



**КОРПОРАТИВ МОЛИЯНИ
БОШҚАРИШНИНГ
ДОЛЗАРЪ МАСАЛАЛАРИ**

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

ТОШКЕНТ МОЛИЯ ИНСТИТУТИ

**КОРПОРАТИВ МОЛИЯНИ
БОШҚАРИШНИНГ ДОЛЗАРБ
МАСАЛАЛАРИ**

Монография

**Тошкент
«IQTISOD-MOLIYA»
2017**

УЎК: 336.6
КБК: 65.050.2-93

Иқтисод фанлари доктори Бувсара Тошмуродованинг
умумий таҳрири остида

Муаллифлар жамоаси:

Б.Тошмуродова, С.Элмирзаев, Н.Турсунова,
Н.Шерқўзиева, О.Хамдамов, Ж.Қурбонов,
М.Зокиржонов, Н.Ортиқов

Тақризчилар: и.ф.д., проф. О.Иминов;
и.ф.д., проф. Н.Хайдаров

К-71 Корпоратив молияни бошқаришнинг долзарб масалалари:
Монография; – Т.: «Iqtisod-Moliya», 2017. – 224 бет.

Мазкур монографияда корпоратив молияни бошқаришда долзарб масалалардан ҳисобланган корпоратив тузилмалар молиявий барқарорлигини таъминлашда молиявий менежментнинг аҳамиятини ошириш, корпоратив молия ва давлат молияси ўртасидаги ўзаро боғлиқлик механизмидан самарали фойдаланиш, корпоратив тузилмаларда молиявий таъминотни самарали ташкил этиш, инвестицион фаолият самарадорлигини ошириш, молиявий рискларни баҳолаш ва бошқариш орқали уларга таъсир даражасини камайтириш, корпоратив тузилмалар ва молия бозори институтларинг ўзаро фаолият уйғунлигини таъминлашнинг устувор йўналишларини белгилаш, корпоратив молияни бошқаришда солиқ муносабатларини самарали ташкил этиш масалаларига доир тадқиқотлар жамланган ҳамда муаллифларнинг тегишли масалалар бўйича илмий тақлиф ва амалий тавсиялари келтирилган.

Монография Тошкент молия институтининг 2017 йил 28 апрелдаги Кенгашида муҳокама қилинган ва №9/7.8-сонли қарори билан нашрга тавсия этилган

УЎК: 336.6
КБК: 65.050.2-93

ISBN 978-9943-13-667-0

© Муаллифлар жамоаси, 2017
© “Iqtisod-Moliya”, 2017

КИРИШ

Молия тизимининг муҳим бўғини ҳисобланган корпоратив молиянинг самарали амал қилиши миллий иқтисодий рақобатбардошлигини оширишга хизмат қилади. Бу ўз навбатида тўғридан-тўғри хорижий инвестицияларни кенг қўламда жалб қилиш, мамлакатнинг экспорт салоҳиятини ошириш, аҳоли бандлигини таъминлаш ва мунтазам равишда даромадга эга бўлиши кабиларга хизмат қилади. Шунингдек, давлат бюджети даромадларининг ўсиши ҳисобига ижтимоий соҳалар тараққиётига эришилиши кузатилади.

Юқорида келтирилаётган ижобий жиҳатларга эришиш учун ҳукумат томонидан шарт-шароитлар яратиб берилиши ҳамда корпоратив молияни бошқариш тизими самарали амал қилиши талаб этилади. Шу нуқтаи назардан корпоратив молияни бошқаришда молиявий менежментнинг аҳамиятини ошириш, давлат молияси ва корпоратив молия ўртасидаги ўзаро боғлиқлик механизми, молиявий таъминотни самарали ташкил этиш масалалари, инвестицион самарадорликни ошириш имкониятлари, молиявий рискларни баҳолаш ва бошқаришнинг долзарб масалалари, корпоратив тузилмалар ва молия бозори институтларининг ўзаро фаолият уйғунлигини таъминлаш масалалари, корпоратив тузилмаларда солиқ муносабатларини самарали ташкил этиш йўналишлари ҳам алоҳида, ҳам умумлашган ҳолда тадқиқ қилиш масаласи кўндаланг қўйилмоқда. Келтирилаётган жиҳатлар бевосита корпоратив молияни бошқаришдаги долзарб масалаларни тадқиқ қилишнинг заруратини ўзида акс эттиради.

Корпоратив молияни бошқариш самарадорлигини ошириш масалалари жаҳондаги етакчи илмий тадқиқот марказлари, Жаҳон банки, Иқтисодий ҳамкорлик ва тараққиёт ташкилоти, Халқаро валюта жамғармаси каби халқаро молиявий-иқтисодий ташкилотлар, халқаро аудиторлик ташкилотлари, рейтинг агентликлари, молия институтлари, трансмиллий корпорациялар доимий диққат эътиборида эканлиги ҳам тадқиқотнинг долзарблигини ўзида кўрсатиб беради.

Тадқиқотнинг мақсади корпоратив молияни бошқаришни самарали ташкил этиш орқали корпоратив тузилмалар молиявий барқарорлигини ошириш, шунингдек, бу борадаги долзарб муаммоларни ҳал қилишга қаратилган илмий таклиф ва амалий тавсиялар ишлаб чиқишдан иборат.

Тадқиқотнинг вазифалари:

- корпоратив тузилмалар молиявий барқарорлигини таъминлашда молиявий менежментнинг аҳамиятини оширишга доир тадқиқотлар ўтказиш;

- корпоратив молия ва давлат молияси ўртасидаги ўзаро боғлиқлик механизмини очиб бериш;

- корпоратив молияни бошқаришда молиявий таъминотни самарали ташкил этиш йўналишларини белгилаш;

- корпоратив молияни бошқаришда инвестицион фаолият самардорлигини ошириш юзасидан илмий таклиф ва амалий тавсиялар бериш;

- корпоратив молияни бошқаришда молиявий рискларни баҳолаш ва бошқариш бўйича тадқиқотлар ўтказиш ҳамда рискларни камайтириш чораларни белгилаш;

- корпоратив тузилмалар ва молия бозори институтлари ўзаро фаолият уйғунлигини таъминлаш бўйича тадқиқотлар ўтказиш;

- корпоратив молияни бошқаришда солиқ муносабатларини самарали ташкил этиш орқали солиқ мажбуриятларини камайтириш орқали фойдани максималлаштириш йўналишларини белгилаш.

Ушбу монография қуйидаги муаллифлар жамоаси томонидан: I бобни О.Хамдамов, II бобни Ж.Қурбонов, III бобни Н.Турсунова, IV бобни Н.Шерқўзиева, V бобни М.Зокиржонов, VI бобни Б.Тошмуродова ва Н.Ортиқов, VII бобни С.Элмирзаевлар тайёрлаган. Ҳар бир боб бўйича кириш, асосий қисм, хулоса ва фойдаланилган адабиётлар рўйхати келтирилган.

Тадқиқотнинг объектини умумий ҳолда корпоратив тузилмалар фаолияти белгиланганлигини кўриш мумкин. Тадқиқотнинг предметини эса корпоратив молияни бошқариш жараёнида юзага келадиган молиявий муносабатлар ташкил этади.

Монографик тадқиқотда гуруҳлаш, иктисодий таҳлил, таққослаш, иктисодий-математик моделлаштириш, корреляцион ва регрессион таҳлил, анкета сўровномаларини ўтказиш усулларидан фойдаланилган.

Тадқиқот натижаларининг ишончлилиги таниқли иқтисодчи олимларнинг корпоратив молияни бошқаришни самарали ташкил этиш, бу борадаги долзарб муаммоларни ҳал қилиш хусусидаги илмий-назарий қарашларини қиёсий ва танқидий таҳлил қилиш, илғор хориж тажрибаларини ўрганиш ва умумлаштириш, эксперт баҳолаш натижаларига, Ўзбекистон Республикаси Молия вазирлиги, Хусусийлаштирилган корхоналарга кўмаклашиш ва рақобатни ривожлантириш давлат кўмитаси, Қимматли қоғозлар марказий депозитарийси, “Тошкент” Республика фонд биржаси, Корпоратив ахборотлар ягона портали, акциядорлик жамиятлари маълумотларига, шунингдек, бошқа амалий маълумотлар таҳлиliga асосланганлиги билан белгиланади.

Тадқиқот натижаларининг илмий аҳамияти улардан корпоратив молияни бошқариш тизимидаги долзарб масалаларини ҳал қилишга доир махсус илмий тадқиқотларни амалга оширишда фойдаланиш мумкинлиги билан изоҳланади.

Тадқиқот натижаларининг амалий аҳамияти ишлаб чиқилган илмий таклифлар ва амалий тавсияларнинг мамлакатимизда фаолият кўрсатаётган корпоратив тузилмалар молиявий барқарорлик даражасини оширишга, бу борадаги долзарб масалаларни ҳал қилишга хизмат қилиши билан белгиланади.

Монографиядан корпоратив молия, молиявий менежмент, корпоратив бошқарув, молия бозори, солиқ муносабатларига доир масалалар юзасидан тадқиқотлар олиб бораётган илмий изланувчилар, магистрантлар ва талабалар, соҳага қизиқувчилар, амалиётчилар фойдаланишлари мумкин.

I боб. КОРПОРАТИВ ТУЗИЛМАЛАР МОЛИЯВИЙ БАРҚАРОРЛИГИНИ ТАЪМИНЛАШДА МОЛИЯВИЙ МЕНЕЖМЕНТНИНГ АҲАМИЯТИНИ ОШИРИШ МАСАЛАЛАРИ

Иқтисодиёт тармоқларини диверсификациялаш ва таркибий ўзгаришларни амалга ошириш шароитида корпоратив тузилмалар молиявий барқарорлигини таъминлашда молиявий менежментнинг тугган ўрни ва аҳамиятини янада ошириш долзарб аҳамият касб этиб бормоқда. Республикамизда фаолият юритаётган корпоратив тузилмаларда замонавий корпоратив бошқарув услубларини жорий этиш, хусусан, молиявий менежмент механизминини такомиллаштириш, соҳадаги хорижий давлатларнинг илғор тажрибаларидан оқилона фойдаланиш муҳим саналади.

Сўнги йилларда айрим хорижий мамлакатлар молия тизимида юзага келган ва ҳанузгача давом этаётган инқирозлар корпоратив молияни бошқариш тизимини тўғри ташкил этиш ва унинг принципларига қатъий амал қилиш каби чора-тадбирларга старлича аҳамият қаратилмаётганлиги ҳақида дарак бермоқда. Ўз навбатида корпоратив молияни бошқаришда мавжуд муаммоларни аниқлаш ва уларни бартараф этиш бўйича муҳим бўлган вазифалар, хусусан стратегияларни ишлаб чиқиш ва амалиётга тўғри татбиқ этиш каби жиҳатларга молиявий менежерлар томонидан алоҳида эътиборни кучайтиришни тақозо этмоқда.

Юқоридагилардан келиб чиққан ҳолда, Республикамизда ҳам молиявий менежмент тизимини иқтисодий-ҳуқуқий асосларини мустаҳкамлаш борасида самарали ислохотлар амалга оширилганлигини алоҳида таъкидлаш лозим. Бу борада, Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2015 йил 24 апрелдаги “Акциядорлик жамиятларида замонавий корпоратив бошқарув услубларини жорий этиш чора-тадбирлари” тўғрисидаги ПФ-4720 сонли Фармони алоҳида ўрин тутади. Мазкур Фармонда белгиланган бешта устувор вазифалардан бири ҳам, айнан корпоратив тузилмаларда молиявий менежментнинг аҳамиятини янада ошириш масалаларига қаратилган.

