча жалб этилади.

АЖларини имтиёзли акциялар ва акцияларга конвертация қилинадиган қимматли қоғозлар орқали молиялаштиришда акциядорлар-стейкхолдерлар сонини оширмасдан молиялаштириш амалга оширилади. Бунда молиялаштириш манбаси бўлиб қатъий белгиланган фоиз олувчилар маблағлари хизмат қилади.

Юқоридаги таҳлиллардан келиб чиқиб, муаллиф томонидан «акциядорлик жамиятларини акциялар орқали молиялаштириш»га қуйидагича муаллифлик таърифи шакллантирилган: акциядорлик жамиятларини акциялар орқали молиялаштириш – акциядорлик жамиятларини дастлабки, IPO орқали, капитализациялашган фойда ҳисобига иккиламчи, ёпиқ обуна асосида қўшимча ҳамда имтиёзли акциялар ва акцияларга конвертация қилинадиган қимматли қоғозлар орқали молиялаштиришдан иборат.

АЖларини молиялаштиришнинг муаллиф томонидан 2-расмда келтирилган тарзда тавсифланиши АЖларининг стратегик мақсадларидан ҳамда молиялаштириш манбаларидан келиб чиққан ҳолда амалга оширилади. Мазкур расм маълумотини шакллантириш орқали нафақат «АЖларини акциялар орқали молиялаштириш» тушунчасига таъриф берилган, балки мазкур молиялаштиришнинг тавсифи ҳам ифода қилинган.

Муаллиф фикрича, республикада ҳозирги кунда акциядорлик молиялаштириш орқали кўламли инвестицияларни жалб этишга тўсқинлик қилаётган асосий омиллардан бири АЖларида давлат улушининг ўта юқори эканлиги билан боғлиқ.

Хўжалик юритувчи субъектлар устав жамғармаларидаги давлат улушига тегишли акцияларни юридик ва жисмоний шахсларга IPO ҳамда SPO<sup>12</sup> орқали сотиш, пировардида «олтин акция»дан фойдаланган ҳолда вето қўйиш ҳуқуқини давлат сақлаб қолиш амалиётини қўллаш мақсадга мувофиқ.

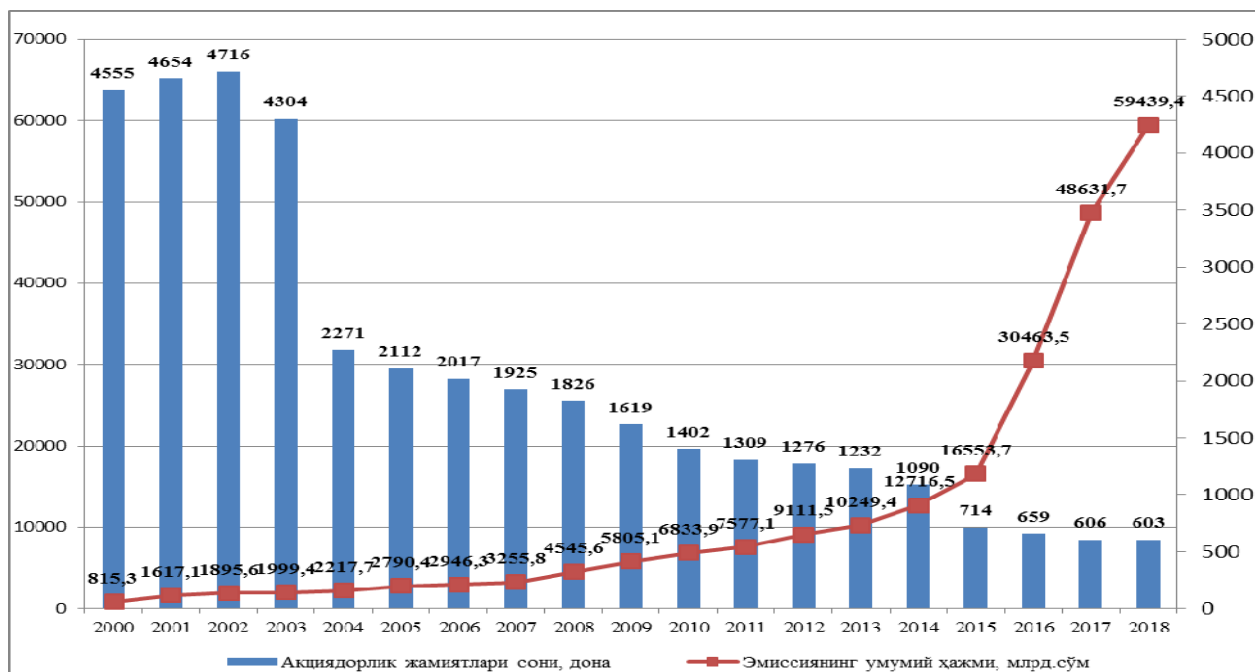
Диссертациянинг **«Ўзбекистон Республикасида акциядорлик жамиятларини акциялар орқали молиялаштиришнинг амалдаги ҳолати таҳлили»** деб номланган иккинчи бобида акцияларни чиқариш ва жойлаштиришнинг амалдаги ҳолати, АЖларини IPO орқали молиялаштириш ҳамда акцияларни SPO орқали сотишнинг амалдаги ҳолати таҳлили,

---

<sup>12</sup> Акцияларнинг иккиламчи оммавий таклифи (SPO) – акциядор томонидан (SPO ташаббускори) унга тегишли акцияларни фонд биржасида инвесторларнинг чекланмаган доирасига сотиши ҳисобланади Қаранг: «Фонд биржасида акцияларнинг бирламчи (IPO) ва иккиламчи (SPO) таклифини амалга ошириш тўғрисида» Низом. Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг 10.05.2017 йил «Фонд биржасида акцияларни оммавий таклифини ўтказишни ташкил этиш тўғрисида»ги 268-сонли қарорига 2-илова.

акцияларнинг иккиламчи бозори ҳолати ва динамикасининг таҳлили амалга оширилган ҳамда илмий-амалий хулосалар шакллантирилган.

Республикамизда АЖлари умумий сони ва акциялар эмиссияси умумий ҳажми йиллар давомида ўзгариш тенденциясига эга. (3-расмга қаранг).



**3-расм. АЖлари умумий сони ва акциялар эмиссияси умумий ҳажмининг ўзгариши<sup>13</sup>**

3-расм маълумотларидан кўриш мумкинки, кўрилатган давр мобайнида АЖлари сони камайиш тенденциясига эга. Аммо бундай камайиш умумий эмиссия ҳажмининг камайишига олиб келмади. Республикамизда 2000 йилда 4555 та АЖ фаолият кўрсатган бўлса, 2018 йилга келиб улар сони бор-йўғи 603 тани ташкил этган (ҳатто 2017 йилнинг 1 июль ҳолатига 625 та бўлган).. 2008 йилнинг охиридан бошлаб АЖлари сонининг камая боришининг асосий сабаби – мазкур йилнинг ноябрь ойида қабул қилинган Президент фармонида кўзда тутилган АЖларини йириклаштиришга, улар устав жамғармасининг минимал миқдорини оширишга бўлган талаблар ҳисобланади. Айниқса, 2009 йилдан бошлаб янги ташкил этилаётган АЖлари устав жамғармасининг минимал миқдори 400 минг АҚШ доллари эквивалентлигида белгиланиши, муқаддам ташкил этилган АЖларига устав жамғармасининг миқдорини ошириш учун 2010 йил 1 январгача муҳлат берилиши, акс ҳолда мулкчиликнинг бошқа шаклига айлантирилиши бўйича қўйилган талаблар сабаб бўлди<sup>14</sup>. Акциялар умумий эмиссия ҳажмининг сўнгги йилларда ортишининг асосий сабаби – давлат улушининг ортиши билан боғлиқ.

<sup>13</sup> Капитал бозорини ривожлантириш агентлиги маълумотлари асосида муаллиф томонидан тузилган.

<sup>14</sup> Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2008 йил 18 ноябрдаги ПФ-4053-сонли «Иқтисодийёт реал сектори корхоналарининг молиявий барқарорлигини янада ошириш чора-тадбирлари тўғрисида»ги Фармони. Ўзбекистон Республикаси қонун ҳужжатлари тўплами, 2008 й., 47-сон, 461-модда.



01.01.2019 йил ҳолатига АЖлари капитализацияси ЯИМга нисбатан 14,6% ни ташкил этган. Ҳолбуки жаҳоннинг бу борадаги ўртача кўрсаткичи эса 117,7% ни ташкил этади<sup>15</sup>. Демак, АЖлари капитализация даражасининг ҳозирги ҳолатини ижобий баҳолай олмаимиз. Чунки, ҳозирги кунда республикамиз АЖларининг капитализация даражаси жаҳоннинг бу борадаги ўртача кўрсаткичидан 8 марта кам миқдорни ташкил қилмоқда.

Шунингдек, акциялар эмиссияси ўсиш тенденциясига эга бўлсада, биржа айланмаси жуда ҳам кам улушни ташкил этмоқда. Буни 1-жадвал маълумотидан ҳам кўриш мумкин.

1-жадвал.

**ЯИМ, акциялар умумий эмиссияси ҳажми ҳамда биржа айланмаси динамикасининг солиштирма кўрсаткичи<sup>16</sup>**

Кўрсаткичлар	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<b>ЯИМ ҳажми, млрд. сўмда</b>	120861,5	144867,9	171369,0	199325,1	254043,1	407500,0
<b>Акциялар умумий эмиссияси ҳажми, млрд. сўмда</b>	10249,4	12716,5	16553,7	30463,5	48630,0	59400,0
<b>Биржа айланмаси миқдори, млрд. сўмда</b>	93,2	97,6	161,0	299,8	298,6	687,3
<b>Биржа айланмасининг ЯИМдаги улуши, % да</b>	0,08	0,07	0,09	0,15	0,12	0,17
<b>Биржа айланмасининг умумий эмиссия ҳажмидаги улуши, % да</b>	0,9	0,8	1,0	1,0	0,6	1,2

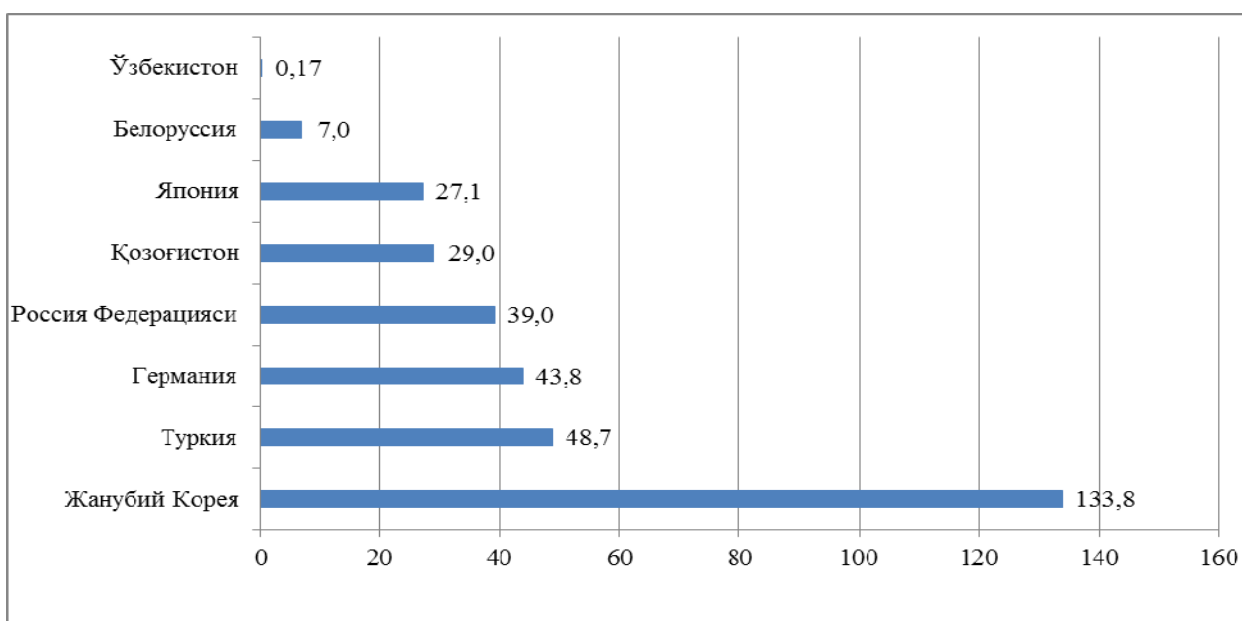
1-жадвал маълумотларидан кўринадики, биржа айланмасининг ЯИМдаги улуши жуда кам миқдорни ташкил этиб, кўрилаётган давр мобайнида 0,07% дан 0,17% га қадар ўсган. Мамлакатимизда акцияларнинг умумий эмиссия ҳажми гарчи ўсиш тенденциясига эга бўлиб, 2018 йилда 59 трлн. сўмдан ошган бўлсада, мазкур акцияларнинг биржада айланмаси бор-йўғи 0,6% дан 1,2% гача бўлган ораликда тебранмоқда. Бошқача айтганда, акциялар умумий эмиссия ҳажмининг бор-йўғи 1,2 фоизи биржада олди-сотди қилинмоқда. Бу эса жуда ҳам паст кўрсаткич ҳисобланади. Албатта ушбу ҳолатни ижобий баҳолай олмаимиз.

4-расм маълумотларидан кўринадики, Ўзбекистонда биржа айланмасининг ЯИМдаги улуши 2018 йил якунлари бўйича бор-йўғи 0,17% ни ташкил этган. Ҳолбуки, Жаҳон банкининг маълумотларига кўра, мазкур кўрсаткич Жанубий Кореяда 133,8%, Японияда 27,1%, Туркияда 48,7%, Германияда 43,8%, Россия Федерациясида 39%, Қозоғистонда 29%, Белоруссияда 7% ни ташкил этади.

<sup>15</sup> Обидов А. Развитие рынков капитала в Узбекистане. Международный финансово-банковский форум. – Ташкент, 2019. -- 27-31 март.

<sup>16</sup> Капитал бозорини ривожлантириш агентлиги ҳамда «Тошкент» РФБ ҳисобот маълумотлари асосида муаллиф томонидан тузилган.

Иқтисодийнинг асосий тармоқлари кесимида биржа айланмасини таҳлил қиладиган бўлсак, биржа айланмасининг 88,8 фоизи, ёки 610,3 млрд. сўми молия сектори корхоналарига тўғри келади. Бундан 86,0 фоизи ёки биржа айланмаси миқдорининг 591,0 млрд. сўми банкларга тегишли. Суғурта компанияларининг улуши 10,9 млрд. сўм (1,6%), лизинг компаниялари улуши 8,3 млрд. сўм (1,2%) ни ташкил этган. Таҳлил маълумотларидан кўринадики, биржа айланмасининг деярли 90 фоизи молия секторига тўғри келади. Шундан 86 фоизи эса банклар ҳиссасига тўғри келган. Яъни, биржа савдоларида банкларнинг акциялари олди-сотдиси монопол мавқега эга. Реал сектор корхоналари улуши биржа айланмасида жуда ҳам кам миқдорни (тахминан 11%) ташкил этмоқда. Ушбу ҳолатни ҳам ижобий баҳолай олмаймиз.



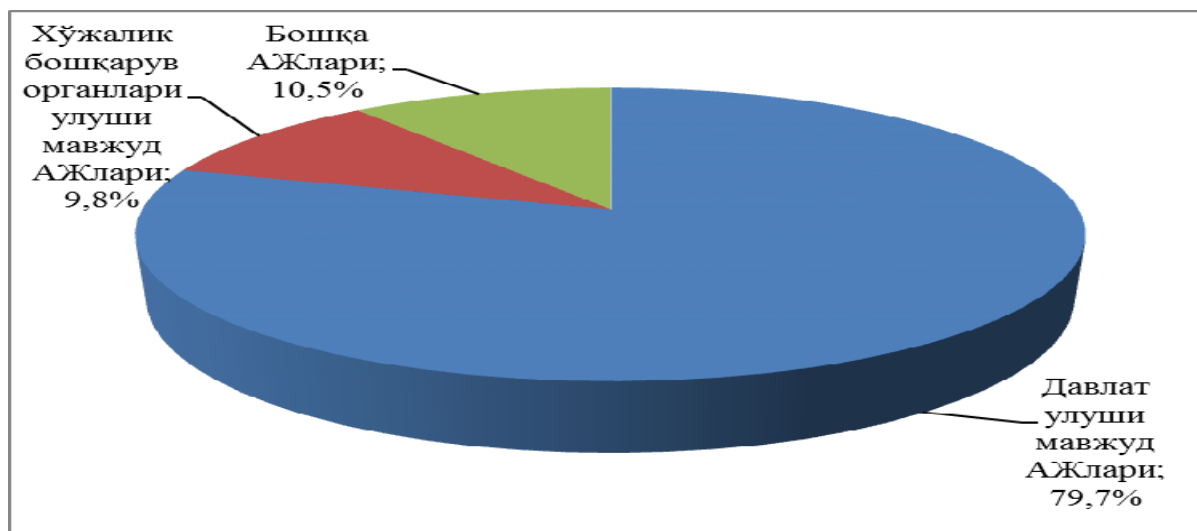
4-расм. Биржа айланмасининг ЯИМдаги улуши, % да<sup>17</sup>

Муаллиф фикрича, биржа айланмасининг ЯИМга ва умумий эмиссия ҳажмига нисбатан улушининг жуда пастлигининг асосий сабаби – АЖлари устав капиталида давлат улушининг ўта юқорилиги ҳисобланади.

5-расм маълумотларидан кўринадики, 2019 йилнинг 1 январь ҳолатига АЖлари устав капитали таркибида хўжалик бошқаруви органлари улушини кўшиб ҳисоблаганда, давлат улуши 90% ни ташкил этмоқда. Яъни, 90% акциядорлик капитали давлатнинг назоратида, «музлатилган» ҳолатда. Фонд бозори учун эркин муомаладаги ресурс бўла олмайди. Назарий жиҳатдан республикамиз АЖлари акциядорлик капиталининг бор-йўғи 10 фоизи фонд бозорида эркин муомалада бўладиган ресурс бўлиши мумкин. Амалда эса, юқорида келтирилганидек, фонд бозори айланмаси ундан ҳам анча паст даражада (биржа айланмасининг умумий эмиссия ҳажмидаги улуши 2018 йилда бор-йўғи 1,2% ни ташкил этган).

<sup>17</sup> «Махмудов С. Фондовые проблемы // Экономическое обозрение, 2018. –№3. –С.88.» ҳамда «Тошкент» РФБ ҳисобот маълумотлари асосида муаллиф томонидан тузилган.

Мазкур ҳолатни ижобий баҳолай олмаймиз. АЖлари сонида ҳамда акциядорлик капиталида давлат ва хўжалик бошқаруви органларининг ҳиссаси камайиши, аксинча, хусусий инвесторлар улуши ортиб бориши мамлакатимиз иқтисодиёти учун фойдалироқдир.



**5-расм. 01.01.2019 йил ҳолатига АЖлари устав капиталида иштирокчилар улуши<sup>18</sup>**

Шунингдек, жаҳонда олиб борилган тадқиқот натижаларига кўра хусусий турдаги корпорацияларникига нисбатан давлатга тегишли ва аралаш мулкчилик шаклидаги йирик корпорацияларнинг самарадорлиги анча паст ҳисобланади.

Бу борада «олтин ўрталикни» топиш ва татбиқ этиш муҳим ҳисобланади. Яъни, давлат улушининг шундай даражасини танлаш лозимки, бунда бир томондан давлат манфаати ҳисобга олинса иккинчи томондан АЖлари фаолияти самарадорлиги таъминланиши лозим.

Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг 10.05.2017 йилда 268-сонли «Фонд биржасида акцияларни оммавий таклифини ўтказишни ташкил этиш тўғрисида» Қарори қабул қилинди. Мазкур қарорда АЖларининг акцияларини бирламчи (IPO) ва иккиламчи (SPO) оммавий таклифини халқаро амалиётга мувофиқ аҳолига ҳамда тадбиркорлик фаолияти субъектларига таклиф этиш белгиланган.

Ушбу қарорга асосан акциялари бирламчи (IPO) ўтказиш орқали жойлаштирилиши белгиланган корхона «Кварц» АЖ ҳисобланади. «Кварц» АЖ 2017 йил 5 декабрдан бошлаб, ўзининг акцияларини бирламчи оммавий таклиф этиш (IPO) орқали «Тошкент» РФБ сотувига чиқарди.

Мазкур IPO республикамизда илк марта ўтказилаётганлиги сабабли қатор ўзига хос хусусиятларга эга бўлди. 2-жадвалда «Кварц» АЖ акциялари IPOсига оид маълумотлар келтирилган.

2 -жадвал маълумотларидан кўриш мумкинки, «Кварц» АЖ 2017 йил 5 декабрдан бошлаб, ўзининг акцияларини бирламчи оммавий таклиф этиш

<sup>18</sup> Ўзбекистон Республикаси қимматли қоғозлар Марказий депозитарийси маълумотлари ([www.deponet.uz](http://www.deponet.uz)) асосида муаллиф томонидан тузилган.

(IPO) орқали «Тошкент» РФБ сотувига чиқарди. Сотувга чиқарилган акциялар сони 4 574 934 дона бўлиб, бир шахс томонидан кўпи билан чиқарилган акциялар умумий миқдорининг 0,05 фоизи миқдориди, ёки 2 287 дона акция сотиб олиши мумкинлиги белгилаб қўйилди. Бир дона акция учун 3000 сўмдан 9100 сўмгача бўлган ораликда обуналар қабул қилинди. Акцияларга обуна яқунланиши санаси этиб 2018 йил 3 апрель куни белгиланди, Буюртма берилган вақтда акциялар учун 100 фоиз олдиндан тўлов амалга оширилиши шарт қилиб қўйилди. Акцияларни сотиш харидор берган буюртмада таклиф этилган нархларда, юқори таклиф этилган баҳога устуворлик берилган холда амалга оширилди.

2-жадвал

**«Кварц» АЖ акциялари IPOси хусусиятлари ва молиявий натижалар<sup>19</sup>**

№	Хусусиятлари	Кўрсаткичлар
1.	Обуна бошланган сана	05.12.2017 й.
2.	Обуна тугаган сана	03.04.2018 й.
3.	Валюта тури	UZS
4.	Олдиндан тўлов	100%
5.	Сотувга чиқарилган акциялар сони, дона	4 574 934
6.	Сотувга чиқарилган акцияларнинг АЖ жами акцияларига нисбатан улуши	10%
7.	Сотиб олинган акциялар сони, дона	2 475 269
8.	Шундан, сотилган акциялар улуши	54,1%
9.	Акцияларни сотишдан тушган тушум, минг. сўм	7 523 818
10.	IPO ўтказиш бўйича жами харажатлар, минг. сўм	278 904
11.	Сотишдан олинган даромад, минг. сўм	7 244 914

Таҳлиллардан хулоса қилиш мумкинки, «Кварц» АЖ республикамызда биринчи бўлиб ўз акцияларини оммавий таклиф (IPO) тарзида жойлаштирди. Натижада жамият қўшимча 7245 млн. сўмлик маблағга ва давлат улушининг камайиши ҳисобига 3305 нафар янги акциядорга эга бўлди. Шунингдек, «Кварц» АЖ акцияларининг IPO орқали жойлаштирилиши иккиламчи фонд бозоридаги савдоларни фаоллаштиришда, битимлар сонининг ошишида муҳим омил бўлиб хизмат қилмоқда. Бу жараён, ўз навбатида, фонд бозорининг ликвидлигини оширишга олиб келмоқда. «Тошкент» РФБ маълумотларига кўра, деярли ҳар куни мазкур АЖнинг акциялари биржада сотилади.

Аммо, шуни ҳам алоҳида таъкидлашимиз лозим, IPO муваффақиятли ўтди, ҳеч қандай муаммо бўлмади десак – хато қилган бўламиз. Бу борадаги энг асосий муаммо – IPO учун чиқарилган акцияларнинг тўлиқ жойлаштирилмаганлиги ҳисобланади. Яъни, акцияларнинг бор-йўғи 54 фоизи жойлаштирилди.

Фикримизча, «Кварц» АЖнинг IPO тарзида жойлаштирилиши керак бўлган акцияларининг тўлиқ жойлаштирилмаганлигининг сабаби «Road Show» нинг талаб даражасида амалга оширилмаганлиги, аҳолида қимматли

<sup>19</sup> «Тошкент» РФБ маълумотлари асосида муаллиф томонидан тузилган.

қоғозларга нисбатан ишончининг тўлиқ шаклланмаганлиги ҳамда битта акциядор учун акцияларни сотиб олишнинг умумий миқдори эмиссия ҳажмининг 0,05 фоизидан ошиб кетмаслиги борасидаги чекловдир.

Ҳукумат қарори асосида акциялари иккиламчи оммавий таклиф (SPO) асосида сотилиши белгиланган корхоналардан бири «Кўқон механика заводи» АЖ ҳисобланади.

SPO IPO дан фарқли равишда АЖнинг устав капитали миқдорига таъсир кўрсатмайди. Аммо, бундай сотувни амалга ошириш компания акцияларини капитал бозорида эркин муомалада бўлишини, компаниянинг оммавийлашувини, давлат улуши сотиладиган бўлса – мазкур улушнинг камайиши ҳисобига хусусий инвесторлар ҳиссаси ошишини таъминлайди. Шунингдек, акцияларни иккиламчи оммавий жойлаштириш (SPO) корхоналарни IPOга тайёрлаш учун ҳам хизмат қилади.

«Кўқон механика заводи» АЖ акцияларининг SPO дан олдин 74,08% акциялари «Ўзнефтгазмаш» АКга, 25,92% улуши эса жисмоний шахсларга тегишли бўлган. Ўз навбатида «Ўзнефтгазмаш» АК «Ўзбекнефтгаз» МХКга тегишли. «Кўқон механика заводи» АЖ акцияларини SPO орқали сотишдан асосий мақсад – давлат ёки хўжалик бошқаруви органи улушини камайтириш, шунингдек, акциядорлар таркибида жисмоний шахслар улушини ошириш эди. Ушбу мақсадга эришилди, ҳамда «Кўқон механика заводи» АЖ акциядорлари таркиби акциялари SPOси амалга оширилиши натижасида «Ўзнефтгазмаш» АКга тегишли улушнинг 10 фоизи сотилди. Натижада «Ўзнефтгазмаш» АКнинг улуши камайиб, 64,08% ни, жисмоний шахсларнинг улуши эса аксинча, ортиб, 35,92% ни ташкил этди.

«Тошкент» РФБ расмий веб-сайтида жойлаштирилган маълумотларга кўра, «Кўқон механика заводи» АЖнинг жами 2 821 065 дона акцияларини SPO усулида сотиб олиш учун 2843 та буюртма келиб тушган. Бу рақамлар, ўз навбатида, сотувга қўйилган акцияларга бўлган талаб 126 фоиздан ортиқ бўлганлигини ҳамда қимматли қоғозларнинг янгича усулдаги сотуви муваффақиятли ўтганлигини кўрсатмоқда<sup>20</sup>.

Шуниси қувонарлики, «Тошкент» РФБнинг маълумотларига кўра, 2018 йилнинг апрель ойида акцияларини бирламчи оммавий (IPO) орқали жойлаштирган «Кварц» АЖнинг акциялари билан йил охирига қадар иккиламчи бозорда 1,5 млрд. сўмлик 1431 та битим амалга оширилган. Демак, мазкур АЖда IPOнинг амалга оширилиши ўз навбатида давлат улушининг камайиши билан бирга, иккиламчи акциялар бозорининг ривожига ҳам ўз ҳиссасини қўшмоқда.

Иккиламчи қимматли қоғозлар бозорининг ривожланганлиги мамлакат фонд бозорининг ривожланганлигидан далолат беради. Ва аксинча, мазкур бозорнинг ривожланмаганлиги фонд бозорида жиддий муаммолар борлигини кўрсатади.

<sup>20</sup> Тожиева З. Хусусийлаштириш SPO усулида муваффақиятли ўтди // «Биржа» иқтисодий газетаси. – Тошкент, 2018. – №154 (2474).

3-жадвалда келтирилганидек, республикамизда акцияларнинг иккиламчи бозори улуши бирламчи бозорга нисбатан анча пастлигини ижобий баҳолай олмаймиз.

3-жадвал

**Бирламчи ва иккиламчи акция бозорларининг нисбати динамикаси<sup>21</sup>**

Йиллар	Бирламчи бозор		Иккиламчи бозор	
	сумма (млрд. сўм)	улуши, % да	сумма (млрд. сўм)	улуши, % да
1999	4,6	42,6	6,2	57,4
2000	6,2	36,3	10,9	63,7
2001	12	46,3	13,9	53,7
2002	16,3	39,1	25,4	60,9
2003	53,9	72,2	20,8	27,8
2004	18,5	44,8	22,8	55,2
2005	100,0	60,3	65,9	39,7
2006	114,9	33,6	227,2	66,4
2007	269,6	67,1	131,9	32,9
2008	483,4	68,5	222,3	31,5
2009	560,3	74,9	187,8	25,1
2010	930,0	63,0	547,3	37,0
2011	634,8	42,3	866,2	57,7
2012	1148,4	57,8	838,9	42,2
2013	748,9	82,3	161,6	17,7
2014	1197,6	90,2	117,3	9,8
2015	3233,1	92,1	254,6	7,9
2016	13183,8	90,3	1276,3	9,7
2017	18789,7	84,5	3458,0	15,5
2018	9000,0	84,1	1700,0	15,9

Тадқиқотлар кўрсатишича, акциялар ҳаракатсизлигининг асосий сабаби, умумий акциядорлик капиталининг нооқилона таркибидир. Акцияларнинг аксарият қисми давлат ҳамда хўжалик бошқаруви органларига тегишли бўлиб (2019 йилнинг 1 январь ҳолатига – 89,5%), умуман айлана олмайди. Иккиламчи бозорнинг асосий ресурсини иқтисодиётнинг хусусий секторига тегишли бўлган кам улушли (10,5%) акциялар ташкил этади. Шундай қилиб, умумий қиймати 6222,72 млрд. сўмга тенг бўлган қимматли қоғозлар назарий жиҳатдан иккиламчи бозорни фаоллаштириш учун омил бўлиши мумкин. АЖлари устав фондидаги давлат улушини тубдан камайтириш мазкур муаммонинг ҳал этилишига ёрдам беради.

Шунинг учун ҳам муаллиф томонидан устав капиталида давлат ва хўжалик бошқаруви органлари улуши мавжуд АЖлари акцияларини бирламчи оммавий таклиф (IPO) орқали жойлаштириш натижасида АЖларига қўшимча маблағ ҳамда хусусий инвесторларни жалб этиш лозимлиги асосланган. Шунингдек, устав капиталида давлат улуши мавжуд АЖлари акцияларини иккиламчи оммавий таклиф (SPO) орқали сотиш асосида давлат улушини камайтириш таклиф этилган;

<sup>21</sup> Капитал бозорини ривожлантириш агентлиги маълумотлари асосида муаллиф томонидан тузилган.

Диссертациянинг «**Акциядорлик жамиятларини акциялар орқали молиялаштиришнинг устувор йўналишлари**» деб номланган учинчи бобида АЖларини акциялар орқали молиялаштириш механизмининг илғор хориж тажрибаси ёритилган, АЖларининг инвестицион жозибадорлигини корпоратив бошқарувни такомиллаштириш орқали ошириш масалалари тадқиқ этилган, АЖларининг дивиденд сиёсатини такомиллаштириш – акциялар баҳосини оширувчи омил сифатида кўриб чиқилган ҳамда илмий-амалий хулосалар чиқарилган.

Хитой ҳамда Норвегияда АЖлари устав капиталидаги давлатнинг улуши нисбатан юқори. Хитойда мазкур миқдор 47% ни ташкил этаётган бўлса, Норвегияда 36,3% га тенг. Аммо, Россия ҳамда Италия давлатларида ушбу миқдор мос равишда 23% ва 20% ни ташкил этади.

Аммо, шуни ҳам алоҳида қайд этиб ўтиш лозим, гарчи Хитой АЖларида давлат улуши юқори бўлсада, 50% га ҳам етмайди. Ўзбекистонда эса, юқоридаги бобларда кўрганимиз каби, АЖларида давлат улуши миқдори 80% дан ошади.

Ривожланаётган мамлакатларда нефть ва газ корхоналарини модернизациялаш эҳтиёжларини молиялаштиришда қимматли қоғозлардан фойдаланишнинг истиқболли йўналиши бўлиб акцияларни хорижий капитал бозорларида бирламчи оммавий жойлаштириш (IPO) ҳисобланади. Масалан, Хитой компанияси ҳисобланган, фаолияти электрон тижоратга асосланган Alibaba компанияси 2014 йилда IPO орқали 25 млрд. АҚШ доллари жалб этиб, жаҳон миқёсида ҳануз биринчиликни сақлаб турибди.

Сўнгги йилларда Россияда IPO бироз сустрлашди. Бунинг асосий сабаби бўлиб, 2014 йилдан бошлаб ушбу давлатга турли сиёсий ҳамда иқтисодий санкцияларнинг ўрнатилишидир.

2018 йилнинг якунига кўра давлатлар ичида шубҳасиз АҚШ акцияларни бирламчи оммавий таклиф орқали жойлаштириш борасида энг юқори ўринни эгаллаган. «2018 йилда АҚШ компаниялари IPO воситасида 45,7 млрд. доллар маблағ жалб этди»<sup>22</sup>.

Ривожланган давлатларда давлат корхоналари иккиламчи бозорда ўз улушларини SPO орқали сотиши натижасида бюджетга пул келиб тушиши ҳамда давлат улушининг қисқариши ҳисобига хусусий инвесторлар улушининг ортиши тажрибасини ҳам кўриш мумкин.

4-жадвал маълумотларидан кўринадики, Буюк Британиянинг асосий фаолияти газни қайта ишлаш ва етказиб бериш билан боғлиқ бўлган British Gas компаниясига тегишли давлат акциялари иккиламчи оммавий таклиф (SPO) орқали сотилиши натижасида – британия ғазнасига 9 млрд. доллар келиб тушган. Шунингдек, Япониянинг телефон ҳамда телеграф тармоғига тегишли давлат компанияси ҳисобланган Nippon Telegraph and Telephone акцияларининг иккиламчи оммавий сотилиши (SPO) оқибатида япония ҳукуматининг ғазнаси 13 млрд. долларга бойиди.

Демак, ривожланган ва ривожланаётган давлатларда АЖларини IPO ҳамда SPO орқали молиялаштиришдан кенг фойдаланилади. Шунингдек,

<sup>22</sup> <https://markets.businessinsider.com> – бизнес аналитик сайти маълумоти

хорижий тажрибада корпорацияларда давлат улуши 50% га ҳам етмаслигини кўриш мумкин.

4-жадвал

**Ривожланган давлатларда давлат корхоналари акцияларининг  
иккиламчи бозорда SPO орқали сотилиши<sup>23</sup>**

№	Сотилган компаниялар	SPO амалга оширилган йил	Компания тегишли бўлган мамлакат	Сотилаётган улуш эгаси	Акция сотишдан тушган маблағ, млрд. доллар
1	British Gas	1986	Буюк Британия	давлат	9,0
2	Nippon Telegraph and Telephone	1985	Япония	давлат	13,0

Республикаимиз қонунчилигида акцияларга айирбошланадиган имтиёзли акциялар ва корпоратив облигацияларни қўлланилишига рухсат этилган бўлсада, амалда мавжуд эмас. Мазкур турдаги қимматли қоғозларнинг қўлланилиши АЖларига кўпроқ маблағ жалб этиш имкониятини беради.