1.1. Молиявий менежментнинг иктисодий моҳияти, функцияси ва вазифалари

Ўзбекистонда бозор муносабатларини ривожланиши билан бир каторда, турли мулкчилик шакллари ва бизнес соҳаларининг пайдо бўлиши ҳамда такомиллашув жараёнлари кузатишмоқда. Ҳар қандай бизнес ва тадбиркорлик фаолиятининг мулкчилик ва ташкилий-ҳуқуқий шаклидан қатъий назар, уларнинг пировард мақсади мавжуд молиявий ресурслардан оқилона фойдаланиш ҳамда фойдани мунтазам равишда максималлаштириб бориш ҳисобланади. Корхоналар молиясини самарали бошқариш ва юқоридаги мақсадларга эришишда молиявий менежментнинг ўрни муҳим саналади. Молиявий менежментни шаклланиш ва ривожланиш босқичларини ёритишда, ушбу соҳада амалга оширилган дастлабки назарий тадқиқотларни ўрганиш ва амалий аҳамиятини тушунтириш мақсадга мувофиқ ҳисобланади.

Европа давлатларида ҳанузгача давом этиб келаётган молиявий – иктисодий инқироз бошқа давлатларда ҳам салбий оқибатларини намоён этиш билан бирга, унинг олдини олиш ва башорат қилиш борасидаги муҳим тадбирлар ишлаб чиқиш лозимлигини нечоғлиқ зарур эканлигини кўрсатди. Барчамизга маълумки, ўтган асрнинг 20-30 йилларида жаҳон мамлакатларини чуқур ларзага солган, АҚШ да “буюк депрессия” деб ном олган иктисодий инқирознинг юзага келиши ўз навбатида кўплаб давлатларни ҳам бефарқ қолдирмади. Албатта, ҳар қандай давлатда инқироз ҳолатларининг юзага келиши ва унинг салбий оқибатлари иктисодиётда муҳим таркибий ислоҳотларни амалга ошириш заруриятини келтириб чиқаради.

Шундан келиб чиққан ҳолда ўша даврларда иктисодиёти ривожланган АҚШ ва Ғарбий Европа мамлакатлари амалиётида компаниялар молиявий активлари қийматини ошириш, улардан самарали фойдаланиш, молиявий ресурсларни жалб қилишни оптимал йўллари аниқлаш ва бошқа шу каби муҳим йўналишларда илмий тадқиқотлар ва изланишлар амалга оширила бошлади. Бунинг натижаси ўлароқ, 1930 йилларга келиб молиявий менежментнинг дастлабки назариялари вужудга кела бошлади. Таъкидлаб ўтиш керакки, молиявий менежмент назариялари ва мустақил фан сифатида пайдо бўлиши ҳамда шаклланишида, узок

йиллик тарихга эга бўлган “Молия” ва “Бухгалтерия ҳисоби” каби фанларнинг назариялари муҳим асос бўлиб хизмат қилган.

Бугунги кунда молиявий менежментнинг моҳиятини тушунтиришда иктисодчи олимлар томонидан турли хил фикрлар билдириб ўтилмоқда. Умуман олганда, молиявий менежмент тушунчасига рус иктисодчи олимлари, қолаверса МДХ давлатларига кирувчи катор давлатлар олимларининг қарашлари билан Ғарбий Европа ва АҚШ олимларининг қарашлари нисбатан фарқланади. Бунинг бир нечта сабаблари мавжуд бўлиб, асосийларидан бири МДХ таркибига кирувчи давлатларда бўлгани каби молиявий менежмент фани Россия Федерациясида ҳам янги ривожланаётган фанлардан бири ҳисобланади, яна бир сабаб эса, ушбу давлатларда фирма ва компанияларнинг бошқарув тизимидаги ўзига хос турли хил жиҳатларининг мавжудлиги ҳисобланади. Бундан ташқари, АҚШ ва Европада мавжуд компанияларининг аксарият қисми асосий фаолиятларидан ташқари, компания молиявий фаолиятида фонд бозорларидаги иштироки, хусусан қимматли қоғозлар савдоси билан боғлиқ операцияларни кенг амалга оширилиши муҳим ўрин эгаллайди. Шунинг учун ҳам уларнинг амалиётида, молиявий менежментнинг функциялари кўп ҳолатларда қимматли қоғозлар билан боғлиқ операцияларни бошқаришга йўналтирилган ҳолда тушунтирилади.

Америкалик иктисодчи олимлар Джеймс К.Ван Хорн ва Джон М.Вахович (James C. Van Horne, John M. Wachowicz) ўзларининг иктисодий асарларида, молиявий менежментга қуйидагича тариф беради. «Молиявий менежмент (financial management) бир нечта асосий мақсадларни кўзлаган ҳолда активларни шакллантириш, молиялаштириш ва бошқариш жараёнидир. Молиявий менежментнинг бажарадиган функцияларини учта асосий йўналишдан келиб чиққан ҳолда белгиланишини таъкидлайдилар: инвестицион фаолият, молиялаштириш ва активларни бошқаришга доир қарорлар қабул қилиш. Олимларнинг фикрига кўра фирма ва компанияларнинг мақсадлари турли хил бўлишига қарамай, улардан асосийси фирма ва компания эгаларининг молиявий ҳолатини максималлаштиришдир»¹.

¹ Fundamentals of financial management / James C. Van Horne, John M. Wachowicz. – 13th ed. Prentice Hall, 2009 y. p. 27

Биркберк (Birkbeck – Лондон) университети профессори Л.Фунг (L. Fung) нинг фикрича молиявий менежмент дейилганда, компания куйи тизимларини назорат қилиш ва молиявий режалаштириш борасида қарорлар қабул қилиш жараёни тушунилиб, ўз ичига қуйидагиларни олади:

- ғазначилик функцияси;
- янги инвестицион имкониятларни баҳолаш, танлаш, назорат қилиш ва бошқариш;
- узоқ муддатли молиявий активлар ўсиш динамикасини таъминлаш ва бошқариш;
- компания учун капитал бозорининг таъсири ва кўламини тушуниш;
- компаниянинг қисқа ва узоқ муддатли молиявий фаолиятини бошқариш учун стратегик режалаштириш жараёнларини зарурийлигини тушуниш².

Ҳиндистоннинг Перияр университети (Periyar University) профессорлари С.Парамасиван ва Т.Субраманиан (С.Paramasivan, T.Subramanian) молиявий менежментга тариф беришда Ғарб иқтисодчи олимларининг умумий ёндашувларидан келиб чиққан ҳолда қуйидагиларни таъкидлайдилар.

Ховард ва Антоннинг (Howard and Upton) фикрича, “молиявий менежмент, молиявий қарорлар қабул қилиш соҳасида умумий бошқарув принципларининг фойдаланилишидир”.

Жошеп ва Массининг (Joshep and Massie) фикрича, молиявий менежмент, молиявий операцияларни самарали амалга ошириш учун фондларни шакллантириш ва улардан оқилона фойдаланиш бўйича масъул бўлган бизнеснинг операцион фаолияти ҳисобланади.

Шундай қилиб молиявий менежмент дейилганда, асосан бизнесда молиявий ресурсларни самарали бошқаришни тушуниш мумкин. Оддий қилиб айтганда, молиявий менежментни компаниялар бизнесини амалга оширишда корпорациялар молияси ёки бизнес молияси деб ҳам айтиш мумкин³.

Умуман олганда АҚШ ва Ғарбий Европалик иқтисодчи олимларнинг келтирилган тарифларига кўра, молиявий менежмент

² Fung L. Financial management. University of London. 2015.

³ Paramasivan C., T.Subramanian. Financial management. New age international Publishers – 2009.

ўзининг бош мақсади сифатида акция курси, бир дона акцияга тўғри келувчи соф фойда ва дивиденд миқдорларини кўпайтириш, ҳиссадорлар мулки ва бошқа ижобий манфаат келтирувчи молиявий натижаларни оширишни илгари сурувчи фирма ва компаниялар молиясини бошқаришдир.

Рус иқтисодчи олими Г.Б.Поляк бошчилигидаги олимлар гуруҳининг таъкидлашларича, молиявий менежмент тушунчаси хўжалик механизмининг фаол таркибий қисми сифатида корхоналар молиясини бошқариш механизми ёки молиявий механизм тушунчалари билан боғлиқдир. Молиявий менежмент – корхоналарда молиявий ресурсларни шакллантириш ва улардан оқилона фойдаланиш, айланма маблағларни бошқариш жараёнидир. Молиявий менежмент корхоналарда молиявий ресурслар ва айланма маблағларни бошқариш жараёнида фойдаланиладиган усуллар, қўлланмалар ва услубларнинг умумлашган тизимидир⁴.

Молиявий менежмент тушунчасига И.Я. Лукасевич ўзининг иқтисодий асарида қуйидагича таъриф берган. Молиявий менежмент – бу хўжалик субъектининг жорий ва стратегик мақсадларига эришиш уларнинг молиявий ресурслари ва молиявий фаолиятини бошқаришдир. Унинг фикрича молиявий менежмент ўзининг моҳиятига кўра серкирра тушунча бўлиб унга турли хил ёндашиш мумкинлигини тушунтирган, яъни: 1) алоҳида илмий предмет сифатида; 2) хўжалик субъектлари молиясини бошқариш тизими сифатида; 3) тадбиркорлик фаолиятининг бир кўриниши сифатида⁵.

Молиявий менежмент тушунчасига яна бир рус иқтисодчи олими С.В.Галицкая қуйидагича таъриф беради. Молиявий менежментни корхоналарни барча турдаги воситалари (активлари) ва уларни келиб чиқиш манбаларини (пассивларни) бошқариш деб тушуниш лозимлигини таъкидлайди. Унинг фикрига кўра молиявий менежментнинг асосий мақсади корхона эгаларининг молиявий ҳолатини ошириш ҳисобланади⁶.

⁴ Финансовый менеджмент / Г.Б. Поляк ; Аюдис И. Л. – 2-е изд., перераб. и доп. – Москва : ЮНИТИ-ДАНА, 2012. – 19 с.

⁵ Финансовый менеджмент: учебник / И.Я. Лукасевич – 2-изд., перераб. и доп. – М.: Эксмо, 2010 – 12 с.

⁶ Галицкая, С. В. Финансовый менеджмент. Финансовый анализ. Финансы предприятий: [комплексный подход к управлению финансами]: учебное пособие / С. В. Галицкая. – Москва: Эксмо, 2008. – 9 с.

Юқорида олимларнинг берган тарифларига ёндашган ҳолда, бизнинг фикримизча: *молиявий менежмент – корхоналарнинг жорий ва стратегик мақсадларини ишлаб чиқиш ва амалиётга татиқ қилиш, таҳлил, прогноз қилиш ва режалаштириш каби функцияларни амалга ошириш, молиявий ресурсларни шакллантириш ва улардан самарали фойдаланиш жараёнларини бошқаришдир.*

Молиявий менежментнинг туб моҳияти унинг амалга ошираётган функциялари орқали намоён бўлади. Умуман олганда, молиявий менежмент амалга оширадиган функцияларни қуйидаги икки асосий гуруҳга ажратиш мумкин (1.1-расм):

- бошқарув субъектининг функциялари;
- махсус функциялар.



1.1-расм. Молиявий менежментнинг функциялари⁷

Мулкчилик ва хўжалик юритиш шаклидан катъий назар, корхоналарда ишлаб чиқаришни самарали ташкил этиш энг аввало

⁷ Муаллиф томонидан тайёрланди.

тизилмада бошқарув ролини оширишдан бошланади. Чунки, бошқарув воситасида корхона ўз олдига қўйган вазифаларни ҳал қилади ва истиқболдаги стратегик мақсадларни амалга оширади. Умуман олганда, юқоридаги функцияларнинг биринчисида ҳар қандай бошқарув шаклининг умумий кўриниши тавсифланади, унинг таркибига асосан қуйидагилар кириди: ташкил этиш, таҳлил, режалаштириш, рағбатлантириш (мотивация) ва назорат.

Корхоналар ишлаб чиқариш фаолиятининг турлари, амалга оширадиган хизматлар, бажарадиган ишларнинг ҳажмидан келиб чиққан ҳолда бошқарув тизимини яратадилар. Албатта, ҳар қандай хўжалик фаолияти дастлаб ташкил қилинаётган даврда ундаги бўлинмаларнинг қуйи ва юқори даражалари, ҳуқуқ ва мажбуриятлари, жавобгарлиги, амалга оширадиган ишлар тартиби ва вазифалари белгилаб олинади. Молиявий менежментнинг функцияси сифатида ташкил этишнинг асосий мақсади - бошқарувчи ва бошқарилувчи тизимларни, шунингдек, уларнинг ўзаро алоқа ва муносабатларини шакллантиришдир.