Президентимиз Ш.М.Мирзиёев 2018 йилнинг 28 декабридаги Олий Мажлисга Мурожаатномасида «Айрим вазирликлар ўзи назорат қиладиган соҳадаги корхоналарда таъсисчи экани эркин ва соғлом рақобатга йўл бермаяпти, буням бугун очик айтиш керак. Бундай тизимни энди ўзгартирмасак, ушбу тармоқларда ҳам ва умуман, иктисодиётда барқарор ривожланишга эришиб бўлмайди», дея мамлакатимиз АЖларидаги корпоратив бошқарув билан боғлиқ жиддий муаммони таъкидлаган эдилар.

Жаҳон тажрибасида АЖлари ривожланишига инвестициялар киритиш асосан, улардаги корпоратив бошқарув тизимининг самарадорлик даражасига боғлиқ бўлмоқда.

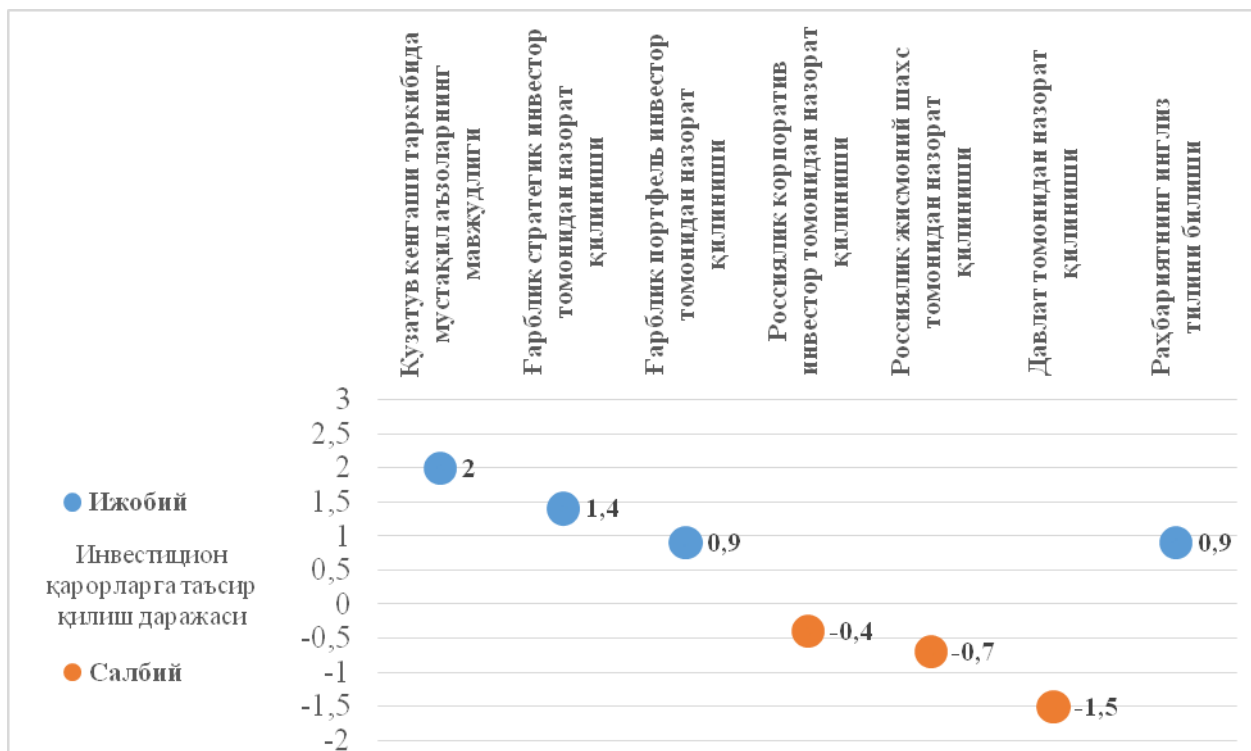
Умуман, иктисодчилар орасида АЖдаги корпоратив бошқарув даражаси билан унинг инвестицион жозибаторлиги ўртасидаги тўғри боғлиқлик аксиома даражасига келган. Яъни, қайси бир АЖда корпоратив бошқарув самарали йўлга қўйилган бўлса – мазкур жамиятнинг инвестицион жозибаторлиги ҳам юқори ҳисобланади ва аксинча. Аммо, тадқиқотлар кўрсатишича, республикаимиз АЖларида корпоратив бошқарув даражаси талаб даражасида шакланмаган. Кузатув кенгаши аъзолари корхонани стратегик ривожлантиришдан кўра кўпроқ жорий фаолияти билан машғул бўлиб қолмоқдалар.

Гарчи Ўзбекистон Республикаси корпоратив Кодексида кузатув кенгашига мустақил аъзоларни киритиш бўйича тавсиявий характерга эга бўлган талаб киритилган бўлсада, амалда қўлланилмади.

Қуйидаги расмда АЖлари кузатув кенгашлари таркибида мустақил аъзоларнинг бўлиши АЖ инвестицион жозибаторлигига ижобий таъсири борасида маълумот келтирилган.

<sup>23</sup> «Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов. – М., Олимп-Бизнес, 2007. –С.377» ҳамда интернет маълумотлари асосида муаллиф томонидан тузилган.





**6-расм. «Акциядорлар ҳамда раҳбарият таркиби» омилининг АЖлари инвестицион жозибadorлигига таъсири, балл ҳисобида<sup>24</sup>**

6-расмда «Эрнст энд Янг» халқаро аудиторлик-консалтинг компаниясининг Россияда олиб борган тадқиқот натижалари келтирилган. Расм маълумотларидан кўринадики, АЖларининг инвестицион жозибadorлигига кузатув кенгаши таркибида мустақил аъзоларнинг бўлиши катта, ижобий таъсир кўрсатади. Мазкур ҳолатга максимал 3 баллдан 2 балл берилган. Аксинча, АЖларининг давлат томонидан назорат қилиниши эса энг паст (-1,5) балл билан баҳоланган.

АҚШ, Буюк Британия, Франция, Германия ва ҳ.к. давлатларда мазкур амалиёт кенг қўлланилади. Шунингдек, Нью-Йорк, Лондон фонд биржаларида кузатув кенгаши аъзоларининг камида учдан бири мустақил аъзолардан (independent directors) иборат бўлиши лозимлиги борасида листинг талаблари мавжуд. Хорижий давлатлар тажрибасидан келиб чиқиб, шунингдек, мустақил аъзоларнинг амалиётда бўлиши АЖлари инвестицион жозибadorлигини оширишини ҳисобга олиб муаллиф томонидан АЖлари кузатув кенгашлари таркибига мустақил аъзоларни киритиш бўйича таклиф берилган ҳамда амалиётга жорий этилган.

Ўз-ўзидан кузатув кенгашининг мустақил аъзолари қаердан олинади деган савол туғилади. Бу борада жаҳон тажрибасини ҳисобга олиш, мустақил аъзолар уюшмаси (ёки институти)ни ташкил этиш лозим. Уюшма (ёки институт) ўз-ўзини молиялаштириш асосида фаолият юритиши, масалан, аъзолик бадали асосида ўз фаолиятини молиявий таъминлаши мумкин. Мазкур уюшма аъзоларининг ягона базаси шакллантирилади, тегишли

<sup>24</sup> «Эрнст энд Янг» халқаро аудиторлик-консалтинг компанияси маълумотлари, 2015. <file:///C:/Users/kmla/Pictures/Favorites/Downloads/corporate-governance-structures-survey-rus.pdf>

малака талаблари ўрнатилади. АЖлари кузатув кенгашларига мустақил аъзолар ушбу уюшмадан танлов асосида танлаб олинади.

АЖлари ўзларининг молиявий-иқтисодий ҳолатидан ҳамда стратегик ривожланиш мақсадларидан келиб чиқиб, шунингдек, жамиятнинг ва инвесторларнинг манфаатларини биргаликда ҳисобга олган ҳолда соф фойдани оқилона тақсимлаш борасида тўғри қарор беришлари лозим.

Дивиденд сиёсатининг тўғри ёки нотўғри амалга оширилиши АЖлари акция курсига бевосита таъсир кўрсатади. Бу борада биз акцияларини SPO шаклида сотган «Қўқон механика заводи» АЖ ҳамда акцияларини IPO тарзида жойлаштирган «Кварц» АЖ мисолида тадқиқот олиб бордик.



**7-расм. «Қўқон механика заводи» АЖнинг 27.11.2018 йилдан 23.09.2019 йилга қадар акциялари котировкаси<sup>25</sup>**

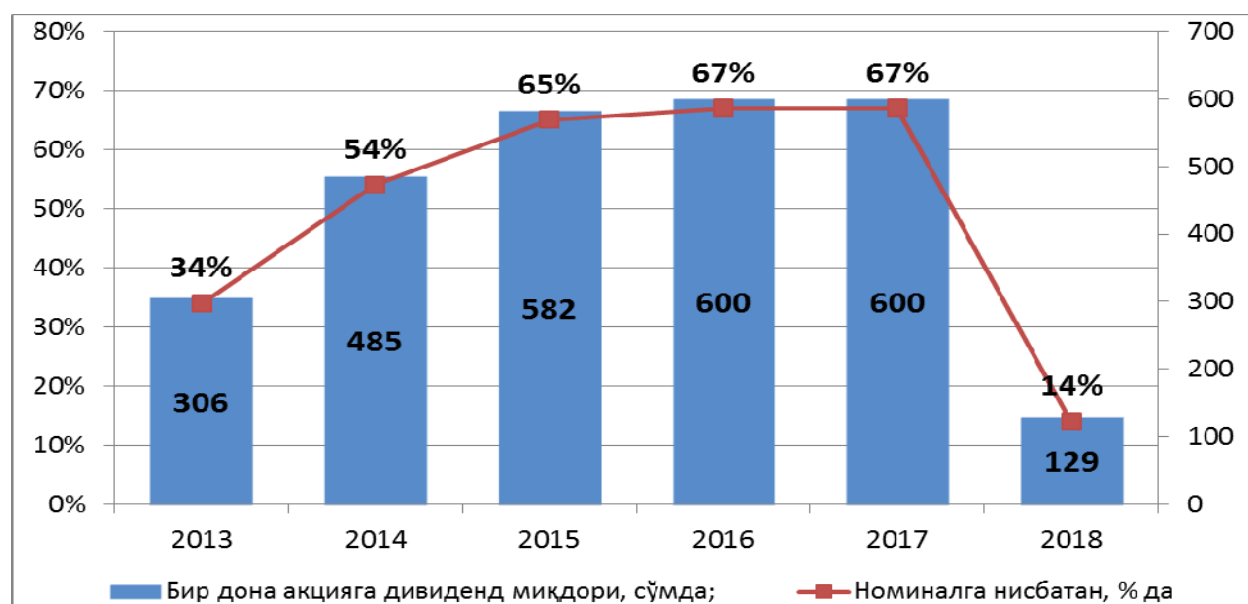
7-расм маълумотларидан кўринадикки, «Қўқон механика заводи» АЖ ўз акцияларини SPO шаклида сотганидан сўнг, фонд биржасида акциялари нархи номинал 900 сўмдан 1400 сўмга кўтарилган. 2019 йилнинг февраль ойида 1600 сўмга қадар етган. Аммо, март ойидан бошлаб акциялари нархи туша бошлаган. Май ойида 1000 сўмга қадар пасайган. 23.09.2019 йилда 1120 сўмни ташкил этган. Яъни, умумий олганда «Қўқон механика заводи» АЖ акцияларининг нархи жорий йилнинг март ойидан бошлаб ҳозирги кунга қадар пасайиш тенденциясига эга.

Фикримизча, бунинг асосий сабаби, дивиденд сиёсатининг тўғри амалга оширилмаганлиги ҳисобланади. Бунинг исботи сифатида «Қўқон механика заводи» АЖ томонидан тўланган дивиденд миқдори динамикасини келтирмоқчимиз.

8-расм маълумотларидан кўринадикки, 2018 йил учун «Қўқон механика заводи» АЖ томонидан тўланган дивиденд миқдори бир дона акцияга

<sup>25</sup> «Тошкент» РФБ маълумотлари асосида муаллиф томонидан тузилган.

нисбатан 129 сўмни, номиналга нисбатан 14% ни (14,33% яхлитланиб, 14% дея олинган) ташкил этган. Ҳолбуки, ўтган 2016-2017 йилларда мос равишда 600 сўм ҳамда 67% ни ташкил этган. Яъни, инвестор ўтган йилларга нисбатан 4-5 барабар паст дивиденд даромадини олган. Аммо, инвестор ўз пулини акция сотиб олишга эмас, балки банкларга омонат сифатида жойлаштирган тақдирда ҳам камида йиллик 20 фоизлик даромад олиш имконияти бор эди. Шунингдек, инвестор «Тошкент» РФБда «Кўқон механика заводи» АЖ акциялари SPO шаклида сотилганида номинал нархидан ҳам юқори нархда сотиб олганлигини ҳисобга олсак, дивиденд даромади 14% дан ҳам паст эканлиги намоён бўлади. Ўз навбатида мазкур ҳолат фонд биржасида «Кўқон механика заводи» АЖ акциялари нархининг пасайишига олиб келган.



**8-расм. «Кўқон механика заводи» АЖ томонидан 2013-2018 йилларда тўланган дивиденд миқдори<sup>26</sup>**

Табиий савол туғилиши мумкин, балки «Кўқон механика заводи» АЖ 2018 йилда соф фойдага эга бўлмагандир? Албатта, йўқ. «Freedom finance» МЧЖ инвестиция компанияси ҳамда «Кўқон механика заводи» АЖ ҳисобот маълумотларига кўра, АЖ 2013 йилда 6,3 млрд. сўм, 2014 йилда 9,0 млрд. сўм, 2015 йилда 9,1 млрд. сўм, 2016 йилда 6,2 млрд. сўм, 2017 йилда 8,3 млрд. сўм ва 2018 йилда эса 5,8 млрд. сўм соф фойда олган. Яъни, 2018 йилда соф фойдаси ўтган йилларга нисбатан бироз пасайган бўлсада, янада юқори дивиденд тўлаш имконияти бор эди.

Худди шунга ўхшаган ҳолатни «Кварц» АЖда ҳам кузатиш мумкин. АЖ томонидан 2015 йилда бир дона акцияга нисбатан 597 сўм, номиналга нисбатан эса 35% дивиденд тўланган. 2016-2017 йилларда эса мазкур миқдор мос равишда 1172 сўм ва 68% ҳамда 915 сўм ва 53% ни ташкил этган. 2018 йилда АЖ соф фойдага эга бўлганлиги ҳолда (82,6 млрд. сўм), айрим фондларга ажратмаларни амалга оширганидан сўнг, фойданинг асосий

<sup>26</sup> «Freedom finance» МЧЖ инвестиция компанияси (<https://ffin.uz/>) ҳамда «Кўқон механика заводи» АЖ ҳисобот маълумотлари асосида муаллиф томонидан тузилган.

қисмини реинвестиция қилган. 2018 йил учун акциядорларга дивиденд тўланмаган. Ўз навбатида мазкур ҳолат «Кварц» АЖнинг фонд биржасида акциялари нархи 8200 сўмдан 3800 сўмга қадар тушишига сабаб бўлган.

Диссертацияда олиб борилган тадқиқотлар натижасида муаллиф томонидан ўз акцияларини IPO орқали жойлаштирган ёки SPO шаклида сотган АЖлари IPO ёки SPOдан 1-2 йил олдин олиб борган дивиденд сиёсатини IPO ёки SPOни амалга оширгандан кейин ҳам камида 1-2 йил мобайнида давом эттиришлари лозим деган хулосага келинган. Бундай дивиденд сиёсатининг олиб борилиши фонд биржасида АЖлари акциялари нархи пасайишининг олдини олади. Натижада АЖларида кўшимча эмиссияни амалга ошириб, фонд биржасида ўз акцияларини юқори нархларда жойлаштиришлари орқали йирик миқдорда маблағ жалб этиш имконияти яратилади

## ХУЛОСА

Мазкур диссертация ишида олиб борилган тадқиқотлар натижасида қуйидаги хулосалар шакллантирилди:

1. Акциядорлик жамиятлари шаклидаги корхоналарнинг муайян камчиликлари бўлишига қарамасдан, жуда кўп устунлик томонларига эга. Шунингдек, мазкур турдаги корхоналар асрлар давомида ўзини оқлаган ҳамда такомиллашаётган, мамлакатлар ялпи ички маҳсулотига ўзининг улкан ҳиссасини қўшиб келаётган ташкилий-хуқуқий шаклга эга ҳисобланадилар. Айниқса, жаҳонда саноат соҳасида акциядорлик жамиятлари (корпорациялар)нинг ўрни бекиёс.

2. Тадқиқот натижалари асосида «акциядорлик жамиятларини акциялар орқали молиялаштириш»га қуйидагича муаллифлик таърифи шакллантирилди: акциядорлик жамиятларини акциялар орқали молиялаштириш – акциядорлик жамиятларини дастлабки, IPO орқали, капитализациялашган фойда ҳисобига иккиламчи, ёпиқ обуна асосида қўшимча ҳамда имтиёзли акциялар ва акцияларга конвертация қилинадиган қимматли қоғозлар орқали молиялаштиришдан иборат.

3. Республикамизда ҳозирги кунда акциядорлик молиялаштириш орқали кўламли инвестицияларни жалб этишга тўсқинлик қилаётган асосий омиллардан бири – акциядорлик жамиятларида давлат улушининг ўта юқори эканлиги билан боғлиқ. Шунингдек, акциялар ҳаракатсизлигининг асосий сабаби, умумий акциядорлик капиталининг нооқилона таркибидир. Акцияларнинг аксарият қисми давлат ҳамда хўжалик бошқаруви органларига тегишли бўлиб (2019 йилнинг 1 январь ҳолатига – 89,5%), умуман айлана олмайди. Давлат улушининг камайтирилиши иккиламчи бозорнинг ривожланишига ҳам ижобий таъсир кўрсатади.

4. Устав капиталида давлат ёки хўжалик бошқарув органларининг улуши (акция пакети) мавжуд бўлган акциядорлик жамиятларини молиялаштиришнинг устувор йўналиши сифатида давлат ҳамда хўжалик бошқаруви органларининг улушлари (акция пакетлари)ни бирламчи оммавий таклиф (IPO) ўтказиш орқали жойлаштириш натижасида акциядорлик жамиятларини акциялар орқали молиялаштиришни самарали ташкил этиш, акциядорлик жамиятларига қўшимча маблағ ҳамда хусусий инвесторларни жалб этиш имкониятлари яратилади.

5. Устав капиталида давлат ёки хўжалик бошқарув органларининг улуши (акция пакети) мавжуд бўлган акциядорлик жамиятларида давлат акциялари пакетини иккиламчи SPO ўтказиш орқали сотиш натижасида иқтисодиётда давлат улушини камайтириш ва мамлакат молия бозорини ривожлантириш имкониятлари яратилади.

6. Акциядорлик жамиятларидаги корпоратив бошқарув даражаси билан унинг инвестицион жозибадорлиги ўртасида тўғри боғлиқлик мавжуд. Акциядорлик жамиятлари кузатув кенгашлари таркибига мустақил аъзоларни киритиш натижасида акциядорлик жамиятларининг инвестицион

жозибадорлигини ошириш ҳамда корпоратив бошқарувнинг замонавий усулларини жорий этишга эришилади.

7. Ўз акцияларини IPO орқали жойлаштирган ёки SPO шаклида сотган акциядорлик жамиятлари IPO ёки SPOдан 1-2 йил олдин олиб борган дивиденд сиёсатини IPO ёки SPOни амалга оширгандан кейин ҳам камида 1-2 йил мобайнида давом эттиришлари фонд биржасида акциядорлик жамиятлари акциялари нархи пасайишининг олдини олади.

**НАУЧНЫЙ СОВЕТ DSc.27.06.2017. I.17.01  
ПО ПРИСУЖДЕНИЮ УЧЕНЫХ СТЕПЕНЕЙ ПРИ  
ТАШКЕНТСКОМ ФИНАНСОВОМ ИНСТИТУТЕ**

---

**ТАШКЕНТСКИЙ ФИНАНСОВЫЙ ИНСТИТУТ**

**ЧИНКУЛОВ КАХРАМОН РАВШАНОВИЧ**

**СОВЕРШЕНСТВОВАНИЕ ФИНАНСИРОВАНИЯ АКЦИОНЕРНЫХ  
ОБЩЕСТВ ПОСРЕДСТВОМ КОРПОРАТИВНЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ**

**08.00.07 – «Финансы, денежное обращение и кредит»**

**АВТОРЕФЕРАТ ДИССЕРТАЦИИ НА СОИСКАНИЕ УЧЕНОЙ СТЕПЕНИ  
ДОКТОРА ФИЛОСОФИИ (PhD) ПО ЭКОНОМИЧЕСКИМ НАУКАМ**

**ТАШКЕНТ – 2019**

**Тема диссертации доктора философии (PhD) по экономическим наукам зарегистрирована под номером B2017.3.PhD/Iqt.386 в Высшей аттестационной комиссии при Кабинете Министров Республики Узбекистан.**

Диссертация выполнена в Ташкентском финансовом институте.

Автореферат диссертации на трех языках (узбекский, русский, английский (резюме)) размещен на веб-странице Научного совета ([www.tfi.uz](http://www.tfi.uz)) и Информационно - образовательном портале "ZiyoNET" ([www.ziynet.uz](http://www.ziynet.uz)).

**Научный руководитель:** **Хамидулин Михаил Борисович**  
доктор экономических наук, профессор

**Официальные оппоненты:** **Жумаев Нодир Хосиятович**  
доктор экономических наук, профессор

**Худойкулов Хуршид Хуррамович**  
доктора философии (PhD) по экономическим наукам

**Ведущая организация:** **Ташкентский филиал Российского экономического университета имени Г.В.Плеханова**

Защита диссертации состоится \_\_\_\_\_ в час. «\_\_» \_\_\_\_\_ 2019 г. на заседании Научного совета DSc.27.06.2017.I.17.01 по присуждению ученых степеней при Ташкентском финансовом институте. (Адрес: 100000, г. Ташкент, проспект А. Темура, 60 «А». Тел.: (71) 234-53-34; факс: (71) 234-46-26; e-mail: [admin@tfi.uz](mailto:admin@tfi.uz)).

С диссертацией можно ознакомиться в Информационно-ресурсном центре Ташкентского финансового института (внесен в список под № \_\_\_\_\_). Адрес: 100000, г. Ташкент, проспект А. Темура, 60 "А". Тел.: (71) 234-53-34.

Автореферат диссертации разослан «\_\_» \_\_\_\_\_ 2019 года.  
(реестр протокола рассылки №\_\_ от «\_\_» \_\_\_\_\_ 2019 года)

**И.Н.Кузиев**

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

**С.У.Мехмонов**

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

**Ж.И.Каримкулов**

Председатель научного семинара при научном совете по присуждению ученых степеней, к.э.н., доцент



## ВВЕДЕНИЕ (аннотация диссертации доктора философии (PhD))

**Актуальность и востребованность темы диссертации.** Мировой опыт показывает, что акционерные общества (корпорации) являются организационно-правовой формой хозяйствования, существующей во всем мире и оправдавшей себя, который вносит свой весомый вклад в ВВП стран. “Субъекты предпринимательства, основанные на акционерной форме собственности, особенно, доля 200 крупнейших компаний в мировом валовом внутреннем продукте, в 80-е годы XX века составила почти 25 процентов, 27,5 процентов в 2000 году, 29,3 процента в 2005 году и 31,3 процента достигла к 2015 году. Уровень капитализации мирового фондового рынка в 2017 году увеличилась в 50 трлн. долларов”<sup>1</sup>. Акционерные общества привлекают дополнительные финансовые ресурсы путем выпуска и размещения корпоративных ценных бумаг. В частности, они имеют относительно стабильный и недорогой акционерный капитал за счет эмиссии акций. “Согласно подсчетам “McKinsey Global Institute”, в течение последнего десятилетия ожидается рост дефицита акционерного капитала на развивающихся рынках. По оценкам экспертов, в период 2012 и 2022 года, разница между спросом и предложением к акционерному капиталу будет составлять около 8 трлн. долларов”<sup>2</sup>. Таким образом, потребность в мировом акционерном капитале и конкуренция за его привлечение все более возрастают.

Во всем мире широко изучается механизм финансирования акционерных обществ корпоративными ценными бумагами, в частности акциями. Также, проводятся научные исследования по привлечению средств корпорациям путем эмиссии акций, в частности, привлечение крупных инвестиций через первичное размещение акций (IPO), использование международных инвестиций путем эффективного размещения акций на мировых фондовых рынках, аспекты, направленные на успешное проведение операций IPO, эффективное использование привлеченных средств, формирование структуры оптимального капитала и правильная организация дивидендной политики акционерных обществ. Тем не менее, аспекты, направленные на привлечение крупных инвестиций в корпорации через IPO и SPO, которые считаются механизмами акционерного финансирования, а также возможности сокращения доли государства не нашли своего научного решения.

В нашей стране, особенно в последние годы, особое внимание уделяется развитию деятельности акционерных обществ на основе рыночных механизмов. Однако, такие проблемы, как высокая доля государства в акционерных обществах, низкий уровень ликвидности рынка акций, почти

---

<sup>1</sup> Карлибаева Р.Х. Пути эффективной организации системы финансового управления в акционерных обществах. Автореф. ... д.э.н. (DSc). – Ташкент, 2018, –С.5.

<sup>2</sup> Швырков О. Г. Корпоративное управление как инструмент роста инвестиционной привлекательности компаний // Акционерное общество: вопросы корпоративного управления. – Москва, 2013. –№10. –С.5.

отсутствие акций в свободном обращении, низкий уровень корпоративного управления, негативно влияют на финансирование акционерных обществ посредством корпоративных ценных бумаг. «На сегодняшний день, в стране действуют 603 акционерных обществ, из которых 486 принадлежат государству, с 52 триллионами сум. Высокий уровень участия государства в топливно-энергетическом, нефтехимическом, химическом, транспортном и банковском секторах препятствует их развитию на основе рыночных механизмов и привлечению инвестиций»<sup>3</sup>. Поэтому, крайне важно всесторонне изучить привлечение инвестиций посредством корпоративных ценных бумаг акционерных обществ, в частности, акций и использовать передовой международный опыт в этой области, проанализировать реальную ситуацию и внести предложения по устранению проблем, что в свою очередь определяет актуальность темы данной диссертации.

Данное диссертационное исследование послужит реализации задач, обозначенных в Указе Президента Республики Узбекистан от 7 февраля 2017 года № УП-4947 «О стратегии действий по дальнейшему развитию Республики Узбекистан», от 24 апреля 2015 года № УП-4720 «О мерах по внедрению современных методов корпоративного управления в акционерных обществах», от 19 февраля 2019 года №УП-5666 «О дополнительных мерах по эффективному использованию объектов государственной собственности», в Постановлении Президента Республики Узбекистан от 3 апреля 2019 года № ПП -4263 «О мерах по дальнейшему реформированию и повышению инвестиционной привлекательности химической промышленности» и в других нормативно-правовых документах, направленных на совершенствование деятельности акционерных обществ.

**Соответствие исследования приоритетным направлениям развития науки и технологий республики.** Настоящее диссертационное исследование выполнено в соответствии с приоритетными направлениями развития науки и технологий I. «Духовно-нравственное и культурное развитие демократического и правового общества, формирование инновационной экономики».

**Степень изученности проблемы.** Научные исследования, связанные с деятельностью акционерных обществ и рынком корпоративных ценных бумаг, были проведены зарубежными учеными и учеными из Узбекистана. Проблемы управления рынком корпоративных ценных бумаг и механизмы функционирования были изучены известными зарубежными учеными, такими как Р.А.Брейли, С.С.Майерс, Л.Буз, У.Шарп, З.Боди, У.Мертон, Д.Сигел, И.Х.Ансофф, Д.М.Розенберг, Э.Маклейни, И.Т.Балабанов, В.В.Бочаров, В.Е.Леонтьев, М.Ю.Алексеев, Я.М.Миркин, Е.Ф.Жуков, В.А.Галанов, А.А.Мишарев, А.А.Абгарян, Л.А.Борлакова<sup>4</sup>.

---

<sup>3</sup> Обращение к Олий Мажлису Президента Республики Узбекистан Шавката Мирзиёева. Ташкент, 28.12.2018

<sup>4</sup> Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов. – М.: Олимп-Бизнес, 2007. –1008 с.; Booth L., Aivazian V., Demirguc-Kunt A., Maksimovic V. Capital Structures in Developing Countries: Working paper / University of Toronto: Rotman School of Management. – Toronto: University of Toronto, 2000.; Шарп У., Александер

Также, вопросы по развитию деятельности акционерных обществ и развитию рынка корпоративных ценных бумаг в нашей республике, были изложены в трудах ученых, в том числе, И.Л.Бутиков, Ш.Ш.Шохаъзамий, М.Б.Хамидулин, Р.Х.Карлибаева, Д.Х.Суюнов, С.Э.Элмирзаев, Г.Ш.Ханкелдиева, Т.Д.Ядгаров, Ж.И.Каримкулов, Ф.Т.Мухамедов, Х.А.Курбонов, А.А.Мирисаев, Н.Т.Пулатов, Ф.А.Хамидова, Ж.Ф.Каримов, К.Х.Акрамов, Д.Б.Бегматова, У.Р.Халиков, Ж.Ж.Курбонов<sup>5</sup> и другие ученые-экономисты нашей республики.

Хотя некоторые из аспектов рынка корпоративных ценных бумаг были изучены в исследованиях вышеупомянутых ученых, а именно, вопрос финансирования акционерных обществ посредством корпоративных ценных бумаг, в частности акций, не рассматривался в качестве отдельного объекта исследования. Эта ситуация также указывает на актуальность выбранной темы.

---

Г., Бэйли Дж. Инвестиции: Пер. с англ. - М.: ИНФРА-М, 1999. –XII. –1028 с.; Боди З., Мертон Р. Финансы.: Пер. с англ. – М.: Издательский дом «Вильямс», 2005. –347 с.; Сигел Дж. Долгосрочные инвестиции в акции. 4-е изд. –СПб.: Питер, 2010. –416 стр.; Ансофф И.Х. Новая корпоративная стратегия: Пер. с англ. – СПб: Питер Ком, 1999. –416 с.; Розенберг Д. М. Бизнес. Менеджмент. Терминологический словарь. – М.: ИНФРА-М, 1997. –462 с.; Э.Маклейни. Бизнес финансы. Теория и практика. Издательский дом «ИНФРА-М», 2008, –624 с.; Балабанова И.Т. Деньги и финансовые институты. –СПб: Питер, 2000. –192 с.; Бочаров В.В., Леонтьев В.Е. Корпоративные финансы / СПб.: Питер, 2004. –592 с.; Алексеев М. Ю. Рынок ценных бумаг. - М.: Финансы и статистика, 1992. –352 с.; Миркин Я.М. Рынок ценных бумаг России: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития. – М.: Альпина Паблшер, 2002. –583 с.; Рынок ценных бумаг: Учебник для студентов вузов / Под ред. Е.Ф.Жукова. –2-изд., – М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2007. – 463 с.; Галанов В.А. Рынок ценных бумаг. Учебник. – М.: ИНФРА-М, 2008. – 379 с.; Мишарев А.А. Рынок ценных бумаг. –СПб.: Питер, 2007. –256 с.; Абгарян А.А. Развитие российского рынка акционерного капитала в современных условиях. Дисс...к.э.н., – М., 2015.; Борлакова Л.А. Влияние IPO на конкурентоспособность российских компаний. Авт... к.э.н., – М., 2013.

<sup>5</sup> Бутиков И.Л. Проблемы формирования и функционирования рынка ценных бумаг в Узбекистане. Дисс...д-ра.э.к.наук. – Т., 2009 г.; Шохаъзамий Ш.Ш. Системное развитие рынка ценных бумаг в регулятивной взаимосвязи с реальной экономикой / Монография. – Т.:Fan va texnologiya, 2012. –448 с.; Хамидулин М.Б. Развитие финансового механизма корпоративного управления. Дисс...д-ра.э.к.наук. – Т., 2008.; Карлибаева Р.Х. Вопросы эффективной организации системы финансового менеджмента в акционерных обществах. Автореф. ... д.э.н. – Т., 2018; Суюнов Д.Х. Механизм корпоративного управления: проблемы и решения. Монография. – Т.: Академия, 2006. –С.116; Элмирзаев С.Э. Совершенствование налогового администрирования в управлении корпоративными финансами. Автореф. ... д.э.н. (DSc). – Т., 2018.; Ханкелдиева Г.Ш. Научно-методические основы корпоративного управления в условиях модернизации экономики. Автореф. ... д.э.н. (DSc). – Т., 2018.; Ядгаров Т.Д. Депозитарная система рынка корпоративных ценных бумаг и её интеграция в международный рынок капитала: Дисс...канд.э.к.наук. –Т., 2003.; Каримкулов Ж.И. Активизация эмиссионно-инвестиционного процесса на рынке ценных бумаг // Финансы, 2010. –№3. –С.58.; Мухамедов Ф.Т. Совершенствование систем торговли ценными бумагами в Узбекистане. Автореф. ... к.э.н. – Т., 2012.; Курбанов Х.А. Корпоративные финансы. Учебное пособие. – Т.: Iqtisod-moliya, 2007. –184 с.; Мирисаев А.А. Финансовые аспекты повышения эффективности деятельности приватизированных предприятий. Автореф. ... к.э.н. – Т., 2008.; Пулатов Н.Т. Пути повышения эффективности корпоративного управления в открытых акционерных обществах. Автореф. ... к.э.н. – Т., 2011.; Хамидова Ф.А. Анализ и пути привлечения портфельных инвестиций в приватизированные предприятия. Дисс. ...к.э.н. – Т., 2008.; Каримов Ж.Ф. Вопросы по управлению компаниями и их рыночной стоимостью акций. Автореф. ... к.э.н. – Т., 2011.; Акрамов К.Х. Совершенствование финансового обеспечения модернизации акционерных предприятий посредством ценных бумаг. Автореф. ... к.э.н. – Т., 2011.; Бегматова Д.Б. Совершенствование методов оценки эффективности корпоративного управления в акционерных обществах. Автореф. ... д.э.н. (PhD). – Т., 2017.; Халиков У.Р. Совершенствование финансирования инвестиционной деятельности на фондовом рынке в Узбекистане. Автореф. ... д.э.н. (PhD). – Т., 2017.; Курбонов Ж.Ж. Пути эффективной организации взаимных финансовых отношений между государственными и корпоративными структурами. Автореф. ... д.э.н. (PhD). – Т., 2018.

**Связь темы диссертации с направлениями научно-исследовательских работ высшего образовательного учреждения, где выполняются исследования.** Диссертационное исследование проводилось в рамках стратегического исследовательского направления на тему: “Научные основы финансовой, банковской и бухгалтерской системы в условиях модернизации экономики”, согласно плану научно-исследовательских работ Ташкентского финансового института.

**Целью исследования** является разработка научных предложений и практических рекомендаций по совершенствованию финансирования акционерных обществ посредством акций.

**Задачи исследования:**

определить сущность, особенности акционерных обществ и их место в экономике страны;

изучить особенности и классификации корпоративных ценных бумаг;

раскрыть экономическую сущность и значимость финансирования акционерных обществ посредством акций;

проанализировать текущее состояние выпуска и размещения акций;

проанализировать текущее состояние финансирования акционерных обществ путем применения IPO и SPO;

провести анализ состояния и динамики вторичного фондового рынка;

исследовать передовой зарубежный опыт финансирования акционерных обществ посредством акций и т. д.

**Объектом исследования** являются акционерные общества, функционирующие в Республике Узбекистан.

**Предметом исследования** являются экономические отношения, связанные с финансированием акционерных обществ посредством акций.

**Методы исследования.** В диссертации использовались такие методы как, обобщение, группировка, системный подход, анализ и синтез, сравнение, индукция и дедукция.