Мутаносиблик, узлуксизлик, параллеллик, барқарорлик, эгилувчанлик, шунингдек, бир турдаги меҳнат предметларини бир жойда жамлаш ҳамда корхоналар фаолиятига таъсир килувчи омиллар ва ташқи муҳитнинг ўзгаришига мос ҳолда, уларда бошқарувнинг ташкилий тизимини ушбу ўзгаришларга мутаносиб ҳолда ўзгартириш ва такомиллаштириб бориш кабилар ташкил этишнинг асосий шартлари бўлиб ҳисобланади.

Корхоналарда молиявий бошқарувни самарали ташкил этилиши кўп жиҳатдан таҳлил ишларини аниқ ва тўғри йўлга қўйилганлигига боғлиқдир, унинг ёрдамида корхоналарнинг тўлов қобилияти, ликвидлилиги ва молиявий барқарорлигини, барча молиявий-хўжалик жараёнларининг содир бўлиши ва ҳодисаларни даврий кузатиш, умуман молиявий-иқтисодий ҳолатини баҳолаш имкониятига эга бўлиш мумкин. Таҳлил ёрдамида корхонанинг барқарор ривожланишига тўсқинлик қилаётган камчиликлар аниқланади ва ушбу камчиликлар бартараф этилади, хўжалик субъектини янада ривожлантириш йўллари белгиланади ёки самарали ишлашни таъминлайдиган йўналишга ўтказилади.

Режалаштириш – молиявий менежментнинг асосий функцияларидан бири ҳисобланади. Режалаштириш функцияси мавжуд ресурслар ҳамда уларнинг чегараланганлигини инобатга олган ҳолда

корхонанинг мақсадларига эришиш йўллари белгилашдан иборат. Ишлаб чиқаришни бозордаги ҳолатга мос келишини ўрганиш, барча турдаги ресурслар ва капиталдан самарали фойдаланишни энг мақбул йўллари танлаш, қўшимча молиявий маблағлар жалб қилиш йўллари излаб топиш ва шу қабилар режалаштириш функциясига мисол бўла олади. Режалаштириш функциясининг муҳим жиҳати шундаки, бунда корхоналар хўжалик фаолиятининг асосий кўрсаткичлари бозордаги ҳолатдан келиб чиққан ҳолда, мазкур товар ва хизматга бўлган талаб ва тақлифнинг қай ҳолатда эканлиги, рақобатнинг даражаси ва шу каби омилларга боғлиқ ҳолда белгиланади. Режалаштириш бевосита таҳлил билан боғлиқ бўлиб, асосан унинг якуний натижаларига қараб аниқланади.

Корпоратив тузилмалар ўз олдига қўйилган мақсадларини самарали амалга ошириш, ишлаб чиқариш ва хизмат кўрсатиш соҳасини янада ривожлантиришда ушбу корхона, фирма ва компанияларида фаолият юритаётган ишчи ходимларнинг роли ва хизмати муҳим аҳамият касб этади. Корхоналарда рағбатлантириш функцияни амалга ошириш жараёнида, корхона бошқарув тизимининг турли бўлимларида фаолият юритаётган ходимларнинг корхона томонидан белгиланган молиявий режаларни, вазифалар ва юкламаларни тўлиқ бажарганлиги, хизмат кўрсатиш ва сервис соҳасини ривожлантиришда ўз ҳиссасини қўшган ҳамда мавжуд моддий ресурслардан тежамкорлик билан фойдаланган ҳолда ишлаб чиқариш ҳажмини оширганликлари учун ушбу ходимларни рағбатлантириш ва мукофотлаш ёки аксинча, ушбу вазифаларни амалга оширишда сусткашликка йўл қўйган ва бефарқлик билан ёндашган ходимларга нисбатан маълум бир чоралар кўриш, тизими яратилади. Молиявий менежментнинг рағбатлантириш функциясини тўғри ташкил этилиши, корхонада махсулот ва хизматлар сифатини яхшиланишига, ходимлар малакасини ошишига олиб келади, бу эса ўз навбатида, бевосита корхона, хўжалик фаолиятининг ривожланишига таъсир кўрсатади.

Назорат функциясининг моҳиятини куйидагича ифодалаш мумкин: корхонада белгиланган режа кўрсаткичларини ҳақиқатда қай даражада амалга оширилаётганлиги ёки бажарилмаётган бўлса бундай ҳолатларни ўз вақтида аниқлаш, ҳамда ушбу ҳолатларни пайдо бўлиш сабабларини батафсил ўрганиш асосида бундай камчиликларни бартараф этишда тезкор чоралар кўришдан иборат.

Молиявий менежментнинг ушбу функциясини амалга оширилиши корхоналарда ички назоратнинг ташкил қилиш тизими, назорат қилинадиган кўрсаткичларнинг кўламини аниқлаш билан боғлиқдир.

Молиявий менежментнинг кейинги гуруҳ функциялари унинг алоҳида бошқарув фаолияти хусусиятларини таснифлайди. Унинг таркиби куйидагилардан иборат:

- активларни бошқариш;
- капитални бошқариш;
- инвестицияларни бошқариш;
- пул оқимларини бошқариш;
- молиявий рискларни бошқариш.

Активларни бошқариш. Корхоналар хўжалик фаолиятининг ҳажми ва амалга ошириладиган операциялар кўлаmidан келиб чиққан ҳолда унинг турли ҳилдаги активларга бўлган талабини аниқ ўрганиш, корхона активларидан самарали фойдаланган ҳолда уларнинг таркибини оптималлаштириш ва ликвидлигини таъминлаш, амортизация ҳисоблашнинг энг мақбул йўллариини ишлаб чиқиш ва амалга ошириш, уларни молиялаштиришни оптимал йўллари ва манбаларини танлаш, активларни бошқариш функциясининг моҳиятини ифодалайди.

Капитални бошқариш. Корхонанинги ўз олдига қўйган мақсад ва вазибаларни амалга оширишда молиявий ресурсларни оптимал йўллариини излаб топиш ва улардан самарали фойдаланиш асосий вазибалардан бири ҳисобланади. Корхонанинги ҳозирги ва келгусидаги фаолият турларини амалга оширишда фойдаланиладиган молиявий ресурслар билан таъминлаш, капитални бошқариш функциясининг моҳиятини ифодалайди. Бу асосан корхонанинги капиталга бўлган жами талабини ўрганиш ва улардан самарали фойдаланиш, молиялаштиришнинг энг мақбул йўллари ва манбаларини аниқлаш, қайта молиялаштириш бўйича комплекс тадбирларни амалга ошириш кабиларни ўз ичига олади.

Инвестицияларни бошқариш. Корхоналарни молиявий барқарор фаолият кўрсатишлари ва уларни фаолиятларини ривожлантириш инвестициялардан фойдаланиш самарадорлигини оширишга бевосита боғлиқдир. Инвестицияларни бошқариш функцияси, корхонанинги тактик ва стратегик мақсадларини амалга оширишга йўналтирилган инвестиция сиёсатини ишлаб чиқишдан иборат. Бунда асосан, корхонанинги фаолият тури ва молиявий имконият-

ларини инобатга олган ҳолда унга кўпроқ молиявий манфаат келтирувчи ва энг мақбулини танлаш мақсадида, инвестицион лойиҳаларнинг самардорлиги ва қайтимини баҳолаш, капитал қўйилмалар бюджетини ишлаб чиқиш, кимматли қоғозлар портфелини ташкил қилиш, бошқариш ва бошқалар амалга оширилади.

Пул оқимларини бошқариш. Корхоналарнинг жорий ва кундалик фаолиятини амалга оширишда пул оқимларини бошқариш муҳим рол ўйнайди. Корхоналарнинг молиявий барқарорлиги ва иқтисодий мустақиллиги, ликвидлилиги ва тўловга қобиллиги ҳамда бошқа иқтисодий кўрсаткичларнинг юқори эканлиги кўп жиҳатдан ушбу функциянинг тўғри ва оқилона амалга оширилишига боғлиқдир. Корхоналарда пул оқимларини кириб келиши ва чиқиб кетишини тўғри ташкил этиш, улар устидан доимий назоратни олиб бориш, вақтинча бўш турган молиявий маблағлардан оптимал фойдаланиш ва шу кабилар пул оқимларини бошқариш функциясини моҳиятини ифодалайди.

Молиявий рискларни бошқариш. Ҳозирги рақобат муҳити ривожланган бир даврда тадбиркорлик фаолиятининг мақсади кам харажат эвазига кўпроқ даромад олишдан иборат. Ўз навбатида ҳар қандай хўжалик фаолиятини амалга ошириш жараёнида, тижорат фаолиятининг тури ва ҳажмидан келиб чиққан ҳолда маълум бир йўқотишлар ёки таваккалчиликлар юзага келиши мумкин. Бозор муносабатлари шароитида рисклар хўжалик-молиявий фаолиятини ташкил қилувчи муҳим омилларидан бири ҳисобланади. Молиявий рискларни бошқариш функцияси ёрдамида, хўжалик фаолиятида юзага келган рискларнинг турларини аниқлаш, рискларнинг даражаларини баҳолаш ва бунинг натижасида йўқотишлар кўлами ва ҳажмини белгилаш мумкин бўлади. Олинган маълумотлар ва таҳлил натижаларига асосланган ҳолда, рискларни бошқаришнинг комплекс чора-тадбирлар тизими тузилади: уларни диверсификациялаш ва суғурталаш; рискларнинг алоҳида турлари минималлаштирилади ва профилактик ишлар амалга оширилади.

Корпоратив тузилмаларда молиявий менежментни самарали ташкил этишдага яна бир жиҳат, унинг мақсадларига нималар қиради деган саволга ойдинлик киритиш ҳисобланади. Молиявий менежментнинг мақсади, хўжалик субъектининг мақсадлари ва иқтисодий стратегияларидан келиб чиқади. Бошқача қилиб айтганда, молиявий менежментнинг мақсади корхонанинг мақсадлари

билан уйғунлашган ҳолда бўлиши мумкин. Корхонанинг узок муддатга белгиланган стратегик мақсадларини амалга ошириш ва уларнинг хўжалик-молиявий фаолиятини ривожлантириш, банкротликни ва йирик молиявий йўқотишларни олдини олиш, кескин рақобат муҳитида бозорда ўз ўрнига ва рақобатчилар орасида маълум устунликка эга бўлиш, харажатларни оптималлаштириш, ишлаб чиқариш ва сотиш ҳажмини унга таъсир этувчи ички ва ташқи омилларни инобатга олган ҳолда босқичма-босқич ошириб бориш ҳисобига фойдани максималлаштириш ва пировардида корхонанинг таъсисчилари, манфаатдор шахслар ва мулкдорлар фойдасини ошириш, молиявий менежментнинг асосий мақсадларини ифодалайди.

Юқорида таъкидлаганимиздек, корпоратив тузилмаларда молиявий менежментни ташкил этиш механизмининг муҳим босқичларидан бири молиявий менежментнинг вазифаларини белгилаб олиш ҳисобланади. Бозор қонуниятлари, мулкчилик шакли, хўжалик – молиявий фаолиятининг турлари ҳамда молиявий – иқтисодий имкониятларидан келиб чиққан ҳолда корпоратив тузилмалар узок муддатли стратегиялари ва бошқарув тизимини мустақил ҳолда белгилайдилар. Ушбу мақсадларга эришишда корпоратив тузилмалар ўз олдига аниқ вазифаларни қўйиб олади ва белгиланган вазифалар уларнинг хусусиятларидан келиб чиққан ҳолда турлича бўлиши мумкин. Корпоратив тузилмаларда ўз олдига қўйилган мақсадларига эришиш кўп жиҳатдан молиявий менежерни бошқарув қарорларини тўғри ва аниқ қабул қилишига боғлиқдир. Молиявий менежер белгиланган мақсадларга эришишда қуйидаги асосий йўналишлар бўйича самарали бошқарув қарорларни қабул қилиши керак бўлади:

1) операцион фаолият бўйича (тахлил, режалаштириш, прогнозлаш ва корхонанинг молиявий ҳолатини назорат қилиш);

2) молиялаштириш масалалари бўйича – жалб қилинган ва ўз маблағлари манбаларини бошқариш (молиявий қарорлар қабул қилиш);

3) инвестициялар бўйича – инвестиция сиёсати ва активларни бошқариш (инвестицион қарорлар қабул қилиш).