**Научная новизна исследования** заключается в следующем:

обоснован механизм привлечения дополнительных средств акционерным обществам и частных инвесторов в результате размещения их акций посредством первичного публичного предложения (IPO) в качестве приоритетного направления финансирования акционерных обществ с долей органов государственного или хозяйственного управления в уставном капитале;

предложено сократить государственную долю на основе продажи акций акционерных обществ с существующей государственной долей в уставном капитале посредством вторичного публичного предложения (SPO);

предложено повысить инвестиционную привлекательность акционерных обществ на основе включения независимых членов в структуру наблюдательного совета;

усовершенствовано понятие «финансирование акционерных обществ посредством акций» за счет предварительного финансирования акционерных

обществ, финансирование посредством IPO, вторичное финансирование за счет капитализированных доходов, дополнительное финансирование на основе закрытой подписки, а также, на основе предоставления приоритетного финансирования посредством привилегированных акций и ценных бумаг, конвертируемые в акции.

**Практические результаты исследования.** Практические результаты исследования заключаются в следующем:

определены формы финансирования акционерных обществ посредством акций, в зависимости от цели и источника финансирования акционерного общества;

обоснована связь высокой доли государства в акционерных обществах, являющейся одной из основных факторов, препятствующих привлечению масштабных инвестиций посредством акционерного финансирования и развитию рынка акций в нашей республике в настоящее время;

предложено применение на практике привилегированных акций и корпоративных облигаций, конвертируемые в акции;

обоснована необходимость сохранения выплаты дивидендов на период не менее 1-2 лет для акций размещенных путем проведения народных IPO или SPO, в размере не ниже размера дивидендов выплаченных за 1-2 лет, предшествующий проведению IPO или SPO

**Достоверность полученных результатов.** Достоверность результатов исследования определяется актуальностью примененных подходов и методов в исследовании, использованных теоретических подходов и получением из официальных источников, достоверностью официальных данных акционерных обществ в Узбекистане, внедрением предложений и рекомендаций, данными Агентства по развитию рынка капитала Республики Узбекистан, РФБ «Тошкент», Центрального депозитария ценных бумаг, а также анализом других практических данных.

**Научная и практическая значимость результатов исследования.** Научная значимость результатов исследования заключается в том, что результаты исследования могут быть широко использованы в проведении исследований, направленных на совершенствование финансирования акционерных обществ посредством акций.

Практическая значимость результатов исследования определяется внедрением разработанных научных предложений и практических рекомендаций в деятельность акционерных обществ и совершенствованием отношений, связанных с финансированием посредством их акций.

**Внедрение результатов исследования.** На основе полученных научных результатов по финансированию акционерных обществ посредством корпоративных ценных бумаг:

предложение по размещению доли органов государственного и хозяйственного управления (пакеты акций) посредством проведения первичного публичного предложения (IPO), в качестве приоритетного направления финансирования акционерных обществ, в уставном капитале

которых имеется доля органов государственного или хозяйственного управления (пакет акций) отражено в Постановлении Президента Республики Узбекистан от 3 апреля 2019 года № ПП -4263 «О мерах по дальнейшему реформированию и повышению инвестиционной привлекательности химической промышленности» (Справка о внедрении №557/02-15 от 10 апреля 2019 года Агентства управления государственными активами). В результате, это позволило эффективно организовать финансирование акционерных обществ в структуре АО «Ўзкимёсаноат» посредством акций, сократить долю государства в экономике, а также, увеличить долю частных инвесторов и развивать финансовый рынок страны;

предложение по размещению государственного пакета акций посредством проведения вторичного публичного предложения (SPO), в качестве основного направления финансирования акционерных обществ с долей органов государственного или хозяйственного управления в уставном капитале (пакет акций) было отражено в Указе Президента Республики Узбекистан от 19 февраля 2019 года №УП-5666 «О дополнительных мерах по эффективному использованию объектов государственной собственности», (Справка о внедрении № 02 / 06-192 от 15 марта 2019 года Центра по управлению государственными активами при Государственном комитете Республики Узбекистан по содействию приватизированным предприятиям и развитию конкуренции). В результате была создана возможность эффективно организовать финансирование акционерных обществ посредством акций, снизить долю государства в экономике, увеличить долю частных инвесторов и развивать финансовый рынок страны;

предложение о включении независимых членов акционерных обществ в состав наблюдательных советов внедрено в практику. Соответственно, в состав наблюдательных советов крупных акционерных обществ автомобильной и телекоммуникационной промышленности, имеющих государственную долю в уставном капитале, занимающих высокое место в экономике страны, на 2019 год были выдвинуты кандидаты от независимых членов (Справка о внедрении № 02 / 06-192 от 15 марта 2019 года Центра по управлению государственными активами при Государственном комитете Республики Узбекистан по содействию приватизированным предприятиям и развитию конкуренции). В результате данного предложения, было достигнуто повышение эффективности финансово-хозяйственной деятельности акционерных обществ, а также, внедрение современных практик корпоративного управления;

авторское описание к понятию «Финансирование акционерных обществ посредством акций» отражено в учебном пособии «Biznes moliyasi», разрешенное к публикации Министерством высшего и среднего специального образования Республики Узбекистан (Свидетельство, зарегистрированное под № 133-154 на основе приказа № 133 от 9 февраля 2019 года Министерства высшего и среднего специального образования Республики Узбекистан). В результате, это позволило определить описание и

четкое разделение к данным понятиям при финансировании акционерных обществ посредством акций.

**Апробация результатов исследования.** Результаты данного исследования были обсуждены на 8 международных и 17 республиканских научно-практических конференциях.

Результаты исследования применяются для усовершенствования и обучения учебной программы по предмету «Финансы бизнеса», обучающийся в образовательных направлениях бакалавриата.

**Публикация результатов исследования.** По теме диссертации опубликованы всего 31 научных работ, в том числе, 6 научных статей в журналах, рекомендованных для публикации основных научных результатов докторских диссертаций Высшей аттестационной комиссии Республики Узбекистан, из них, 5 статей в республиканском и 1 статья в индексированном зарубежном журнале, а также, 25 лекций и тезисов на научно-практических конференциях.

**Структура и объем диссертации.** Объем диссертации состоит из введения, трех глав, заключения, списка использованной литературы и приложений. Объем диссертации составил 147 страниц.

## ОСНОВНОЕ СОДЕРЖАНИЕ ДИССЕРТАЦИИ

**Во введении** обоснована актуальность и востребованность проведенных исследований, их соответствие приоритетным направлениям развития науки и техники, изложены степень изученности проблемы и связь выполненной диссертации с научно-исследовательскими работами высшего учебного заведения, определены цель и задачи, объект, предмет и методы исследования, а также изложены научная новизна и практические результаты работы, определены достоверность и внедрение результатов исследования, приведены данные об апробации результатов исследования, опубликованных работах, структуре и объеме диссертации.

В первой главе диссертации **«Теоретические и экономические основы финансирования посредством корпоративных ценных бумаг»** изложены сущность, особенности и роль акционерных обществ в экономике страны, особенности и классификация корпоративных ценных бумаг, исследованы экономическая сущность и значение финансирования АО посредством акций, а также сформулированы соответствующие теоретические выводы.

Роль АО в экономике страны несопоставимо различна, и в различных источниках даны различные определения АО.

По мнению зарубежных экономистов-ученых Н.В.Буркова, М.Ю.Маковецкого: «Сегодня АО по праву входят в ряд одних из важнейших институтов рыночной экономики»<sup>6</sup>. Ф.А. Хамидова описывает форму владения акциями как «...корень реального сектора национальной экономики»<sup>7</sup>.

В качестве коммерческой организации, АО имеет ряд приоритетов, а также немало недостатков. Основные из них можно кратко рассмотреть согласно данным рис. 1.

По мнению автора, прибыль и преимущественные стороны АО для экономики страны, превосходит в несколько раз недостатков.

Корпоративные ценные бумаги включают в себя акции и корпоративные облигации. Многие экономисты, в частности Е.Ф. Жуков, согласны с данным мнением и считают, что: «Корпоративные ценные бумаги (акции и облигации) выпускаются АО, согласно процедуре корпораций, компаний и предприятий (юридические лица)»<sup>8</sup>.

По мнению А. Мишарева: «Основным видом ценных бумаг на фондовом рынке считаются акции. АО формирует и увеличивает свой

---

<sup>6</sup> Буркова Н.В., Маковецкий М.Ю. Микроэкономика. Рынки ресурсов, общее равновесие и несовершенства рынка. Учебное пособие / Омск, 2010. – С.152.

<sup>7</sup> Хамидова Ф.А.. Анализ и пути привлечения портфельных инвестиций в приватизированные предприятия. Дисс. ...к.э.н., –Т., 2008. –С.3.

<sup>8</sup> Рынок ценных бумаг: Учебник для студентов вузов / Под ред. Е.Ф.Жукова. –2-изд., – М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2007. –463 с., с.18.



уставный капитал путем их выпуска. *Акции, по сути, считаются свидетельством совместного управления частными активами АО»<sup>9</sup>*.



**Рис. 1. Основные приоритеты и недостатки предприятий в форме АО, с точки зрения организационно-правовых аспектов<sup>10</sup>**

Исходя из предмета темы диссертации, мы должны сформулировать авторский подход к определению финансирования АО посредством акций. Для этого, необходимо понять выражаемое экономическое значение и содержание словосочетаний «акционерные общества» - «финансирование акционерных обществ» - «финансирование акционерных обществ посредством акций». Чтобы понять данное определение, мы можем сослаться на теоретическую литературу, экономические словари и практику. На основании всего этого, автором разработан механизм, описывающий

<sup>9</sup> Мишарев А.А. Рынок ценных бумаг. – СПб.: Питер, 2007. –256 с. – С.127.

<sup>10</sup> Составлено автором, на основании исследования

формы финансирования АО посредством акций, в зависимости от целей и источников финансирования. (см. Рис. 2).



**Рис. 2. Описание форм финансирования АО посредством акций, в зависимости от целей и источников финансирования**<sup>11</sup>

При упоминании первоначального финансирования АО предусмотрены финансовые отношения, связанные с формированием первоначального уставного капитала общества. В этом случае, источником финансирования являются средства учредителей.

Первичное публичное размещение акций (IPO) – это размещение акций акционерным обществом (инициатором IPO) при неограниченном количестве инвесторов на фондовой бирже. В этом случае, источником финансирования послужат средства широкого общества акционеров.

<sup>11</sup> Составлено автором

Под вторичным финансированием за счет капитализированной прибыли акционерного общества понимается финансирование акционерных обществ, путем реинвестирования чистой прибыли.

Цель дополнительного финансирования АО по закрытой подписке - это привлечение дополнительного ресурса и стейкхолдеров, при этом привлекаются дополнительные средства поставщиков товаров, покупателей и т. д., на основе закрытой подписки.

При финансировании АО посредством привилегированных акций и ценных бумаг, конвертируемые в акции, финансирование осуществляется без увеличения количества акционеров-стейкхолдеров. В этой связи, источником финансирования считаются средства получателей с фиксированной процентной ставкой.

На основании вышеизложенного анализа, автором сформулировано авторское определение следующим образом: финансирование акционерного общества посредством акций – предварительное финансирование акционерного общества, финансирование через IPO, вторичное финансирование за счет капитализированного дохода, дополнительное финансирование по закрытой подписке, а также, финансирование посредством привилегированных акций и ценных бумаг, конвертируемые в акции.

Описание финансирования АО автором приведено на рисунке № 2, основанное на стратегических целях АО и источниках финансирования. С помощью данных этого рисунка, было дано определение не только понятию «финансирование АО посредством акций», но и дано описание данного финансирования.

По мнению автора, одним из главных препятствий для привлечения крупных инвестиций через акционерное финансирование в нашей республике является высокая доля государственной собственности в АО.

Целесообразно, применить практику продажи государственного пакета акций в уставных фондах субъектов хозяйствования через IPO и SPO<sup>12</sup>, в конечном итоге, с сохранением государственного права наложения вето, с учетом использования «золотой акции».

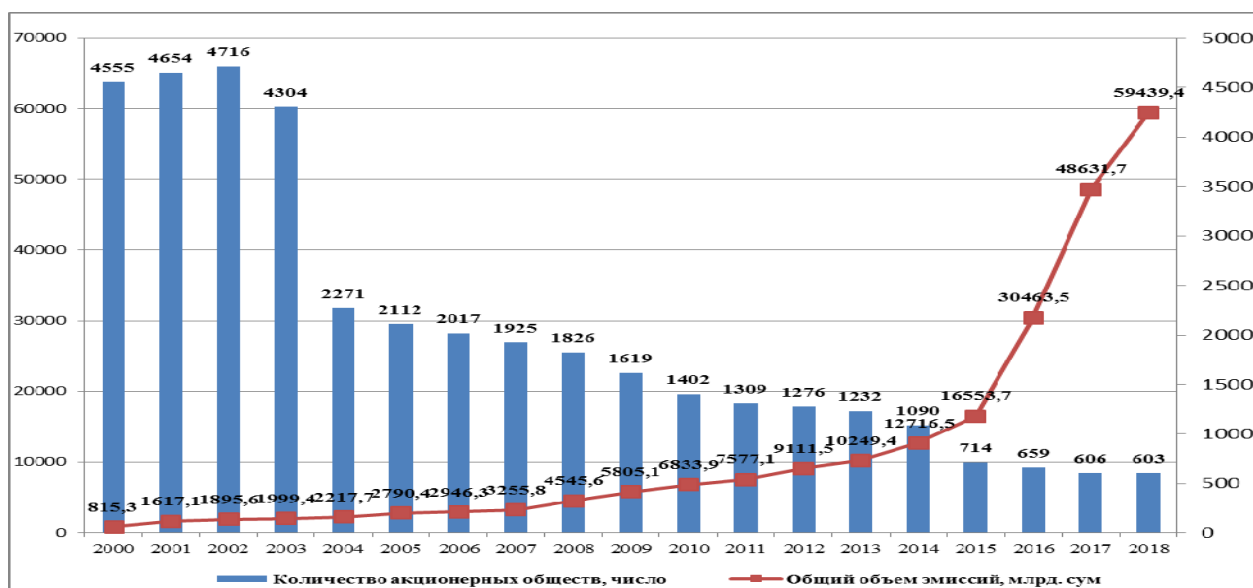
Во второй главе диссертации **«Анализ текущего состояния финансирования акционерных обществ посредством акций в Республике Узбекистан»**, было проанализировано текущее состояние выпуска и размещения акций, анализ текущего состояния финансирования АО через IPO и продажи акций через SPO, анализ состояния и динамики акций вторичного рынка, а также, были сформированы научно-практическая **ВЫВОДЫ**.

---

<sup>12</sup>Вторичное размещение акций (SPO) – считается продажа акций акционером (инициатор SPO) неограниченному кругу инвесторов на фондовой бирже (см. Положение «Об исполнении первичного (IPO) и вторичного (SPO) предложения акций на фондовой бирже»). Приложение 2 к Постановлению Каб. Мин. РУз № 268 от 10.05.2017 г. «Об организации публичного предложения акций на фондовой бирже».

Общее количество АО и общий объем эмиссии акций в нашей республике, имеет тенденцию изменения на протяжении многих лет. (см. Рис. 3).

По данным рис. 3 видно, что в течение исследуемого периода, количество АО имело тенденцию к снижению. Однако, такое снижение не привело к сокращению общего объема эмиссий. В нашей республике, если в 2000 году, 4555 АО осуществляли свою деятельность, то к 2018 году это количество составляет всего лишь 603 (даже по состоянию на 1 июля 2017 года оно составляло 625). Основной причиной снижения количества АО с конца 2008 года, являются требования к увеличению АО и минимального размера их уставного фонда, предусмотренные Указом Президента, принятым в ноябре данного года. В частности, начиная с 2009 года минимальный размер уставного фонда, вновь созданного АО, был установлен в размере 400 тыс. долл. США, для увеличения размера уставного фонда, ранее созданного АО, было принято решение о предоставлении отсрочки до 1 января 2010 года, в противном случае, это послужило причиной установлению требований по преобразованию в другую форму собственности<sup>13</sup>. Основной причиной увеличения общего объема эмиссии акций в последние годы, связаны с увеличением доли государственной собственности.



**Рис. 3. Изменение общего количества АО и общий объем эмиссии акций<sup>14</sup>**

По состоянию на 01.01.2019, капитализация АО составила 14,6% по отношению к ВВП. Тем не менее, средний мировой показатель по этому показателю составляет 117,7%<sup>15</sup>. Таким образом, мы не можем положительно

<sup>13</sup> Указ Президента Республики Узбекистан от 18 ноября 2008 года № УП-4053 «О мерах по дальнейшему повышению финансовой устойчивости предприятий реального сектора экономики». Собрание законодательства Республики Узбекистан, 2008 г., № 47, ст. 461.

<sup>14</sup> Составлено автором на основе данных Агентства развития рынка капитала.

<sup>15</sup> Обидов А. Развитие рынков капитала в Узбекистане. Международный финансово-банковский форум. – Ташкент, 2019. -- 27-31 март.

оценить текущее состояние капитализации АО. Потому что, на сегодняшний день, уровень капитализации АО нашей республики в 8 раз ниже среднего мирового уровня.

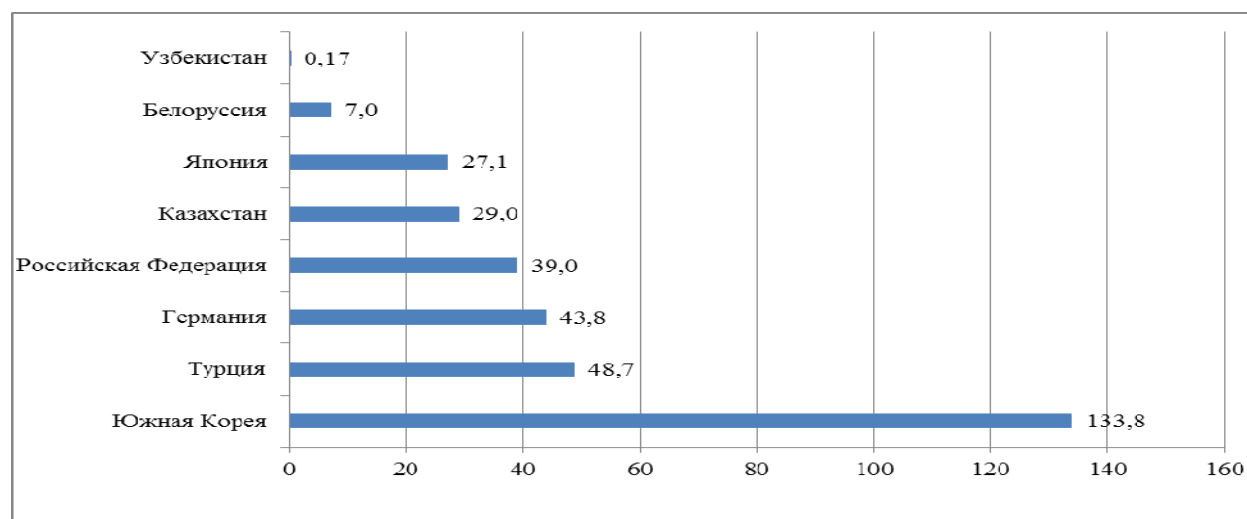
Кроме того, эмиссия акций имеет тенденцию роста, что в свою очередь, биржевой оборот составляет самую низкую долю. Эту ситуацию мы можем увидеть по данным таблицы 1.