Ушбу йўналишларнинг хусусиятларидан келиб чиққан ҳолда, қарорлар қабул қилишда алоҳида комплекс вазифалар тизими белгилаб олинади. Корпоратив тузилмаларда молиявий бошқарувни

ташқил этиш жараёни ва унинг вазифалари ёки молиявий менежментнинг комплекс вазифаларини қуйидагича таснифлаш мумкин (1.2-расм).



1.2-расм. Молиявий менежментнинг вазифалари⁸

Расм маълумотларидан кўришимиз мумкинки, молиявий менежернинг вазифалари корхонанинг алоҳида фаолият йўналишларидан келиб чиққан ҳолда белгиланиб, корхона фаолиятини ташқил этиш ва юритишнинг ҳар бир босқичида алоҳида аҳамиятга эга. Молиявий менежментнинг ёки молиявий менежернинг вазифалари корхонанинг хусусиятлари, мақсадлари, фаолият

⁸ Муаллиф томонидан тайёрланди.

турлари, бозор муносабатлари шароитида бошқа омиллари ҳам инобатга олган ҳолда белгиланиши ва турли хил бўлиши мумкин. Масалан, капиталнинг тузилиши ва қийматини аниқлаш, ҳамда молиялаштириш манбаларини жалб қилиш вазифалари қуйидаги омиллари батафсил ўрганишни талаб қилади:

- зарур бўладиган молиявий ресурсларнинг ҳажми ва уларни жалб қилиш имкониятининг даражаси;

- молиявий ресурсларнинг шакллари (қисқа ва узоқ муддатли кредит, инвестицияларни жалб қилиш, қимматли қозғалар эмиссияси ва шу қабилар);

- мазкур турдаги молиявий ресурсларни жалб қилишнинг баҳоси (фоиз ставкалар, бошқа кўринишдаги тўланадиган расмий тўловлар);

- молиявий ресурсларни жалб қилиш жараёнида юзага келиши мумкин бўлган риск.

Демак, корпоратив тузилма раҳбарлари ёки молиявий менежерлар молиявий менежментни тизимини ташкил этишда юқорида келтирилган барча омиллари эътиборга олган ҳолда бошқарув қарорларини қабул қилиши лозим.

Корпоратив тузилмаларда молиявий менежментни ташкил этиш тизими, уларнинг ташкилий – ҳуқуқий шакллари, ишлаб чиқариш ҳажми, капиталнинг таркиби ва қиймати, ривожланиш цикли ва бошқа хусусиятларига кўра фарқланиши мумкин. Корпоратив тузилмаларда молиявий менежментнинг асосий мақсадлари бўлиб, фойдани максималлаштириш, харажатларни оптималлаштириш, молиявий барқарорликни таъминлаш ҳамда корхонанинг бозор қийматини ошириш ҳисобланади. Молиявий менежментнинг ушбу мақсадлари бир-бири билан чамбарчас боғлиқ бўлиб, буларнинг ҳар бири корпоратив тузилмалар молиявий барқарорлигини таъминлашда муҳим ҳисобланади.

1.2. Корпоратив тузилмалар молиявий барқарорлигини таъминлашда молиявий менежментнинг ўрни ва аҳамияти

Иқтисодийetni модернизациялаш шароитида корпоратив тузилмалар молиявий барқарорлигини таъминлаш молиявий бошқаруving асосий мақсади сифатида долзарб аҳамият касб этмоқда. Шундан келиб чиққан ҳолда бугунги кунда корпоратив тузилмалар

молиявий-хўжалик фаолиятини бошқариш шароитларидан келиб чиққан ҳолда корпоратив тузилмалар молиявий барқарорлигини таъминлаш жараёнларини ўрганиш ва тадқиқ этиш янада кенгрок ёндашувни талаб қилади ва молиявий барқарорликни бошқаришнинг концептуал асосларини ишлаб чиқиш ва амалиётга жорий этиш зарур.

Корпоратив тузилмалар молиявий барқарорлигини таъминлаш молиявий менежментнинг асосий мақсадларидан бири саналиб, стратегияларини белгилаш, инвестицион фаолиятни самарали йўлга қўйиш, мажбуриятларни ўз вақтида бажариш, молиявий рискларни камайтириш ва шу каби муҳим вазифаларни амалга оширишда алоҳида аҳамиятга эга. Молиявий барқарорлик тушунчасига молиявий таҳлил ва бухгалтерия ҳисоби нуктаи назаридан ёндашган ҳолда, мамлакатимиз ва хориждаги етакчи олимлар томонидан тарифлар берилган ва тадқиқ этилган. Жумладан, А.Ваҳобов, Н.Ишонқулов ва А.Иброҳимовларнинг фикрига кўра, молиявий ресурсларни самарали шаклланиши, таксимланиши ва улардан фойдаланиши молиявий барқарорлик моҳиятини ифодалайди⁹. Рус иқтисодчи олимлари Е.Гладышева, А.Корчагина ва Е.Решетниковаларнинг фикрига кўра, агар корхона ўз маблағлари ҳисобига активларни шакллантиришга кетган харажатларни қоплай олса, асоссиз дебиторлик ва кредиторлик қарзларини вужудга келишини олдини олса ҳамда мажбуриятларини ўз вақтида бажарса, бундай корхоналарни молиявий барқарор деб айтиш мумкин¹⁰.

Молиявий менежментнинг асосий объектларидан бири молиявий ресурслар эканлигини инобатга олган ҳолда молиявий барқарорликни таъминлаш молиявий менежментнинг асосий мақсадларидан бири ҳисобланади. Молиявий менежмент тизимида молиявий барқарорлик тушунчасини ўрганишда асосан, корпоратив тузилмаларда молиявий барқарорликни таъминлаш йўллари, унга таъсир этувчи ички ва ташқи омилларни таҳлил қилиш, молиявий барқарорликни бошқариш механизминини ишлаб чиқиш, молиявий барқарорлик мониторингини ташкил этиш ва шу каби жиҳатларга эътибор қаратилади. Юқорида келтирилган тарифлардан келиб

⁹ Ваҳобов А.В., Ишонқулов Н.Ф., Иброҳимов А.Т. Молиявий ва бошқарув таҳлили: Дарслик. Т.: Иқтисод - молия, 2013. 327.

¹⁰ Финансовый менеджмент. Конспект лекций/ Е.В.Гладышева, А.С.Корчагина, Е.С.Решетникова. Ростов н/Д: Феникс, 2014. 158.

чиккан ҳолда, молиявий барқарорлик дейилганда, корпоратив тузилмаларнинг шундай молиявий ҳолати тушуниладики, бунда корпоратив тузилмалар томонидан молиявий ресурсларни оптимал ҳолатда шаклантириш ва улардан самарали фойдаланиш ҳисобига, мажбуриятларни ўз вақтида бажариш, корпоратив тузилмаларни тўловга қобиллигини таъминлаш ҳамда такрор ишлаб чиқаришни кенг йўлга қўйиш мумкин бўлади. Корхоналар молиявий барқарорлигининг қуйидаги тўртта тури мавжуд бўлиб уларнинг ҳар бири алоҳида хусусиятга эга:

1. Мутлоқ молиявий барқарорлик. Бунда корхонанинг барча захиралари ўз айланма маблағлари ҳисобига қопланади. Бундай вазиятда корхоналарда ташқи кредиторларга эҳтиёж сезилмайди, тўловга қобилиятсизлик ва уларни келиб чиқиш сабаблари юзага келмайди, ички ва ташқи молиявий интизоми бузилмайди.

2. Мўтадил молиявий барқарорлик. Бу жараёнда корхона томонидан захиралар ва харажатларни қоплашда турли манбалар яъни ўзининг ва жалб қилинган маблағлардан самарали фойдаланилади, бундай ҳолат корхонанинг тўловга қобилиятлигини кафолатлаши мумкин.

3. Нобарқарор молиявий ҳолат. Бу жараёнда корхонанинг тўловга қобилиятлилик ҳолати издан чиқиши кузатилиб, корхона захиралар ва харажатларни қоплашга қўшимча молиявий маблағларни жалб қилишга мажбур бўлади.

4. Инқирозли ёки критик молиявий ҳолат корхонанинг банкротлик ёқасига келиб қолгандаги вазияти тушунилади.

Молиявий менежментда молиявий барқарорликни таъминлашга доир бошқарув қарорларини қабул қилишда молиявий барқарорликка таъсир этувчи бир қанча омиллар мавжуд эканлигини инобатга олган ҳолда уларнинг ҳар бири бўйича алоҳида ёндашиш зарур. Корхона молиявий барқарорлигига таъсир этувчи омилларни умумлаштирган ҳолда иккита йўналиш бўйича, ички ва ташқи омилларга туркумлаш мумкин (1.1-жадвал).

Корхона молиявий барқарорлигига таъсир этувчи ташқи ва ички омилларнинг ҳар бири корхона молиявий ҳолатига таъсири нуқтан назаридан алоҳида хусусиятга эга. Ташқи омилларни кўрадиган бўлсак булар корхонанинг ўзига боғлиқ бўлмайди, шунинг учун корхона томонидан бундай омилларнинг таъсирини ўзгартириш имконияти мавжуд эмаслигини инобатга олиб, корхона

молиявий хўжалик фаолиятини ташки омилларга мос равишда мувофиқлаштириши лозим. Ички омиллар эса корхонанинг молиявий-хўжалик фаолиятига боғлиқ, шунинг учун корхона бевосита ушбу омилларга таъсир этиш орқали молиявий барқарорлигини таъминлаши мумкин бўлади.

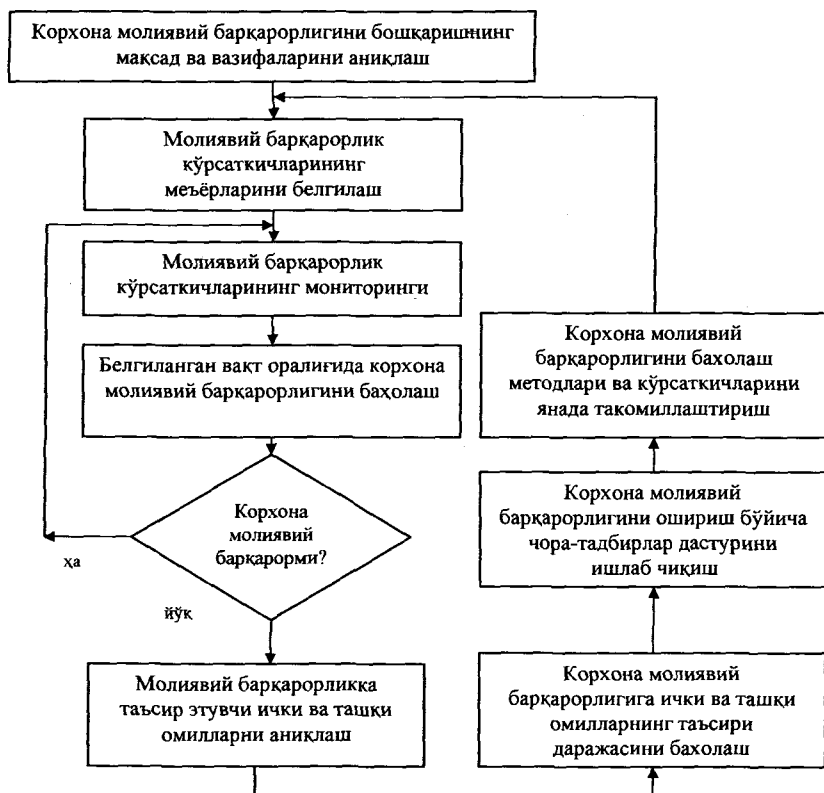
1.1-жадвал

Корхона молиявий барқарорлигига таъсир этувчи омиллар¹¹

Ташки омиллар	Ички омиллар	
	Ички омилларнинг туркумланиши	Омилларнинг турлари
Иктисодиёт ривожланишининг умумий ҳолати	Корхонанинг тавоффи	- хўжалик фаолиятининг ташкилий ҳуқуқий шакли
Давлатнинг молиявий сиёсати ва молия тизимининг тузилиши		- ишлаб чиқариш ҳажми ёки кўлами
Давлат томонидан тадбиркорлик фаолиятини тартибга солишнинг асосий хусусиятлари		- ривожланиш циклининг босқичлари
		- корхонанинг ихтисослашуви
Инфляция даражаси	Корпоратив молиянинг асосий хусусиятлари	- активлар ва маҳсулот сотишнинг рентабеллиги
Солиқ муносабатлари ва уларни тартибга солишнинг асосий жиҳатлари		- хусусий капитал ва мажбуриятлар
Тадбиркорлик фаолиятини юритишнинг шартлари		- валюта баланси
Тармоқларда монополия даражаси	Корхонанинг молиявий ҳолати	- тўловга қобилиятлиги
Молиявий ресурсларни жалб қилишнинг баҳоси ва имконияти	Молиявий муносабатлар	- жорий ликвидлиги
		- молиявий мустақиллиги
Валюта муносабатларини амалга оширишнинг даражаси	Молиявий менежмент тизими	- даромад ва харажатлар
		- дебиторлик ва кредиторлик қарзлар
Худудлар иктисодиётининг ривожланиш ҳолати		- бюджетга тўловлар
		- молиявий режалаштириш ва прогноزلаштириш
		- молиявий ресурсларни бошқариш
		- молиявий назорат
		- молиявий рискларни бошқариш

¹¹ Муаллиф томонидан тайёрланди.

Корхоналар молиявий барқарорлигини бошқаришнинг умумий тузилишини қуйидаги расм орқали ифодалашимиз мумкин (1.3-расм).

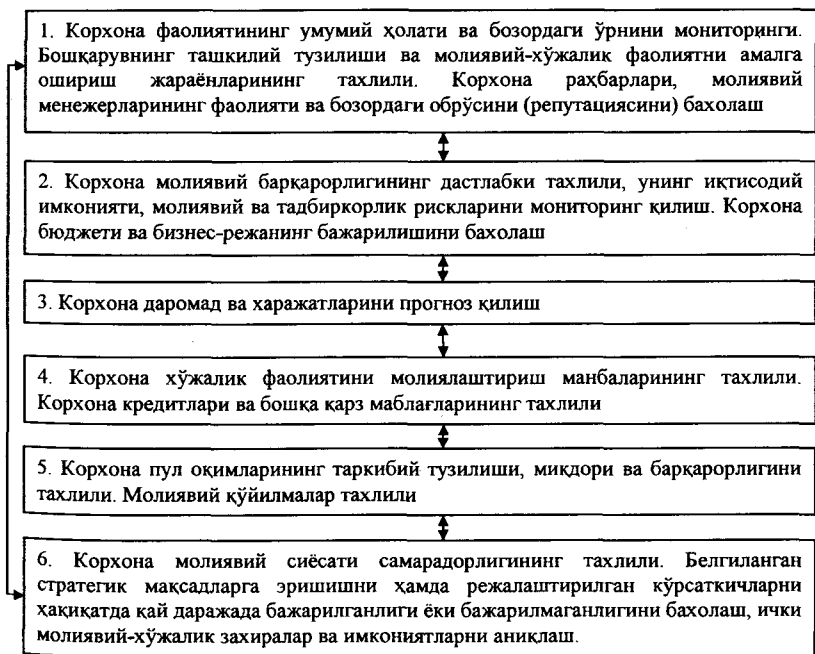


1.3-расм. Корхона молиявий барқарорлигини бошқаришнинг умумий тузилиши¹²

Хорижий компаниялар амалиётида молиявий менежментни ташкил этиш механизмининг таҳлили шуни кўрсатадики, молиявий барқарорликни таъминлашнинг муҳим омилларидан бири, молиявий барқарорлик мониторингини самарали ташкил этиш ҳисобланади. Молиявий барқарорлик мониторинги молиявий менежмент-

¹² Муаллиф томонидан тайёрланди.

нинг янги шаклланаётган функцияларидан бири десак ҳам бўлади. *Корхона молиявий барқарорлиги мониторинги* – корхона молиявий барқарорлик даражасига доир маълумотларни тўplash, ушбу даражага таъсир этувчи турли омиллар таъсирини тахлил қилиш, ҳамда ҳақиқатдаги молиявий барқарорлик даражасини оптимал ҳолатига мос келишини назорат қилиш тизими. Корхона молиявий барқарорлик мониторингини амалга ошириш тартиби бир қанча босқичлардан иборат бўлиб, ушбу жараёни куйидаги расм орқали ифодалаш мумкин (1.4-расм).



1.4-расм. Корхона молиявий барқарорлик мониторингини амалга ошириш тартиби¹³

Бошқача қилиб айтадиган бўлсак, корхоналарнинг молиявий барқарорлик мониторинги дейилганда молиявий барқарорликни таъминловчи кўрсаткичларни мунтазам кузатиш, тахлил қилиш ва

¹³ Муаллиф томонидан тайёрланди.

башоратлаш, тактик ва стратегик қарорларни қабул қилиш, шу билан бирга қабул қилинган қарорларни самарадорлигини баҳолаш тушунилади.

Молиявий барқарорлик мониторингини самарали ташкил этилиши корхона молиявий кўрсаткичларининг ўзгариш тенденциясини кузатиш имкониятини яратиш билан бирга, стратегик қарорларни қабул қилишда маълумотларни ишончлилиги, тизимлилиги ва ўз вақтида тақдим этилишини таъминлаш; бошқарув қарорларини ўз вақтида асослаш учун тезкор таҳлилни амалга ошириш; молиявий режалаштиришга доир сифатли маълумотларни олиш; банкротлик ҳолатларини олдиндан аниқлаш ҳамда корхона молиявий ҳолатини мустаҳкамлашга қаратилган молиявий соғломлаштиришга доир чора тadbирлар ишлаб чиқиш имкониятини яратади.

Корхоналарда молиявий барқарорликни бошқариш куйидаги асосий жараёнларни ўз ичига олиши лозим:

- маълум даврлар оралиғида корхоналар молиявий барқарорлигини таъминловчи асосий кўрсаткичларни режалаштириш;
- корхоналар молиявий барқарорлигини аниқловчи асосий параметрларни мониторинг қилиш;
- молиявий барқарорлик ҳолатини баҳолаш;
- молиявий барқарорликнинг белгиланган параметрларига эришишга қаратилган бошқарув қарорларини ишлаб чиқиш.

Бошқарувнинг бундай ёндашуви, биринчи навбатда корхоналар молиявий барқарорлигини ҳар томонлама баҳолаш имкониятини берса, кейинги навбатларда эса, молиявий барқарорликка эришиш мумкин бўладиган даврни аниқлаш имкониятини яратади ҳамда тезкор бошқарув қарорларини қабул қилиш учун керак бўлган ҳар қайси вақтда молиявий барқарорликни баҳолаш имкониятини беради.

Демак, бозор муносабатлари шароитида кескин рақобат муҳитини эътиборга олган ҳолда, корхоналар раҳбарлари, молиявий менежерлари олдида турган асосий вазифалардан бири жорий ва стратегик фаолиятни белгилашда корхонанинг молиявий ҳолатини мустаҳкамлашга алоҳида эътиборни қаратиш, молиявий барқарорликни бошқаришда молиявий менежментнинг роли ва аҳамиятини янада ошириш, молиявий барқарорлик мониторингини ташкил этиш ва ривожлантириб бориш, молиявий бошқарувни ташкил

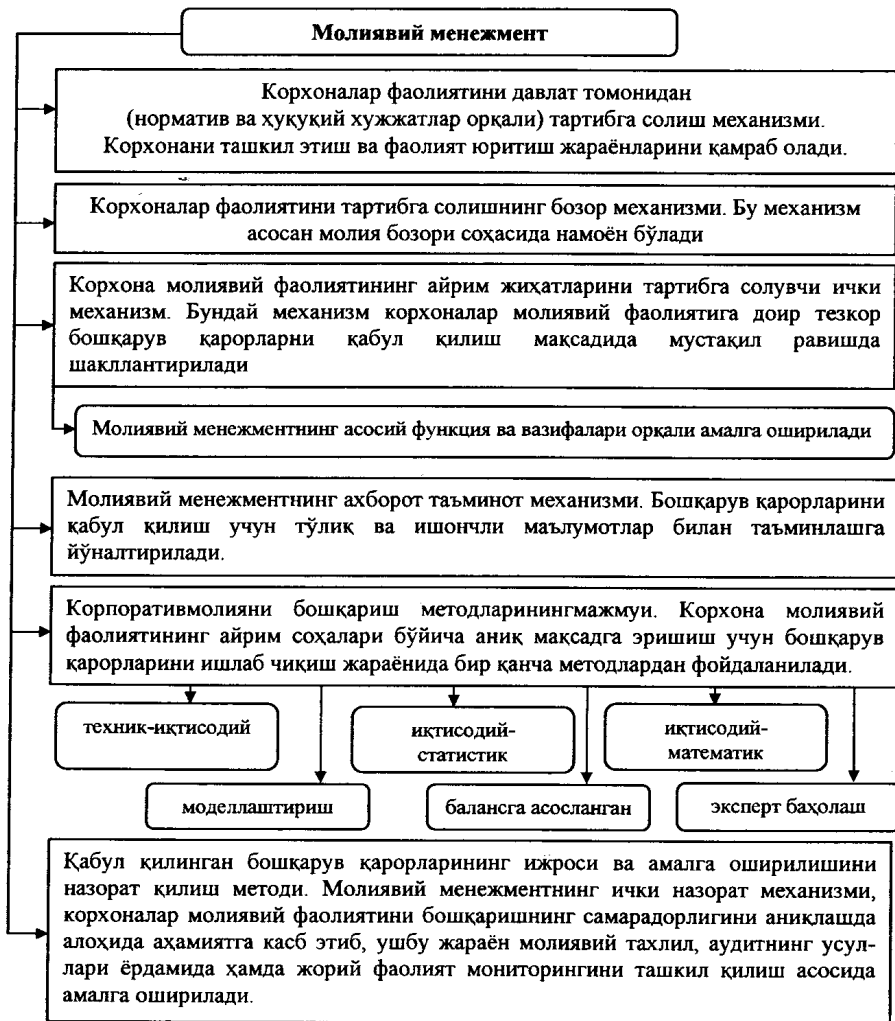
этишда хорижий давлатларнинг илғор тажрибаларидан самарали фойдаланиш ҳисобланади.

1.3. Корпоратив тузилмаларда молиявий менежментни ташкил этиш механизми ва асосий хусусиятлари

Корхоналарда молиявий менежмент механизмини самарали ташкил этиш ва ривожлантириш корхоналар молиявий-хўжалик фаолиятига таъсир этувчи барча омилларни инобатга олган ҳолда устувор йўналишларни белгилаш, истикболда стратегик мақсадларга оғишмай эришиш кабилар кўп жиҳатдан молиявий менежернинг ёки корхоналар молиясини бошқаришдаги масъул ходимларнинг вазифалари ва мажбуриятларини аниқлаб олишни тақозо этади. Ҳозирги кунда корхоналар фаолиятини самарали бошқаришда молиявий менежерлар ёки корхона раҳбарлари олдида турган асосий вазифалардан бири, корхоналарнинг жорий ва стратегик мақсад, вазифаларини аниқ белгилаш, ташки муҳитни таҳлил қила олиш, миллий ва халқаро иқтисодиётда рўй бераётган барча ўзгаришлардан келиб чиққан ҳолда тегишли хулосаларни шакллантириш ҳамда корхоналар фаолиятини ташки иқтисодий-ижтимоий муҳитга мос ҳолда мувофиқлаштириб бориш кабилар ҳисобланади. Корхоналар фаолиятини ривожлантиришда бундай муҳим вазифаларни амалга ошириш, бевосита молиявий менежментни ташкил этиш механизмини янада такомиллаштириш ва мазкур соҳадаги хорижий давлатларнинг тажрибаларидан самарали фойдаланишни тақозо этади.