Таблица 1

**Общий объем эмиссии акций и показатель соответствия динамики биржевого оборота к ВВП<sup>16</sup>**

Показатели	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Объем ВВП, в млрд. сум	120861,5	144867,9	171369,0	199325,1	254043,1	407500,0
Общий объем эмиссии акций, в млрд. сум	10249,4	12716,5	16553,7	30463,5	48630,0	59400,0
Количество биржевого оборота, в млрд. сум	93,2	97,6	161,0	299,8	298,6	687,3
Доля биржевого оборота в ВВП, в %	0,08	0,07	0,09	0,15	0,12	0,17
Доля биржевого оборота в общем объеме эмиссии, в %	0,9	0,8	1,0	1,0	0,6	1,2

Данные таблицы показывают, что доля биржевого оборота в ВВП составило наименьшее количество, в то время как за рассматриваемый период, она увеличилась от 0,07% до 0,17%. Несмотря на тенденцию роста общего объема эмиссии акций в нашей стране, в 2018 году оно достигло 59 трлн.сум, а оборот данных акций на бирже колеблется между 0,6% и 1,2%. Другими словами, можно сказать, что только 1,2% общего объема эмиссии акций торгуются на бирже. Это также считается очень низким показателем. Разумеется, об этой ситуации нельзя судить положительно.



**Рис. 4. Доля биржевого оборота в ВВП, в %<sup>17</sup>.**

<sup>16</sup> Составлено автором на основании данных отчета Агентства развития рынка капитала и РФБ «Тошкент».

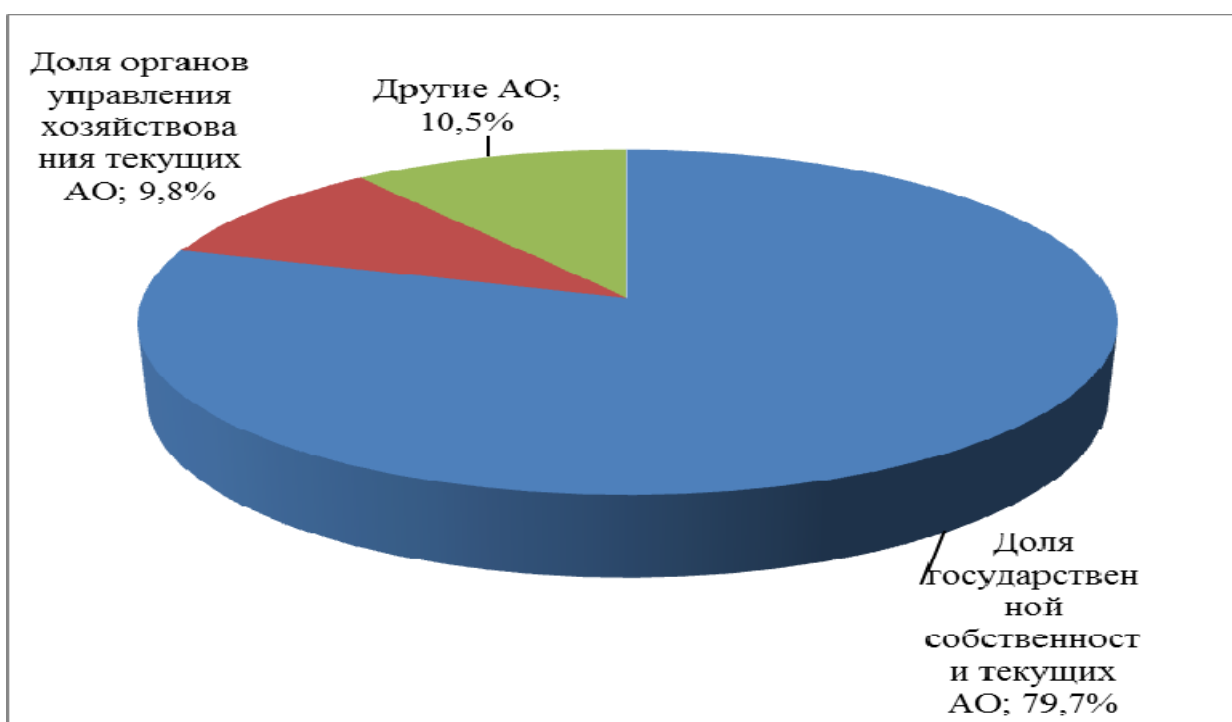
<sup>17</sup> «Махмудов С. Фондовые проблемы // Экономическое обозрение, 2018.—№3.—С.88.», а также, составлено автором на основании данных отчета РФБ «Тошкент».

На рис. 4 видно, что доля биржевого оборота в ВВП Узбекистана на конец 2018 года составила всего 0,17%. Однако, согласно данным Всемирного банка, этот показатель составляет 133,8% в Южной Корее, 27,1% в Японии, 48,7% в Турции, 43,8% в Германии, 39% в Российской Федерации, 29% в Казахстане, 7% в Белоруссии.

Если проанализировать биржевой оборот в разрезе основных секторов экономики, то 88,8% биржевого оборота или 610,3 млрд. сум приходится на предприятия финансового сектора. При этом, 86,0% или сумма биржевого оборота в размере 591,0 млрд. сум принадлежат банкам. Доля страховых компаний составила 10,9 млрд. сум (1,6%), доля лизинговых компаний составила 8,3 млрд. сум (1,2%). Данные анализа показывают, что почти 90% биржевого оборота приходится на финансовый сектор. Из них 86% приходится на долю банков. То есть, покупка и продажа акций банков на биржевых торгах носит монопольный характер. Доля предприятий реального сектора очень низкая в биржевом обороте (около 11%). Также, мы не можем оценить эту ситуацию положительно.

По мнению автора, основная причина низкой доли биржевого оборота по отношению к ВВП и общему объему эмиссии, является самая высокая доля государственной собственности в уставном капитале АО.

На рис. 5 приведена доля участников в уставном капитале АО по состоянию на 01.01.2019 года.



**Рис. 5. Доля участников в уставном капитале АО по состоянию на 01.01.2019 года<sup>18</sup>**

<sup>18</sup> Составлено автором, на основании данных Центрального депозитария ценных бумаг, представленных на ([www.deponet.uz](http://www.deponet.uz)).

Данные рис. 5 иллюстрируют, что по состоянию на 1 января 2019 года при добавлении доли органов хозяйственного управления в структуре уставного капитала АО, доля государственной собственности составляет 90%. То есть 90% акционерного капитала «заморожено» и находится под контролем государства. Ресурсы в свободном обращении не могут быть ресурсом для фондового рынка. Теоретически, только 10% акционерного капитала АО нашей республики могут быть ресурсами в свободном обращении на фондовом рынке. Соответственно, на практике, как упоминалось выше, оборот фондового рынка остается на низком уровне (по данным вышеприведенного анализа видно, что доля биржевого оборота в общем объеме эмиссии составила только 1,2% в 2018 году).

Мы не можем положительно оценить эту ситуацию. Уменьшение доли органов государственного и хозяйственного управления в количестве АО и акционерном капитале, напротив, увеличение доли частных инвесторов выгодна для экономики нашей страны.

Однако, согласно мировым исследованиям, эффективность государственных корпораций и крупных корпораций смешанных форм собственности значительно ниже, чем корпорации в частной собственности.

В этой связи, считается важным найти и внедрить «золотую середину». То есть, необходимо подобрать такой уровень доли государственной собственности, с одной стороны, с учетом интереса государства, с другой стороны, должна быть обеспечена эффективность деятельности акционерных обществ.

Было принято Постановление Кабинета Министров Республики Узбекистан от 10.05.2017 г. № 268 «Об организации публичного размещения акций на фондовой бирже». В данном постановлении отмечено предложить акции АО первичного (IPO) и вторичного (SPO) публичного размещения населению и субъектам предпринимательской деятельности, в соответствии с международной практикой.

Согласно постановлению, АО «Кварц» считается компанией, которая запланировала первичное размещение акций через (IPO). Начиная с 5 декабря 2017 года, АО «Кварц» выпустила свои акции на продажу РФБ «Тошкент», путем первичного публичного размещения акций (IPO).

По причине того, что данное IPO проводится впервые в нашей республике, был выявлен ряд особенностей. В таблице 2 приведены данные по акциям АО «Кварц» в IPO.

По данным таблицы 2 видно, что начиная с 5 декабря 2017 года АО «Кварц» начало продавать свои акции посредством первичного публичного предложения (IPO) в РФБ «Ташкент». Количество выпущенных акций для продажи составило 4 054 934 штук, при этом, было установлено, что один человек может купить выпущенные акции в количестве 0,05 процентов или 2 287 штук акций от общего количества акций. Подписки были приняты на сумму от 3000 до 9100 сум за одну акцию. Дата окончания подписки на акции назначено на 3 апреля 2018 года. Было установлено условие со 100

процентной предоплатой за акции на момент подачи заявки. Продажа акций была осуществлена по цене, предложенной покупателем, с предпочтением самой высокой цены предложения.

Таблица 2

### Особенности и финансовые результаты IPO акций АО «Кварц»<sup>19</sup>

№	Особенности	Показатели
1.	Дата начала подписки	05.12.2017 г.
2.	Дата окончания подписки	03.04.2018 г.
3.	Вид валюты	UZS
4.	Предоплата	100%
5.	Количество акций, выпущенных для продажи, шт.	4 574 934
6.	Доля акций, выпущенных для продажи к общему количеству акций АО	10%
7.	Количество приобретенных акций, шт.	2 475 269
8.	Из них, доля проданных акций	54,1%
9.	Прибыль от продажи акций, тыс. сум	7 523 818
10.	Общие расходы на проведение IPO, тыс. сум	278 904
11.	Прибыль от продажи, тыс. сум	7 244 914

Из анализа можно сделать вывод, что АО «Кварц» является первым в нашей республике, которое разместил свои акции в виде публичного размещения акций (IPO). В результате, за счет дополнительных оборотных средств на сумму 7245 млн. сум и сокращения доли государственной собственности, компания получила 3305 новых акционеров. Кроме того, размещение акций АО «Кварц» через IPO, является важным фактором активизации торгов на вторичном фондовом рынке и увеличения количества сделок. Это, в свою очередь, приводит к увеличению ликвидности фондового рынка. По данным РФБ «Тошкент», почти каждый день акции данного акционерного общества продаются на бирже.

Однако следует отметить, что IPO прошло успешно, и никаких проблем не было – здесь мы можем ошибиться. В этом плане, основной проблемой является то, что выпущенные для IPO акции не были размещены полностью. То есть, было размещено только 54 процентов акций.

Причиной не размещения необходимых акций АО «Кварц» в IPO, является невыполнение требования Road Show на должном уровне, отсутствие доверия общественности по отношению к ценным бумагам, а также, ограничение превышения общего количество акций на одного акционера в 0,05% от объема эмиссии.

Одним из предприятий, продажа которого осуществляется на основании решения правительства на основе вторичного публичного предложения (SPO), является АО «Кўкон механика заводи».

В отличие от IPO, SPO не влияет на размер уставного капитала АО. Однако, осуществление такой продажи обеспечивает акциям компании быть в свободном обращении на рынке капитала, публичность компании, а также,

<sup>19</sup> Составлено автором на основе данных РФБ «Тошкент».



если государственная доля будет продана - за счет уменьшения этой доли будет увеличена доля частных инвесторов. Таким образом, вторичное публичное размещение акций (SPO), также служит для подготовки предприятий к IPO.

До проведения SPO, 74,08% акций АО «Кўкон механика заводи» принадлежали АО «Узнефтегазмаш», а доля 25,92% - физическим лицам. В свою очередь, АО «Узнефтегазмаш» принадлежит Национальной холдинговой компании «Узбекнефтегаз». Основной целью продажи акций АО «Кўкон механика заводи» через SPO, было сокращение доли органов государственного или хозяйственного управления, а также увеличение доли физических лиц в составе акционеров. Эта цель была достигнута, и в результате реализации акций в структуре акционеров АО «Кўкон механика заводи», была продана 10% доля, принадлежавшая АО «Узнефтегазмаш». В результате, доля АО «Узнефтегазмаш» снизилась и составила 64,08%, а доля физических лиц увеличилась на 35,92%.

По размещенным данным на официальном веб-сайте РФБ «Тошкент», для покупки 2821,065 штук акций АО «Кўкон механика заводи» через SPO, поступило 2843 заявок. Эти цифры, в свою очередь, показывают, что спрос на акции, выставленные на продажу, составляют более 126 процентов и что продажа ценных бумаг по новому методу прошла успешной<sup>20</sup>.

Не может не радовать тот факт, что по данным РФБ «Тошкент», в апреле 2018 года, акции АО «Кварц», размещенные через первичное размещение (IPO) к концу года, было заключено 1431 соглашение на сумму 1,5 миллиарда сум на вторичном рынке. Следовательно, проведение IPO в данном АО, в свою очередь, наряду с сокращением доли государственной собственности способствует развитию вторичного фондового рынка.

Развитие вторичного рынка ценных бумаг свидетельствует о развитии фондового рынка страны. И наоборот, отсутствие этого рынка свидетельствует о серьезных проблемах на фондовом рынке.

По данным таблицы 3 видно, что доля вторичного рынка акций по отношению первичного рынка в нашей республике очень низкая, что соответственно невозможно оценить эту ситуацию положительно.

Исследования показывают, что основной причиной стагнации акций является нерациональная структура общего акционерного капитала. Большая часть акций принадлежит органам государственного и хозяйственного управления (89,5% на 1 января 2019 года). Основным источником вторичного рынка, является низкая доля (10,5%) акций, принадлежащих частному сектору экономики. Таким образом, ценные бумаги с общей стоимостью в 6222,72 млрд. сум, с теоретической точки зрения может быть важным фактором для активизации вторичного рынка. Коренное сокращение доли государственной собственности в уставном капитале АО поможет решить данную проблему.

---

<sup>20</sup> Тожиева З. Приватизация прошла успешно по методу SPO // Экономическая газета «Биржа». – Ташкент, 2018.—№154 (2474).

Поэтому, автором обоснована необходимость привлечения дополнительных средств и частных инвесторов в АО, в результате размещения акций органов государственного и хозяйственного управления в уставном капитале, посредством первичного публичного предложения (IPO). Также, предложено сократить долю государственной собственности на основе продажи акций с государственной долей в уставном капитале, посредством вторичного публичного предложения (SPO);

Таблица 3

**Динамика соотношения первичного и вторичного фондовых рынков <sup>21</sup>**

Годы	Первичный рынок		Вторичный рынок	
	сумма (млрд. сум)	доля, в %	сумма (млрд. сум)	доля, в %
1999	4,6	42,6	6,2	57,4
2000	6,2	36,3	10,9	63,7
2001	12	46,3	13,9	53,7
2002	16,3	39,1	25,4	60,9
2003	53,9	72,2	20,8	27,8
2004	18,5	44,8	22,8	55,2
2005	100,0	60,3	65,9	39,7
2006	114,9	33,6	227,2	66,4
2007	269,6	67,1	131,9	32,9
2008	483,4	68,5	222,3	31,5
2009	560,3	74,9	187,8	25,1
2010	930,0	63,0	547,3	37,0
2011	634,8	42,3	866,2	57,7
2012	1148,4	57,8	838,9	42,2
2013	748,9	82,3	161,6	17,7
2014	1197,6	90,2	117,3	9,8
2015	3233,1	92,1	254,6	7,9
2016	13183,8	90,3	1276,3	9,7
2017	18789,7	84,5	3458,0	15,5
2018	9000,0	84,1	1700,0	15,9

В третьей главе диссертации **«Приоритетные направления финансирования акционерных обществ посредством акций»** был описан передовой зарубежный опыт механизма финансирования АО посредством акций, были изучены вопросы по повышению инвестиционной привлекательности АО посредством совершенствования корпоративного управления, совершенствования дивидендной политики АО и был рассмотрен как фактор увеличения стоимости акций, а также были разработаны научные и практические выводы.

В Китае и Норвегии, доля государственной собственности в уставном капитале АО, относительно высока. В Китае, эта доля составляет 47%, в

<sup>21</sup> Составлено автором, на основе данных Агентства по развитию рынка капитала.

Норвегии - 36,3%. Однако, в России и Италии, эта доля составляет 23% и 20%, соответственно.

Однако следует отметить, что, хотя доля государственной собственности в АО Китая высока, она не превышает 50%. В Узбекистане, как мы рассматривали в предыдущих главах диссертации, доля государственной собственности в АО превышает 80%.

Перспективным направлением использования ценных бумаг в развивающихся странах для финансирования потребностей модернизации нефтегазовых предприятий, считается первичное публичное размещение акций (IPO) на зарубежных рынках капитала. Например, Alibaba, китайская компания, основанная на электронной коммерции, в 2014 году привлекла 25 млрд. долларов через IPO и по-прежнему сохраняет первое место на мировой арене.

В последние годы, IPO немного упало в России. Основной причиной этого, является введение различных политических и экономических санкций по отношению к стране с 2014 года.