Молиявий менежмент механизми - корпоратив молияни бошқариш жараёнларини тартибга солувчи ва амалга оширувчи асосий элементлар тизимининг мажмуи ҳисобланади. Молиявий менежмент механизмининг таркибини куйидаги расмда келтириб ўтамыз (1.5-расм).

Куйидаги 1.5-расм маълумотларидан кўринадики, молиявий менежмент механизми корхонани дастлабки ташкил этиш давридан бошлаб, уларни ривожланиш циклининг барча босқичларида молиявий бошқарувнинг алоҳида жиҳатлари ва принципларини эътиборга олган ҳолда қарорлар қабул қилиш, унинг самарали амалга оширилиши, ижросини таъминлаш ҳамда назорат қилишни ўз ичига қамраб олади.



1.5-расм. Молиявий менежмент механизми¹⁴

Корхоналарда молиявий менежментни ташкил этиш мураккаб жараён ва ўзига хос хусусиятларга эга бўлиб, бу жараёнда асосий эътибор талаб қиладиган жиҳатлар қаторига корхонанинг ташкилий-ҳуқуқий шакли, ташкилий тузилмаси, ишлаб чиқариш ҳажми ва кўлами, мулкчилик шакли, корхоналар ривожланиш цикли-

¹⁴ Муаллиф томонидан тайёрланди.

нинг қай босқичда эканлиги, фаолият турлари кабиларни кири-тишимиз мумкин. Албатта, ҳар бир корхонанинг маълум хусу-сиятларидан келиб чиққан ҳолда унда молиявий менежментнинг ўрни, роли ва ташкил қилиш шартлари ўзига мос ҳолда фарқла-нади. Корхоналарда молиявий менежмент тизими бевосита молия-вий менежернинг функциялари ва амалга оширадиган вазифалари, бажарадиган ишларига боғлиқ ҳолда ташкил қилинади.

Корхоналарда молиявий менежментни ташкил этилиши ёки компания молиявий бошқарувининг ташкилий тузилишига эътибор берсак, АҚШ ёки Европа мамлакатларида фаолият юритувчи аксарият компанияларда молиявий бошқарувнинг ташкилий тузилиши уларнинг фаолият турларидан келиб чиққан ҳолда бўлим ва бўлинмаларга ажратилиб, уларнинг аниқ вазифа ва мажбуриятлари белгилаб олинади. Йирик ва ўрта корхоналарда одатда молиявий бошқарувни амалга ошириш учун бош ижрочи директор (*Chief executive officer - CEO*) ва молиявий масалалар бўйича вице-президент ёки молиявий менежер (*Chief Financial Officer - CFO*) тайинланади ҳамда тегишли бўлим ва бўлинмалар бевосита уларга бўйсунди. Йирик компанияларда молиявий фао-лият иккита асосий йўналишга ажратилиб, уларнинг биринчисини ғазначи (*молиявий бошқарма бошлиғи - treasures*), иккинчисини эса бош бухгалтер (*controller*) бошқаради ҳамда улар бевосита молиявий менежерга бўйсинувчи бўлинмалар ҳисобланади.

Расм маълумотларидан кўринадики, йирик корхоналарда ғаз-начи ва бош бухгалтернинг ҳам алоҳида вазифалари ва мажбурият-лари белгиланган бўлиб, улар бевосита ўз фаолият йўналишлари, ваколатлари доирасида юқори бўлинмаларга бошқарув қарорла-рини қабул қилиш учун маълумотларни тайёрлайди ва тақдим этадилар. Замонавий бошқарув шароитида бош молиявий менежер бошқарувнинг ёки директорлар кенгашининг аъзоси ҳисобланиб, бошқарув иерархия¹⁵сида муҳим ўринга эга. Бош ижрочи директор билан бирга молиявий менежер акционерлар олдида тенг жавобгарлик ва масъулиятни ўз зиммасига олади ҳамда бизнеснинг эгалари ва инвесторларга молиявий натижалар бўйича ҳисобот-ларни тақдим этади. Ўз навбатида молиявий масалалар бўйи вице-

¹⁵ Иерархия (инг. hierarchy) – бошқарувнинг ташкилий тузилишини куйи бўғиндан то юқори бўлинмаларга поғонома-поғона бўйсунушини англатади, бошқача айтганда куйи мансабдорларнинг юқори мансабдорларга босқичма-босқич бўйсунуши тушунилади.

президентнинг номзодини алоҳида тартибда директорлар кенгаши томонидан тасдиқланади. Ушбу ҳолат, унинг бош ижрочи директордан мустақиллигини англатиб, ўзининг хатти-харакатлари ва амалга оширадиган ишлари бўйича акционерлар олдида ҳисобот беришини изоҳлайди.

Шуни ҳам таъкидлаб ўтиш керакки, молиявий менежмент тизими корхоналар умумий бошқарув тизимининг асосий бўғини ҳисобланади. Корхоналарни бошқаришнинг аксарият умумий тамойиллари молиявий менежмент тизимига тўғри келади, бунда асосан бошқарувнинг куйидаги икки муҳим жиҳатларини инобатга олиш зарур: иерархик ва функционал.



1.6-расм. АҚШ компаниялари ташкилий тузилмасида молиявий менежментнинг ўрни ва функциялари¹⁶

¹⁶ Brigham E.F., Houston J.F. Fundamentals of financial management. Concise 8th Ed. South Western, Cengage Learning, 2015. 692.

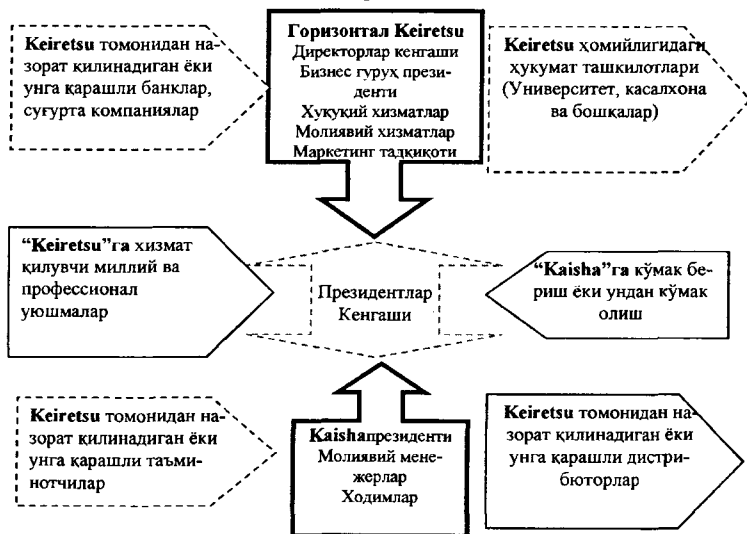
Халқаро ва миллий амалиётда корхоналар бошқарув тизимини ташкил қилишнинг энг кўп оммалашган усулларидан бири ҳам бошқарувнинг иерархик ва функционал ҳолатда амалга оширилиши ҳисобланади. Корхоналарда бошқарув марказларини иерархик ҳолатда ташкил қилиниши, уларда бошқарув тизимини турли поғоналарга ажратишни назарда тутати. Ҳозирги кунда корхоналарда бошқарув тизими икки ёки уч поғонали тизимга ажратилмоқда, бунда асосан биринчи поғонада корхоналарни бутун бошқарув фаолиятининг аппарати, кейинги поғоналарда эса унинг алоҳида таркибий бирликларида бошқарув тизими ташкил қилинади.

Юқорида АҚШ ва Ғарбий Европа компанияларининг корпоратив молияни бошқариш тизимида хусусида тўхталиб ўтдик. Корпоратив молияни бошқариш соҳасида кўп йиллик самарали тажрибага эга бўлган давлатлардан бири Япония ҳисобланади. Япониянинг иқтисодиёти кўплаб географик минтақаларда ва кўплаб бизнес секторларида етакчи ўринлардан бирини эгаллайди. Япониянинг ана шундай мувафаккиятга эришишида муҳим куч бўлиб хизмат қиладиган Япон корпоратив менежментининг ўзига хос хусусиятлари ва ундаги компаниялари қандай ишлаши ҳамда уларнинг ташкилий тузилиши қандай эканлиги ҳақида кўпроқ билиш учун уларнинг бизнес маданиятини ҳам ўрганиш талаб этилади.

Япониянинг бизнес маданиятида иерархияга кучли ишонч, жамоавийлик, жамоа мақсадларининг уйғунлашуви ва жамоа мақсадлари учун масъулиятлилик юқори даражада намоён бўлади. Бизнесда ёши улуғ ёки ваколатли шахсларга нисбатан чуқур ҳурмат маданияти ҳам мукамал шаклланган. Бундай маданиятда кўпинча, йўриқ ва кўрсатмаларга ҳеч қандай эътирозсиз ва зудлик билан бўйсунилади. Бундай маданиятнинг шаклланиш тарихи Конфуций таълимотига бориб тақалади. Ҳақиқатдан ҳам Япониянинг бундай маданияти Ғарб мамлакатлари амалиётидан яққол фарқ қилади. Бошқача айтганда, Япон корпоратив менежментида ваколатли шахс ўз бўйсунувчиларининг кўрсатмаларни сўзсиз бажаришларини кўзда тутиш билан бирга, бўйсунувчиларга карьера мактабида устозлик вазифасини ҳам бажаришади. Ҳаттоки, бўйсунувчиларнинг оила аъзоларига ҳам ғамхўрлик қилади.

Америка ёки Европалик ҳамкорларига зид равишда, Япония корпорациялари ўз ходимларини ўзгармас харажатлар таркибига

кирилади ва таъминотчилар билан муносабатларни жуда яқин қилишга мойил бўлади. Бошқарув қарорлари қабул қилиш жараёнида компаниянинг барча бўғинларининг иштироки таъминланади (1.7-расм).



1.7-расм. Горизонтал “Keiretsu” шаклидаги Япон корпорациясининг ташкилий тузилиши

Япон корпоратив менежментини асосан икки турдаги вертикал ва горизонтал интеграциялашган ташкилий тузилмалардан кенг фойдаланиб келинади. Япониянинг йирик вертикал интеграциялашган “Keiretsu” ташкилотлари мамлакат ва компаниялар ривожини учун кўп йиллар хизмат қилиб келган ва синалган ўзига хос ташкилий тузилмалардан бири ҳисобланади. Бундай ташкилий тузилмага эга бўлган ташкилотлар тарихан илдиз отган бўлиб, миллий маданиятга уйғунлашиб кетган. Лекин, “Keiretsu” ташкилий тузилмасига таклид қилган кўплаб Ғарб компаниялари муваффақиятсизликка юз тутгани кузатилади. Чунки бу мамлакатлар маданияти Япон миллий маданиятидан тубдан фарқ қилади.

Молиялаштириш компаниянинг хусусий банклари ёки суғурта компаниялари ҳисобидан шакллантирилади. Компания учун зарур бўлган ҳуқуқий хизматлар ва маслаҳатлар эса компаниянинг мутахассисларидан иборат бўлимлар томонидан тақдим этилади. Шунингдек, компания ва унинг ходимлари манфаатларини қўллаб-қувватлайдиган миллий уюшмалар ва профессионал уюшмалар ҳам компания билан яқиндан ҳамкорлик қилади. Мувафаккият қозониш мақсадида, турли кичик фирмалар (Япон тилида “Kaisha” деб аталади) “Keiretsu”га бизнес гуруҳни шакллантириш ёки “Keiretsu” тармоғини ташкил этиш мақсадида бирлашадилар.

“Keiretsu” “Kaisha”лар учун молиявий, ташкилий, ҳуқуқий ва логистик хизматларни тақдим этади. Масалан, “Mitsubishi Motors” (Kaisha) учун автомобил эҳтиёт қисмлари учун зарур хом ашёлар “Mitsubishi Biznes Group” (Keiretsu) таркибига кирувчи таъминотчилар томонидан етказиб берилади. Бу эса, “Kaisha”лар учун хом ашё узлуксизлигини таъминлайди.