К концу 2018 года, США занимает самые высокие позиции в размещении акций посредством первичных публичных предложений. «В 2018 году, компании США привлекли 45,7 млрд долларов через IPO»<sup>22</sup>.

В развитых странах, также можно увидеть опыт увеличения доли частных инвесторов за счет поступления денег в бюджет и сокращения доли государственной собственности, в результате продажи государственными предприятиями своих долей на вторичном рынке через SPO.

Таблица 4

**Продажа акций государственных предприятий на вторичном рынке через SPO в развитых странах<sup>23</sup>**

№	Проданные компании	Год проведения SPO	Страна, в которой находится компания	Владелец, продаваемой доли	Средства, полученные от продажи акции, млрд. доллар
1	British Gas	1986	Великобритания	государство	9,0
2	Nippon Telegraph and Telephone	1985	Япония	государство	13,0

Согласно данным таблицы 4, в результате продажи государственных акций, принадлежащих компании British Gas, основная деятельность которой связана с переработкой и поставкой газа в Великобритании, посредством вторичного публичного предложения (SPO) - в казначейство Британии поступило 9 млрд. долларов. Более того, в результате продажи акций, принадлежащих государственной компании Японии в сфере телефонных и

<sup>22</sup> <https://markets.businessinsider.com> – данные бизнес-аналитического сайта

<sup>23</sup> «Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов. – Москва.: Олимп-Бизнес, 2007.-С.377», а также, составлено автором на основании данных, полученных из интернета.

телеграфных услуг Nippon Telegraph and Telephone, посредством вторичного публичного предложения (SPO), казначейство Японии пополнилось 13 млрд. долларами США.

Таким образом, в развитых и развивающихся странах широко используется финансирование акционерных обществ через IPO и SPO. Также, в зарубежной практике можно увидеть, что доля государственной собственности в корпорациях не превышает 50%.

Несмотря на то, что в законодательстве нашей республики разрешено применение привилегированных акций и корпоративных облигаций конвертируемые в акции, но на практике оно отсутствует. Применение данного вида ценных бумаг позволяет АО привлекать больше средств.

В своем обращении к Олий Мажлису 28 декабря 2018 года, наш Президент Ш.М. Мирзиёев сказал: «Нужно открыто признать: то, что некоторые министерства являются учредителями предприятий, действующих в контролируемой ими же сфере, препятствует свободной и здоровой конкуренции. Если мы не изменим такую практику, то в данных секторах и в экономике в целом стабильного развития не будет», отметил о существующей серьезной проблеме, связанная с корпоративным управлением в АО нашей страны.

В мировой практике, инвестиции в развитие АО, во многом зависят от уровня эффективности системы корпоративного управления в них.

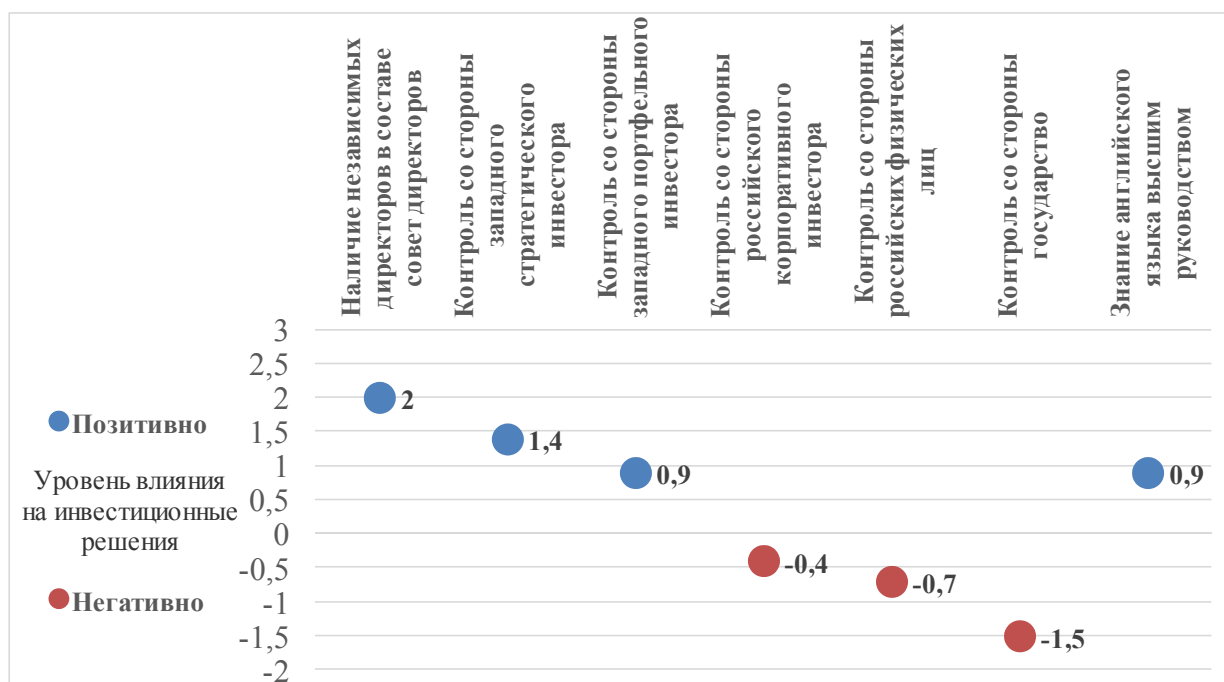
В целом, правильная взаимосвязь между уровнем корпоративного управления в АО и его инвестиционной привлекательностью пришла к уровню аксиомы среди экономистов. То есть, в какой бы АО корпоративное управление эффективно налажено – то и инвестиционная привлекательность этого общества также высока, и наоборот. Однако, как показывают исследования, уровень корпоративного управления в АО нашей республики не сформирована на уровне спроса. Члены наблюдательного совета занимаются более текущей работой, чем стратегическим развитием компании.

Хотя, в корпоративном кодексе Республики Узбекистан, было внесено требование рекомендательного характера, по включению независимых членов в наблюдательный совет, оно практически не применялось.

На следующем рисунке приведена информация о присутствии независимых членов в структуру наблюдательных советов АО, что положительно сказывается на инвестиционную привлекательность АО.

На рис. 6 показаны результаты исследования, проведенного международной аудиторской консалтинговой компанией «Эрнст энд Янг» в России. Как видно из рисунка, инвестиционная привлекательность АО оказывает большое положительное влияние на присутствие независимых членов в структуре Наблюдательного совета. На данную ситуацию предоставляется 2 балла из максимум 3 баллов. Наоборот, государственный контроль над АО был оценен как низкий показатель с (-1,5) баллом.

Эта практика широко применяется в США, Великобритании, Франции, Германии и т. д. Существует также требование о листинге, согласно которому не менее одной трети членов Наблюдательного совета на Нью-Йоркской и Лондонской фондовых биржах должны быть независимыми членами (independent directors). Принимая во внимание опыт зарубежных стран, также, с учетом повышения инвестиционную привлекательность АО на практике независимыми членами, автором было дано и внедрено в практику предложение по включению независимых членов в состав наблюдательных советов АО.



**Рис. 6. Влияние фактора «Структура акционеров и руководства» на инвестиционную привлекательность АО, в баллах<sup>24</sup>**

Возникает вопрос, откуда взять независимых членов наблюдательного совета. В связи с этим, необходимо учесть мировую практику, создать ассоциацию независимых членов (или учреждение). Ассоциация (или учреждение) может оказывать финансовую поддержку своей деятельности, например, на основе членских взносов. Будет сформирована единая база данных членов ассоциации и установлены соответствующие квалификационные требования. Независимые члены Наблюдательного совета АО будут отбираться на конкурсной основе из этой ассоциации.

АО должно принять правильное решение о рациональном распределении чистой прибыли исходя из своего финансово-экономического положения и стратегических целей развития, а также с учетом интересов общества и инвесторов.

Правильная или неправильная реализация дивидендной политики будет иметь прямое влияние на курс акции АО. В связи с этим, мы провели

<sup>24</sup> Составлено по материалу аудиторско-консалтинговой компании “Эрнст энд Янг”, 2015. <file:///C:/Users/kmla/Pictures/Favorites/Downloads/corporate-governance-structures-survey-rus.pdf>

исследование на примере АО «Кўкон механика заводи», который продает свои акции в форме SPO, и АО «Кварц», которое размещает свои акции в форме IPO.

Данные рис. 7 иллюстрируют, что после продажи акций АО «Кўкон механика заводи» в форме SPO, цена акции выросла с 900 сум до 1400 сумов. В феврале 2019 года он достиг 1600 сум. Однако, в марте цена акций начала снижаться. В мае он упал до 1000 сум. 23.09.2019, этот показатель составил 1120 сум. То есть, в целом, цена акций АО «Кўкон механика заводи» имеет тенденцию к снижению с марта по сегодняшний день.

По нашему мнению, основная причина этого заключается в том, что дивидендная политика не была должным образом реализована. В качестве доказательства, мы бы хотели привести динамику суммы выплаченных дивидендов АО «Кўкон механика заводи».

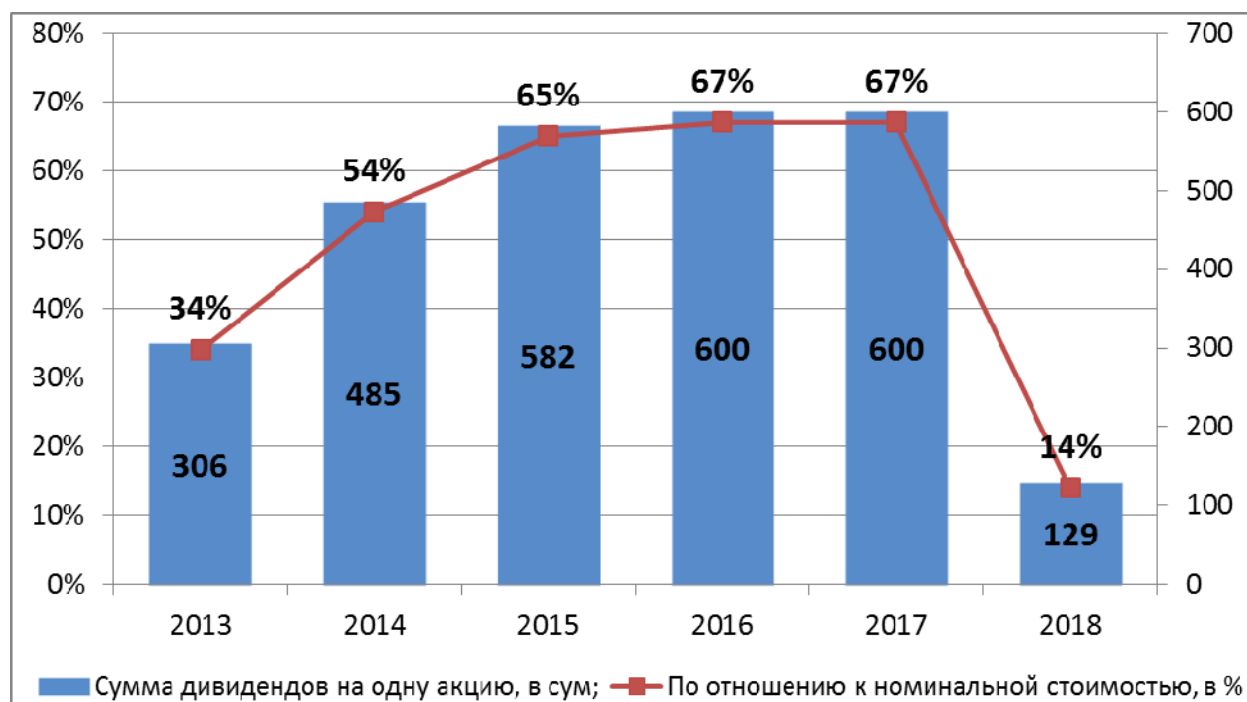


**Рис. 7. Котировка акций АО «Кўкон механика заводи» за период с 27.11.2018 по 23.09.2019, в сумах<sup>25</sup>**

Согласно данным рис.8, сумма дивидендов, выплаченные АО «Кўкон механика заводи» за 2018 год, составила 129 сумов по отношению к одной акции и 14% (14,33% с округлением до 14%) к номинальной стоимости. Тем не менее, в 2016-2017 годах, оно составляло 600 сум и 67% соответственно. То есть, инвестор получил дивидендную доходность в 4-5 раз ниже, чем в предыдущем году. Тем не менее, даже если инвестор вкладывает деньги в банки, а не покупает акции, он может заработать как минимум 20 процентов годовых. При этом, если учесть тот факт, что инвестор на РФБ «Тошкент» купил акции АО «Кўкон механика заводи» в форме SPO по цене, превышающей его номинальную стоимость, то дивидендная доходность

<sup>25</sup> Составлено автором, на основе данных РФБ «Тошкент».

составляет ниже 14%. В свою очередь, эта ситуация привело к падению цен акций АО «Кўқон механика заводи» на фондовом рынке.



**Рис. 8. Сумма дивидендов выплаченные АО «Кўқон механика заводи» в 2013-2018 годы<sup>26</sup>.**

Следовательно, возникает естественный вопрос, что чистая прибыль АО «Кўқон механика заводи» в 2018 году, возможно, значительно снизилась по сравнению с предыдущими годами. Конечно нет. Согласно отчету инвестиционной компании ООО «Freedom finance» и АО «Кўқон механика заводи», в 2013 году сумма чистой прибыли АО составила 6,3 млрд. сум, в 2014 году - 9,0 млрд. сум, в 2015 году - 9,1 млрд. сум, в 2016 году - 6,2 млрд. сум, в 2017 году - 8,3 млрд. сум и в 2018 году - 5,8 млрд. сум. То есть, в 2018 году чистая прибыль несколько снизилась по сравнению с предыдущими годами, а дивиденды можно были более высокими.

Аналогичная ситуация наблюдается в АО «Кварц». В 2015 году АО выплатило 597 сум за акцию и выплатило дивиденды 35% по отношению к номинальной стоимости. В 2016-2017 годах, эта сумма составила 1172 сум и 68% соответственно и 915 сум и 53% соответственно. В 2018 году АО реинвестировало основную часть своей прибыли после внесения в некоторые фонды (82,6 млрд. сум). Дивиденды акционерам за 2018 год не выплачивались. В свою очередь, это привело к падению цен акций на фондовой бирже с 8 200 до 3 800 сум.

В результате проведенных исследований, автор приходит к выводу, что необходимо сохранить выплаты дивидендов АО на период не менее 1-2 лет

<sup>26</sup> Составлено автором, на основе отчета данных инвестиционной компании ООО «Freedom finance» (<https://ffin.uz/>) и АО «Кўқон механика заводи»

для акций размещенных путем проведения народных IPO или SPO, в размере не ниже размера дивидендов выплаченных за год, предшествующий проведению IPO или SPO. Такая дивидендная политика предотвратит падение цены акций на фондовой бирже. В результате, появится возможность привлечь крупные суммы денег, путем осуществления дополнительных эмиссий в АО и размещения их акций на бирже по высоким ценам.



## ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В результате проведенных исследований были сформулированы следующие выводы:

1. Несмотря на некоторые недостатки предприятий в форме АО, у них также существуют много приоритетов. Также, эти предприятия имеют организационно-правовую форму, которая веками набирала и совершенствовалась, внося огромный вклад в валовой внутренний продукт страны. В частности, роль акционерных компаний (корпораций) в мировой индустрии несравнима.

2. На основе результатов исследования, к понятию «финансирование акционерных обществ посредством акций» было сформулировано следующее авторское определение: финансирование акционерных обществ посредством акций - предварительное финансирование акционерных общества, финансирование посредством IPO, вторичное финансирование за счет капитализированных доходов, дополнительное финансирование на основе закрытой подписки, а также, путем предоставления финансирования посредством привилегированных акций и ценных бумаг, конвертируемые в акции.

3. На сегодняшний день, в нашей республике, одним из основных препятствий для привлечения крупных инвестиций посредством акционерного финансирования, является высокая доля государственной собственности в акционерных обществах. Также, основной причиной стагнации акций, является нерациональная структура общего акционерного капитала. Большая часть акций принадлежит органам государственного и хозяйственного управления (89,5% на 1 января 2019 года). Сокращение доли государственной собственности, также может оказать положительное влияние на развитие вторичного рынка.

4. В качестве приоритетного направления финансирования АО с долей органов государственного или хозяйственного управления (пакетов акций) в уставном капитале, в результате размещения доли органов государственного или хозяйственного управления (пакетов акций) путем проведения первичного публичного предложения (IPO), позволит эффективно организовать финансирование АО посредством акций, а также, получить дополнительные средства для АО и привлечь частных инвесторов.

5. В результате продажи государственного пакета акций в АО с долей органов государственного или хозяйственного управления (пакет акций) в уставном капитале, путем проведения вторичного публичного предложения SPO, предоставит возможность уменьшить долю государственной собственности в экономике и развить финансовый рынок страны.

6. Существует прямая связь между уровнем корпоративного управления в АО и их инвестиционной привлекательностью. В результате включения независимых членов в структуру наблюдательных советов акционерных обществ, будет достигнуто повышение инвестиционной

привлекательности АО и внедрение современных методов корпоративного управления.

7. Необходимо сохранить выплаты дивидендов АО на период не менее 1-2 лет для акций размещенных путем проведения народных IPO или SPO, в размере не ниже размера дивидендов выплаченных за 1-2 лет, предшествующий проведению IPO или SPO, что предотвратить падению цен акций на фондовой бирже.

**SCIENTIFIC COUNCIL NODSc.27.06.2017. I.17.01 AWARDING OF  
SCIENTIFIC DEGREES AT TASHKENT FINANCIAL INSTITUTE**  

---

**TASHKENT INSTITUTE OF FINANCE**

**CHINKULOV KAKHRAMON RAVSHANOVICH**

**IMPROVEMENT OF FINANCING OF JOINT-STOCK COMPANIES  
USING CORPORATE SECURITIES**

**08.00.07 –Finance, money circulation and credit**

**ABSTRACT OF THE DISSERTATION OF THE DOCTOR OF  
PHILOSOPHY (PhD) ON ECONOMIC SCIENCES**

**TASHKENT- 2019**

**The theme of dissertation of Doctor of Philosophy (PhD) on economic sciences was registered under number B2017.3.PhD/Iqt.386 at the Supreme Attestation Commission at the Cabinet of Ministers of the Republic of Uzbekistan.**

Doctoral dissertation has been prepared at Tashkent Financial Institute.