Турли кичик ва ўрта корхоналарнинг “Keiretsu”га бирлашмасликлари бозордаги катта имкониятлардан маҳрум бўлишига сабаб бўлади. Шунинг учун Япон корпорациялари билан рақобатлашиш Фарб корпорацияларига қийинчилик туғдиради. Ниҳоят, бир неча юзлаб компаниялар бир “Keiretsu”га бирлашишлари мумкин. Лекин, шулардан айримлари яъни, 20 дан 30 тагача бўлган компанияларнинг президентлари “Keiretsu” Президентлар Кенгашига аъзо бўлиши мумкин. Умуман олганда, Япон корпорациялари турли ташкилий тузилмаларга эга бўлиб, уларнинг корпоратив бошқарув тизимига ёндашуви Япон маданияти таъсирида узок йиллар давомида шаклланиб келган. Бу каби ёндашувнинг мавжудлиги, бугунги кунда Япон компанияларининг бизнес мувафаккиятига сабаб бўлмоқда.

Хулоса

Юқорида амалга оширилган тадқиқот натижаларидан келиб чиққан ҳолда куйидаги асосий хулосалар шакллантирилди:

Биринчидан, молиявий менежмент дейилганда, корпоратив тузилмалар молиявий ресурсларини самарали шакллантириш ва Улардан оқилона фойдаланиш бўйича бошқарув қарорларини қабул қилиш тушунилади;

Иккинчидан, Республикамикорпоратив тузилмаларида молиявий менежмент тизимини такомиллаштириш мақсадида акциядорлик жамиятлари ташкилий тузилмасида (ПФ-4720 Фармонга 1-илова) молия ва истикболли ривожлантириш ва инвестициялар масалалари бўйича директор лавозимларини умумлаштирган ҳолда молиявий менежер (Chief Financial Officer - CFO) лавозимини жорий этиш мақсадга мувофиқ;

Учинчидан, корпоратив тузилмалар молиявий барқарорлигини таъминлашда молиявий барқарорлик мониторинги тизимини жорий этиш лозим. Молиявий барқарорлик мониторингини самарали ташкил этилиши молиявий кўрсаткичларининг ўзгариш тенденциясини кузатиш имкониятини яратиш билан бирга, стратегик қарорларни қабул қилишда маълумотларни ишончлилиги, тизимлилиги ва ўз вақтида тақдим этилишини таъминлаш; бошқарув қарорларини ўз вақтида асослаш учун тезкор таҳлилани амалга ошириш; молиявий режалаштиришга доир сифатли маълумотларни олиш; банкротлик ҳолатларини олдиндан прогноз қилиш ҳамда корхона молиявий ҳолатини мустаҳкамлашга қаратилган молиявий соғломлаштиришга доир чора тадбирлар ишлаб чиқиш имкониятини яратади.

Тўртинчидан, корпоратив тузилмаларда молиявий менежмент тизимини янада такомиллаштиришда кадрлар тайёрлаш масаласига алоҳида эътибор қаратиш лозим. Иқтисодиёт соҳасига ихтисослашган олий таълим муассасаларида молиявий менежмент, корпоратив молия ихтисосликлари бўйича алоҳида йўналишларни ташкил этиш керак. Мазкур йўналишларда дарс машғулотларини олиб боришда Корпоратив бошқарув илмий-таълим маркази билан ҳамкорликда хорижий мутахассисларни кенгрок жалб қилиш лозим.

Фойдаланилган адабиётлар

1. Вахобов А.В., Ишонкулов Н.Ф., Иброҳимов А.Т. Молиявий ва бошқарув таҳлили: Дарслик. Т.: Иқтисод - молия, 2013.
2. Галицкая С.В. Финансовый менеджмент. Финансовый анализ. Финансы предприятий: [комплексный подход к управлению финансами]: Учебное пособие. М. Эксмо, 2008.
3. Финансовый менеджмент/ Г.Б.Поляк, И.Л. Акодис. 2-е изд., перераб. и доп. М. ЮНИТИ-ДАНА, 2012.

4. Лукасевич И.Я. Финансовый менеджмент: Учебник. 2-изд., перераб. и доп. М. Эксмо, 2010.

5. Финансовый менеджмент: Конспект лекций. Е.В.Гладышева, А.С.Корчагина, Е.С.Решетникова. Ростов н/Д: Феникс, 2014.

6. Paramasivan C., Subramanian T. Financial management. New age international Publishers. 2009.

7. Brigham E.F., Houston J.F. Fundamentals of financial management. Concise 8th Ed. South Western, Cengage Learning, 2015.

8. Fundamentals of financial management / James C. Van Horne, John M. Wachowicz. 13th ed. Prentice Hall, 2009.

9. Fung L. Financial management. University of London 2015.

II боб. КОРПОРАТИВ МОЛИЯ ВА ДАВЛАТ МОЛИЯСИ ЎРТАСИДАГИ ЎЗАРО БОҒЛИҚЛИК МЕХАНИЗМИ

Корпоратив молия ва давлат молияси умумий молия тизимининг асосий ва ажралмас қисми ҳисобланади. Корпоратив молия ва давлат молияси ўртасидаги ўзаро боғлиқлик муносабатлари бугунги кунда мамлакатимиз иқтисодий ислохотларида эътибор қаратилаётган асосий масалалардан бири бўлиб ҳисобланади. Бунда, давлат ва корпоратив тузилмалар ўртасидаги ўзаро молия, инвестиция, солиқлар билан боғлиқ муносабатлар муҳим роль ўйнайди. Шу сабабдан, ҳозирги кунда аввало корпоратив тузилмалар ва давлат ўртасидаги ўзаро молиявий муносабатлар тизими, давлат ва корпоратив тузилмалар ҳамкорлигида ўзаро инвестицион муносабатлар, акциядорлик жамиятлари устав капиталида давлат иштироки ҳолати, давлат ва корпоратив молия муносабатларда солиқ хавфсизлиги масалаларини пухта ўрганиш, таҳлил қилиш ҳамда уларни самарали ташкил этиш юзасидан илмий асосланган хулосалар ишлаб чиқиш муҳим аҳамият касб этади. Шундан келиб чиққан ҳолда, қуйида мазкур масалалар юзасидан алоҳида тўхталиб ўтган ҳолда ўз илмий қарашларимизни келтириб ўтамыз.

2.1. Корпоратив тузилмалар ва давлат ўртасидаги ўзаро молиявий муносабатлар тизими

Бугунги жаҳон иқтисодиётидаги интеграциялашув ва молиявий глобаллашув шароитида мамлакат иқтисодиётининг ривожланиши ва аҳоли турмуш фаровонлигининг юксалиши мамлакат молия тизимининг барқарорлигига ва ривожланишига бевосита боғлиқдир. Молиявий муносабатларнинг марказий бўғини сифатида корпоратив тузилмалар ва давлат ўртасидаги ўзаро молиявий муносабатлар молия тизимида муҳим ўрин эгаллашидан келиб чиққан ҳолда корпоратив молия ва давлат молияси ўртасидаги ўзаро боғлиқликнинг методологик асосларини самарали ташкил этиш муҳим аҳамият касб этади. Шундан келиб чиққан ҳолда қуйида молия, молиявий муносабатлар, шуниндек, корпоратив молия ва

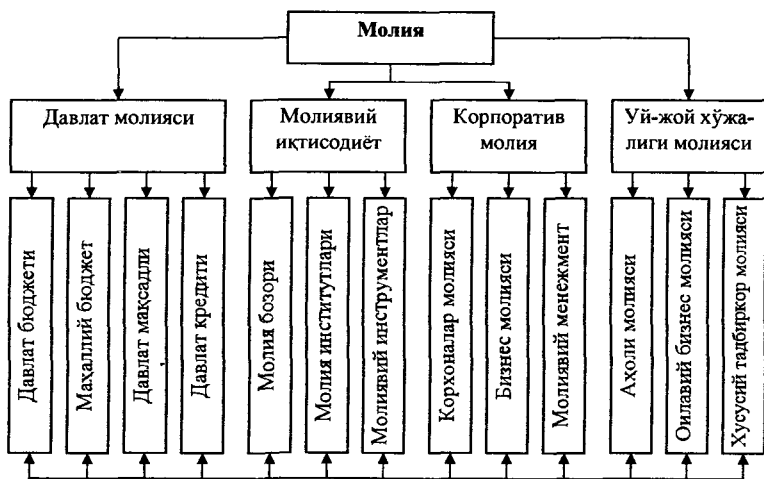
давлат молияси ўртасидаги боғлиқликни ўзида акс эттирувчи тизим хусусида ўз илмий қарашларимизни келтириб ўтамыз.

Фикримиз аввалида молиявий муносабатларнинг ўзи тўғрисида тўхталиб ўтиш лозим, деб ўйлаймиз. Молиявий муносабатлар иқтисодий муносабатларнинг муҳим таркибий қисми бўлиб, турли даражадаги иқтисодий тизимлар субъектлари ўртасидаги пулли муносабатларни ўзида акс эттиради. Бундай молиявий муносабатларга давлатлараро молиявий муносабатлар, корхоналараро молиявий муносабатлар, аҳоли ўртасидаги молиявий муносабатлар, давлат ва корхона ўртасидаги молиявий муносабатлар, давлат ва аҳоли ўртасидаги молиявий муносабатлар киради.

Корпоратив тузилмалар ва давлат ўртасидаги молиявий муносабатлар тизими ҳақида фикр юритилганда, аввало молия ва унинг таркибий тузилиши назарда тутилади. Корпоратив молия ва давлат молияси умумий молия тизимининг асосий таркибий қисмлари ҳисобланади. Молия тўғрисида иқтисодий адабиётларда турлича таърифлар келтирилган, ушбу таърифлардан келиб чиққан ҳолда умумий ҳолда молияга қуйидагича таъриф бериш мумкин. Молия – бу маълум бир мақсадда пул фондларини шакллантириш, тақсимлаш ва фойдаланиш билан боғлиқ иқтисодий муносабатлар йиғиндисидир. Профессор Крассимир Петров ўзининг “Financial management” номли видео маърузасида¹⁷ молиянинг таркибига корпоратив молия, молиявий иқтисодиёт, инвестиция, уй-жой хўжалиги молияси ва давлат молияси киритилишини таъкидлаб ўтади. Бизнинг фикримизча эса молия ўз ичига давлат молияси, корпоратив молия, молиявий иқтисодиёт ва уй-жой хўжалиги молиясини олади. Инвестиция эса улардан ҳар бирининг таркибида мавжуддир.

Давлат молияси, корпоратив молия, молия иқтисодиёт ва уй-жой хўжалиги молиясининг ҳар бири ҳар доим бир-бири билан чамбарчас боғлиқ ҳолда ўзаро молиявий муносабатларга киришади (2.1-расм). Молиявий иқтисодиёт умумий иқтисодиётнинг таркибий қисми бўлиб, ўз ичига молия бозори, молия институтлари, молиявий инструментларни олади.

¹⁷ <https://www.youtube.com/watch?v=mX9nd0eQ-6g> (Krassimir Petrov - Financial Management - Lecture 01)



2.1-расм. Молия тизими структураси¹⁸

Шу ўринда молиянинг таркибига кирувчи давлат молияси ва корпоратив молиянинг мазмун ва моҳияти тўғрисида тўхталиб ўтиш мақсадга мувофиқдир. Давлат молияси – бу давлатнинг ўз олдига қўйилган мақсадларига эришиш учун давлат бюджети ва нобюджет мақсадли пул фондларини шакллантириш ва тақсимлаш ва қайта тақсимлаш билан боглиқ иқтисодий муносабатлар йиғиндисидир. Корпоратив молия эса бу корпоратив тузилмалар мақсадларини амалга ошириш учун пул фондларини шакллантириш, тақсимлаш ва фойдаланиш билан боглиқ пул муносабатлари йиғиндисидир.

Корпоратив молия ва давлат молияси ўзаро муносабатлар тизимининг самарали ташкил этилиши мамлакат иқтисодий барқарорлигининг таъминланишига ҳамда аҳоли турмуш фаровонлиги юксалишига хизмат қилади. Фикримизнинг далили сифатида, 2008 йилда халқаро миқёсда юзага келган жаҳон молиявий-иқтисодий инқирози шароитида давлатимиз томонидан олиб борилган изчил молиявий сиёсат юритилиши мамлакатимизда ҳам реал сектор, ҳам молиявий сектор тузилмаларининг иқтисодий танг ҳолатдан қийинчиликсиз чиқиб кетишига замин яратди.