The abstract of the dissertation is posted in three languages (Uzbek, Russian and English) on the website [www.tfi.uz](http://www.tfi.uz) and on the website “ZiyoNet” Informational and educational portal [www.ziynet.uz](http://www.ziynet.uz)

**Scientific supervisor:** **Khamidulin Mikhail Borisovich**  
Doctor of Economics, Professor

**Official opponents:** **Jumaev Nodir Khosiyatovich**  
Doctor of Economics, Professor

**Khudoykulov Khurshid Khurramovich**  
Doctor of Philosophy (PhD) on economic sciences

**Leading organization:** **Tashkent branch of the Russian University of Economics named after G.V.Plekhanov**

The defense of the dissertation will take place on \_\_\_\_\_ «\_\_\_\_» at the meeting of Scientific Council No.DSc.27.06.2017.I.17.01.at Tashkent Financial Institute. Address: 100000, Tashkent, Amir Timur avenue, 60 A. Tel: (71) 234-53-34, fax: (71) 234-67-71, e-mail: [admin@tfi.uz](mailto:admin@tfi.uz).

The doctoral dissertation can be reviewed at the Information and Resource centre of Tashkent Financial Institute (registered No.\_\_\_\_). Address: 100000, Tashkent, Amir Timur avenue, 60 A. Tel: (71) 234-53-34, fax: (71) 234-67-71.

The abstract of the dissertation sent out on «\_\_\_\_» \_\_\_\_\_ 2019.  
(mailing report № \_\_\_\_\_ on «\_\_\_\_» \_\_\_\_\_ 2019)

**I.Kuziev**

Chairman of the scientific council for awarding scientific degrees, Doctor of Economics, Professor

**S.Mehmonov**

Scientific secretary of the scientific council for awarding scientific degrees, Doctor of Economics, Professor

**J.Karimkulov**

Chairman of the scientific Seminar under the scientific council for awarding scientific degrees, Candidate of Economic sciences, Associate Professor

## **INTRODUCTION (abstract of the thesis of the Doctor of Philosophy (PhD))**

**The aim of the research work is** to develop scientific proposals and practical recommendations for improving the financing of joint stock companies using shares.

**The tasks of the research work are:**

to define the essence, features of joint-stock companies and their place in the economy of the country;

to study the features and classifications of corporate securities;

to reveal the economic nature and significance of financing joint-stock companies through shares;

to analyze the current state of the issue and placement of shares;

to analyze the current state of financing of joint-stock companies by applying IPO and SPO;

to analyze the state and dynamics of the secondary stock market;

to study the best foreign experience in financing joint-stock companies through shares, etc.

**The object of the research work** is joint-stock companies operating in the Republic of Uzbekistan.

**The subject of the research work** is the economic relations associated with the financing of joint stock companies through shares.

**The scientific novelty of the research work, consisting of the following:**

the mechanism of attracting additional funds to joint-stock companies and private investors as a result of the placement of their shares through an initial public offer (IPO) as a priority area for financing joint-stock companies with a share of state or economic management bodies in the authorized capital was based;

to reduce the state share on the basis of the sale of shares of joint stock companies with the existing state share in the authorized capital through a secondary public offering (SPO) was proposed;

it was proposed to increase the investment attractiveness of joint-stock companies by including independent members in the structure of the supervisory board;

the concept of “financing joint-stock companies using the shares” was improved due to pre-financing of joint-stock companies, financing through IPO, secondary financing at the expense of capitalized revenues, additional financing based on a private placement, and also by providing preferential financing using preference shares and securities convertible into shares.

**Scientific and practical significance of the research work.**

The scientific significance of the research results is that the research results can be widely used in conducting research aimed at improving the financing of joint stock companies using the shares.

The practical significance of the research results is defined by the introduction of the developed scientific proposals and practical recommendations to the activities of joint-stock companies and the improvement of relations due to financing using their shares.

**Implementation of the research results.** Based on the obtained scientific results for financing joint stock companies using corporate securities:

the proposal for the placement of a share of state and economic management bodies (blocks of shares) through an initial public offering (IPO) as a priority area for financing joint-stock companies, in the authorized capital of which there is a share of state or economic management bodies (block of shares) was reflected in the Decree of the

President of the Republic Uzbekistan dated on April 3, 2019 № DP-4263 "On measures to further reform and increase the investment attractiveness of the chemical industry"( Implementation reference No. 557 / 02-15 of 10 April 2019 of State Assets Management Agency). As a result, it allowed to organize efficiently the financing of joint-stock companies in the structure of JSC "Uzkimyosanoat" using the shares, reduce the state's share in the economy, and increase the share of private investors and develop the country's financial market;

the proposal for the placement of state-owned shares through the secondary public offering (SPO), as the main direction of financing joint-stock companies with a share of state or economic management bodies in the authorized capital (blocks of shares) was reflected in the Decree of the President of the Republic of Uzbekistan dated on February 19, 2019 No. DP 5666 "On additional measures for the effective use of state-owned objects", (Implementation reference No. 02 / 06-192 of March 15, 2019 of the State Assets Management Center under the State Committee of the Republic of Uzbekistan for assistance to privatized enterprises and development of competition). As a result, it was possible to effectively organize the financing of joint-stock companies using the shares, reduce the state's share in the economy, increase the share of private investors, and develop the country's financial market;

the proposal to include independent members of joint-stock companies into the structure of supervisory boards was implemented into practice. Accordingly, candidates for independent members were nominated to the supervisory boards of large joint-stock companies of the automobile and telecommunications industry for 2019, which have a state share in the authorized capital and occupy a high place in the country's economy (Implementation reference No. 02 / 06-192 of March 15, 2019 of the State Assets Management Center under the State Committee of the Republic of Uzbekistan for assistance to privatized enterprises and development of competition). As a result of this proposal, an increase in the efficiency of financial and economic activities of joint-stock companies was achieved, as well as the introduction of modern corporate governance practices;

the author's description of the concept of "Financing of joint stock companies using the shares" was reflected in the "Biznes moliyasi" study guide allowed to be published by the Ministry of higher and secondary specialized education of the Republic of Uzbekistan (Certificate No. 133-154 based on Order No. 133 of February 9, 2019 of the Ministry of higher and secondary special education of the Republic of Uzbekistan). As a result, it allowed to define the description and a clear separation to these concepts due to financing joint-stock companies using the shares.

**Evaluation of the research results.** The results of the research were discussed at 8 international and 17 republican scientific and practical conferences.

The results of the research are used for the improvement and training of the curriculum on the subject of "Business Finance", enrolled in the educational areas of Bachelor's programme.

**Publication of the research results.** On the topic of the thesis, 31 academic papers were published, including 6 scientific articles recommended for publication of the main scientific results of doctoral dissertations by the Higher Attestation Commission of the Republic of Uzbekistan, 5 in republican and 1 in foreign journals, as well as, 25 lectures and theses at scientific and practical conferences.

**Structure and volume of the research.** The research structure includes three chapters, conclusion, and applications. The volume of the research consists of 147 pages.

**ЭЪЛОН ҚИЛИНГАН ИШЛАР РЎЙХАТИ**  
**СПИСОК ОПУБЛИКОВАННЫХ РАБОТ**  
**LIST OF PUBLISHED WORKS**

**I бўлим (I часть; Part I)**

1. Қ.Чинқулов. Акция бозорини ривожлантиришнинг ўзига хос хусусиятлари. // Молия. –Тошкент, 2010. –№2. –Б.69-75. (08.00.07; №12).
2. Қ.Чинқулов. Молия бозорида корпоратив қимматли қоғозлар баҳосига таъсир қилувчи омиллар. // Биржа-эксперт. –Тошкент, 2012. –№2. – Б.17-22. (08.00.07; №3).
3. Қ.Чинқулов. Капитал тузилмасининг акциялар баҳосига таъсири. // Иқтисодий ва таълим. –Тошкент, 2012. –№4. –Б.42-47. (08.00.07; №11).
4. Қ.Чинқулов. Ўзбекистон акция бозорининг ҳолати ва ривожланиш тенденцияси. // «Халқаро молия ва ҳисоб» илмий электрон журнал. – Тошкент, 2017. –№5. (08.00.07; №19).
5. K.Chinkulov. State and development tendency of the stock market of Uzbekistan. // International Journal of Economics, Commerce and Management. – United Kingdom, 2018.–№2.–P.274-282. <http://ijecm.co.uk/wp-content/uploads/2018/02/6218.pdf> (№23, SJIF 5,817).
6. Қ.Чинқулов. Акциядорлик жамиятлари ҳамда акциядорлик молиялаштиришнинг хусусиятлари. // «Халқаро молия ва ҳисоб» илмий электрон журнал. –Тошкент, 2018. –№ 4-5. (08.00.07; №19).
7. Қ.Чинқулов. Корпоратив акциялар даромадлигини баҳолаш усуллари. // Мустақиллик йилларида Ўзбекистон Республикаси банк-молия тизимининг ривожланиши. Халқаро илмий-амалий конференция материаллари. –Тошкент, БМА. 2006 йил 4 ноябрь. –Б,353-354.
8. K.Chinkulov. Shares and the determination of their profitability. // Selected papers. University of Tecknology Mara. –Malaysia, 26.06.2007. – P 52-55.
9. Қ.Чинқулов. Қимматли қоғозлар – иқтисодий категория сифатида. // Жаҳон молиявий-иқтисодий инқирози шароитида молия ва бюджет тизимини такомиллаштириш масалалари. Республика илмий-амалий анжумани. – Тошкент, ТМИ, 1-қисм. 2010 йил 13 март. –Б.83-86.
10. Қ.Чинқулов. Республикамизда акциядорлик молиялаштириш орқали инвестицияларни жалб этиш муаммолари. // Ўзбекистонда қимматли қоғозлар бозорини ривожлантириш: институционал, иқтисодий ва ташкилий жиҳатлари. Республика илмий-амалий конференция тезислар тўплами. – Тошкент, БМА, 2019 йил 19 апрель. –Б.205-207.

**II бўлим (II часть; Part II)**

11. Қ.Чинқулов. Корпоратив облигациялар даромадлигини баҳолаш йўллари. // Солиқ сиёсатини янада эркинлаштириш – энг муҳим масала.

Республика илмий-амалий конференция (ИАК) материаллари. –Т., Солиқ академияси, 2007 йил, апрель. – Б. 217-218.

12. Қ.Чинқулов. Корпорациялар молиясининг ўзига хос хусусиятлари. // Международный опыт создания финансово-промышленных групп и проблемы совершенствования корпоративного управления в Узбекистане. Материалы международной научно-практической конференции. –Москва, 22 мая 2008 года. Часть 1. –С.236-239.

13. Қ.Чинқулов. Корхонанинг дивиденд сиёсати. // Худудларнинг ижтимоий-иқтисодий ривожланишида молиянинг роли. Республика ИАКси.—Т., ТМИ, 2009 йил 18 март.—Б.280-282.

14. Қ.Чинқулов. Мулкни бошқарувдан ажратишдаги муаммолар. // Худудларнинг ижтимоий-иқтисодий ривожланишида молиянинг роли. Республика ИАКси. –Т., ТМИ, 2009 йил 18 март. – Б.257-258.

15. Қ.Чинқулов. Қимматли қоғозлар курс қийматини аниқлоачи омиллар. // Солиқ тизимини такомиллаштириш йўналишлари. Республика ИАКси. – Т., ТМИ, 2011 йил 26 февраль. –Б.242-244.

16. Қ.Чинқулов. Ўзбекистонда чиқарилаётган корпоратив қимматли қоғозларнинг ўзига хос хусусиятлари. // Молия соҳасида мавжуд бўлган муаммолар ва уларни бартараф этиш йўллари. Республика конференция иштирокчилари илмий мақолалари ТЎПЛАМИ. –Т., 2011 йил 7 апрель. – Б.62-65.

17. Қ.Чинқулов. Акциялар билан савдолар – АҚШ мисолида. // Молия соҳасида мавжуд бўлган муаммолар ва уларни бартараф этиш йўллари. Республика конференция иштирокчилари илмий мақолалари ТЎПЛАМИ. – Т., 2011 йил 7 апрель. –Б.67-69.

18. Қ.Чинқулов. Корпорацияда молиявий менежернинг роли. // Инкирозга қарши чоралар дастури асосида молия бозорини ривожлантиришнинг замонавий тенденциялари ва муаммолари. Республика ИАК материаллари. –Т., 2011 йил 25 ноябрь. – Б. 339-341.

19. Қ.Чинқулов. Корпоратив бирлашувлар ва кўшиб олишлар. // Ўзбекистон Республикаси минтақаларини ижтимоий-иқтисодий ривожлантиришда молиявий сиёсатнинг ўрни. Турдош Олий ўқув юртлариаро ўтказилган ИАК материаллари. –Т., 2013 йил 18 апрель. – Б. 41-42.

20. Қ.Чинқулов. Компаниянинг дивиденд сиёсатига таъсир этувчи омиллар. // Иқтисодийетни модернизациялаш, техник ва технологик янгилашни жадаллаштиришда банк-молия тизимининг роли. Халқаро ИАК материаллари тўплами. –Тошкент, ТМИ, 2014 йил 29 май. –Б.556-557.

21. Қ.Чинқулов. А.Раҳимов. АЖларини молиялаштириш муаммолари. // Ўзбекистонда молиявий секторнинг ролини ошириш ва унда илғор хориж тажрибасидан фойдаланиш. Халқаро ИАК материаллари тўплами. –Т., 2015 йил 2 апрель, 1-қисм. –Б.410.

22. Қ.Чинқулов. Дивиденд сиёсатини такомиллаштириш масалалари. // Корпоратив молияни бошқаришнинг замонавий усуллари: қўлланилиш ва



ривожлантириш масалалари. Республика ИАКси. – Т., 2016 йил 3 март. – Б.124-127.

23. Қ.Чинкулов., М.Шакиров. Роль корпорации на финансовом рынке. // «Перспективы развития деятельности системы статистики в условиях проведения процессов структурных преобразований в экономик страны». материалы научно-практической конференции. –Т., ТФИ, 10.12.2016 г. – С.388-389.

24. Қ.Чинкулов. Ўзбекистон акция бозори ва акциялар орқали молиялаштиришнинг хусусиятлари. // Иқтисодийни модернизациялаш шароитида ишлаб чиқариш инфратузилмасини мутаносиб ривожлантиришнинг асосий йўналишлари. Грант доирасидаги ИАК материаллари. –Т., ТМИ, 28 март 2017 йил. –Б.357-358.

25. Қ.Чинкулов. АЖларини улушли ва қарзли молиялаштиришнинг хусусиятлари. //Худудлар молиявий салоҳиятини юксалтиришда хизмат кўрсатиш соҳасининг аҳамияти. Республика ИАКси. – Т., ТМИ, 12 апрель 2017 йил. –Б.340.

26. Қ.Чинкулов. Акция бозори ҳолати таҳлили ва тенденцияси. //Худудлар молиявий салоҳиятини юксалтиришда хизмат кўрсатиш соҳасининг аҳамияти. Республика ИАКси. –Т., ТМИ, 2017 йил 12 апрель. – Б.59.

27. Қ.Чинкулов. Корпорациянинг қарз капиталини баҳолаш. // Банкларнинг молиявий барқарорлиги ва ресурслари етарлилигини халқаро меъёрлар ва стандартлар талаблари асосида баҳолаш ва бошқариш. Халқаро ИАК материаллари. – Т., 1-қисм. 2017 йил 12 май. – Б.285-286.

28. Қ.Чинкулов. Капиталнинг иқтисодий моҳияти ва корпорациянинг хусусий капитали. //Банкларнинг молиявий барқарорлиги ва ресурслари етарлилигини халқаро меъёрлар ва стандартлар талаблари асосида баҳолаш ва бошқариш. Халқаро ИАК материаллари. –Т., 1-қисм, 2017 йил 12 май. – Б.292-293.

29. Қ.Чинкулов. АЖлари фаолиятининг хусусиятлари. // Банк тизимини ислоҳ қилиш ва самарадорлигини оширишнинг самарали йўллари. Республика миқёсидаги ИАК материаллари тўплами. –Т., 2018 йил 18 май. – Б.459-461.

30. Қ.Чинкулов. Ўзбекистонда АЖларини IPO орқали молиялаштириш амалиёти. // Иқтисодийни стратегик ривожлантириш шароитида мамлакат молия тизимини ислоҳ этишнинг асосий йўналишлари. Олий ўқув юртлариаро ИАК илмий мақолалари тўплами. –Т.: “Iqtisod-moliya”, 2019. – 556 б. –Б.319-324.

31. Қ. Чинкулов. АЖларининг ҳамда акциядорлик молиялаштиришнинг хусусиятлари ва муаммолари. // Ўзбекистон Республикаси Ҳаракатлар стратегияси: макроиқтисодий барқарорлик, инвестицион фаоллик ва инновацион ривожланиш истиқболлари. Халқаро ИАК илмий маъруза ва мақолалар тўплами. – Т., ТДИУ, 2019 йил 27-28-май, III ШУЪБА. –Б.297-304.

Автореферат “Moliya” илмий журналида тахрирдан  
ўтказилди (17.09.2019 йил)

Босишга рухсат этилди: 27.09.2019 йил.  
Бичими 60x84<sup>1/16</sup>, «Times New Roman»  
гарнитурда рақамли босма усулида босилди.  
Шартли босма табоғи 3,9. Адади: 100. Буюртма: № 55.

“IQTISOD-MOLIYA” нашриёти,  
100000, Тошкент, Амир Темур кўчаси, 60<sup>a</sup>.

«HUNOYUNBEK-ISTIQLOL MO‘LIZASI» босмахонасида  
100000, Тошкент, Амир Темур кўчаси, 60<sup>a</sup>.