¹⁸Муаллифлар томонидан тайёрланди.

Корпоратив тузилмалар ва давлат ўртасидаги молиявий муносабатлар тизими умумий молия тизимининг энг муҳим ва ажралмас қисми бўлиб, бундай муносабатлар тизими ўз ичига солиқ, мажбурий ажратмалар, давлат инвестициялари, давлат қимматли қоғозлари, фаолиятни лицензиялаш, пул, кредит, ташқи иқтисодий фаолият, нарх шаклланиши, дивиденд сиёсати, давлат хариди, жарима ва санкция қўлланилиши ҳамда бошқа муносабатларни ўз ичига олади (2.2-расм).



2.2-расм. Корпоратив тузилма ва давлат ўртасидаги ўзаро молиявий муносабатлар тизими¹⁹

Юқоридаги 2.2-расмда кўриниб турибдики, корпоратив молия ва давлат молиясининг ўзаро муносабатлар тизими таркибига компанияларнинг давлат бюджетига солиқлар ва мажбурий ажратмаларни тўлаши, стратегик аҳамиятга эга компаниялар фаолияти давлат томонидан ҳам молиялаштирилиши, давлат пул-кредит сиёсатининг амал қилиши, компанияларнинг давлат назорати остида ташқи иқтисодий фаолиятни амалга ошириши, корхоналар бирор бир фаолият тури билан шуғулланиши учун давлатдан лицензия олиши, компанияларнинг фонд биржаларида фаолиятини юритишида давлат томонидан таъсир чоралари

¹⁹Муаллифлар томонидан тайёрланди.

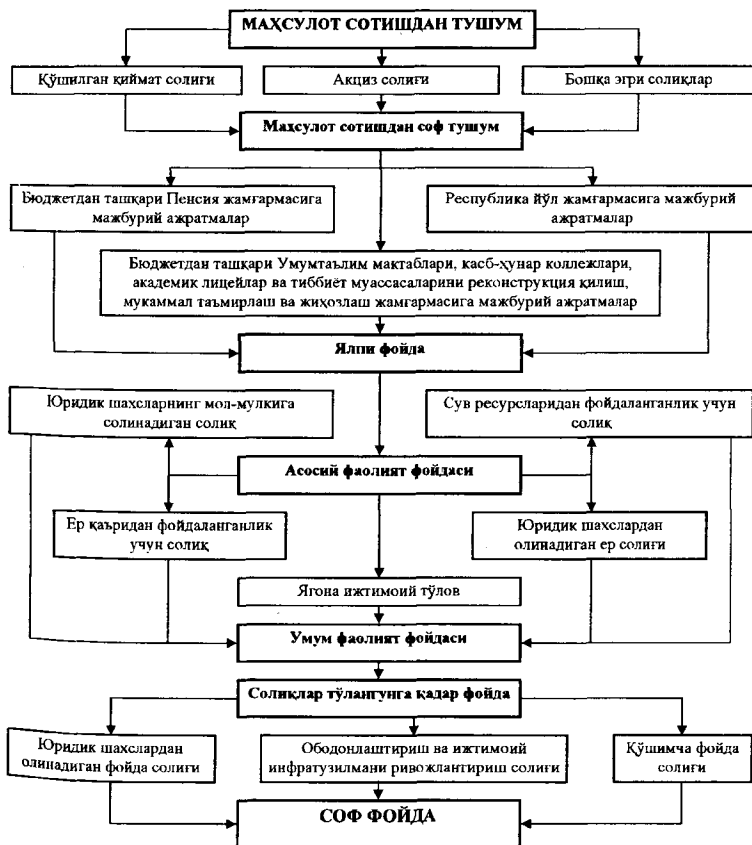
кўрилиши, компанияларнинг маҳсулотларини давлат томонидан харид қилиниши, давлат корхоналари фаолиятига давлат томонидан бевосита иштирокчи сифатида улуш киритилиши, компаниялар томонидан олинган фойдадан давлатнинг дивиденд ва фойзалар олиши, компаниялар томонидан давлат қимматли қоғозларини сотиб олиниши ва қайта сотилиши, ноқонуний фаолияти учун компанияларга давлат томонидан жарима-санкциялар қўлланилиши каби молиявий муносабатларни киритишимиз мумкин.

Корпоратив тузилмалар ва давлат ўртасидаги ўзаро муносабатлар тизимини объектлар бўйича шартли равишда икки гуруҳга ажратишимиз мумкин. Биринчи гуруҳ: давлат корхоналари ва давлат ўртасидаги ўзаро молиявий муносабатлар, иккинчи гуруҳ: хусусий корпоратив тузилма ва давлат ўртасидаги ўзаро молиявий муносабатлар.

Давлат корхоналари ва давлат ўртасидаги ўзаро молиявий муносабатлар тизими таркибий қисми сифатида бир томондан давлат корхоналари томонидан давлатнинг турли даражадаги бюджетларига солиқлар, мажбурий ажратмалар, дивидендлар ва бошқа кўринишдаги маблағларни йўналтириш билан боглиқ молиявий муносабатларни, бошқа томондан давлат корхонанинг эгаси сифатида унинг тарққиёти учун турли имтиёзлар, бюджетдан турли мақсадлар учун турли кўринишдаги маблағлар, хусусан, пул маблағлари, асосий воситалар, инвестициялар йўналтириш билан боглиқ молиявий муносабатларни келтиришимиз мумкин. Шунини таъкидлаш лозимки, давлат корхоналари ва давлат ўртасидаги ўзаро молиявий муносабатлар кўлами мустақиллик йилларида давлат мулкнинг хусусийлаштирилиб келинаётганлиги сабабли камайиб бораётганлиги билан характерланади.

Хусусий корпоратив тузилма ва давлат ўртасидаги ўзаро молиявий муносабатлар ҳам умумий молия тизимининг муҳим ва ажралмас қисми сифатида қаралади. Ушбу молиявий муносабатлар тизимининг асосий таркибий қисми сифатида, давлат бюджетига солиқлар ва мажбурий ажратмаларнинг бориб тушиши ва давлат томонидан корпоратив молия субъектларига турли имтиёзлар тақдим этилиши билан боглиқ молиявий муносабатлар киритилади. Бундан ташқари ушбу молиявий муносабатлар тизимига давлат қимматли қоғозларининг олди-сотдиси, корпоратив тузилмалар тарққиёти учун давлат инвестицияларининг киритилиши, экспорт-импорт операцияларида давлатнинг иштироки, валюта операция-

ларининг тартибга солиниши, корпоратив тузилмалар фаолият ва соҳаларига қонунчилик орқали ўзгартиришлар, чеклашлар ёки таъқиқлашлар киритилиши, давлат мулкининг ижарага берилиши ёки хусусийлаштирилиши кабилар билан боғлиқ молиявий муносабатларни ҳам киритиш мақсадга мувофиқ.



2.3-расм. Корхоналар ва давлат ўртасидаги солиқ муносабатлари тизими²⁰

²⁰ Муаллифлар томонидан тайёрланди.

Хусусий корпоратив тузилма ва давлат ўртасидаги ўзаро молиявий муносабатлар тизимининг самарали ташкил этилиши, айниқса корпоратив молия субъектлари томонидан пухта ўйланган қарорларнинг қабул қилиниши жуда муҳим аҳамия касб этади. Чунки хусусий корпоратив тузилмаларда юзага келадиган барча молиявий муаммоларни ҳал этишда корпоратив тузилма эгалари, давлат корхоналарида эса юзага келиши мумкин бўлган молиявий тангликларни бартараф этишда давлат иштирок этади.

Корпоратив тузилма ва давлат ўртасидаги ўзаро молиявий муносабатлар тизимида солиқ муносабатлари бозор иқтисодиёти шароитида муҳим аҳамият касб этиши боис, корхоналар ва давлат ўртасидаги солиқ муносабатлари тўғрисида алоҳида тўхталиб ўтиш мақсадга мувофиқ. Корхоналар ва давлат ўртасидаги солиқ муносабатлари корхоналарда маҳсулот (иш, хизмат) сотишдан тушумдан тортиб, то соф фойда шакллангунгача бўлган ораликда давлат бюджети ва бюджетдан ташқари фондларга солиқлар ва мажбурий ажратмалар тўланиши билан характерланади (2.3-расм).

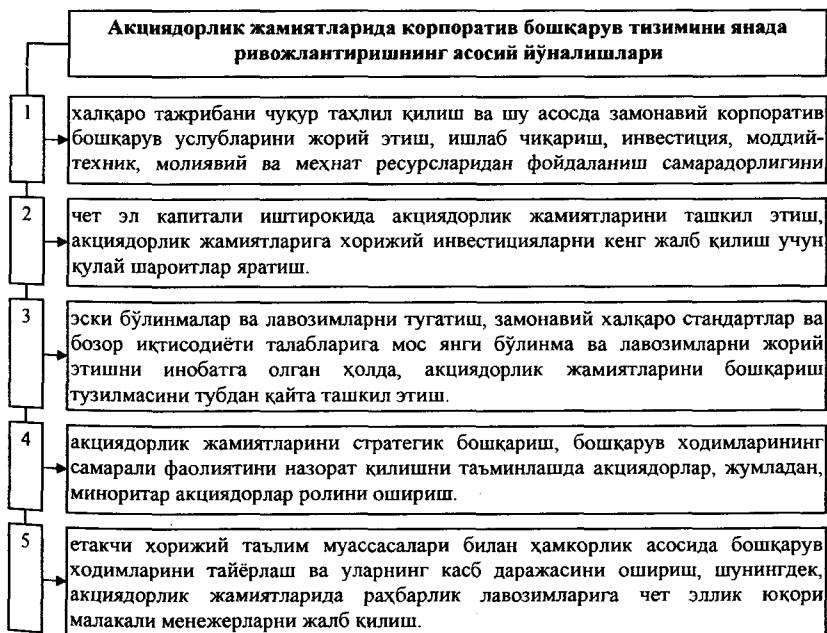
Юқоридаги 2.3-расмдан кўриниб турибдики, маҳсулот сотишдан тушумдан то соф фойда шаклланиш оралиғида корхоналарнинг давлат билан қўшилган қиймат солиғи, акциз солиғи ва бошқа эгри солиқлар, ресурс солиқлари, фойда солиғи, қўшимча фойда солиғи, бюджетдан ташқари фондларга мажбурий ажратмалар билан боғлиқ солиқ муносабатлари юзага келади.

2.2. Давлат ва корпоратив тузилмалар ҳамкорлигида ўзаро инвестицион муносабатларни самарали ташкил этиш йўллари

Сўнгги йилларда амалга оширилаётган иқтисодий ислохотларда давлат ва корпоратив тузилмалар ўртасидаги ўзаро муносабатлар алоҳида эътибор қаратилмоқда. Бунда инвестицион муносабатлар муҳим ўрин эгаллайди. Бугунги кунда давлат томонидан мамлакатимизда фаолият юритаётган корпоратив тузилмаларнинг маҳаллий ва халқаро бозорларда самарали фаолият юрита оладиган даражага чиқишлари учун инвестицион фаолият муҳим аҳамият касб этади. Шунинг учун ҳам ҳукуматимиз томонидан давлат ва корпоратив тузилмалар ҳамкорлигидаги инвестицион фаолиятнинг ҳуқуқий асосларини яратиш ва мустаҳкамлашга катта эътибор қаратилмоқда. Шундан келиб чиққан ҳолда куйида давлат ва

кооператив тузилмалар ҳамкорлигида ўзаро инвестицион муносабатларнинг амалдаги ҳолати ва уларни самарали ташкил этиш хусусида ўз илмий қарашларимизни келтириб ўтамиз.

Давлат ва корпоратив тузилмалар ҳамкорлигида ўзаро инвестицион муносабатларнинг ҳуқуқий асосларини такомиллаштириш мақсадида 2015 йил 24 апрелда Ўзбекистон Республикаси Президентининг ПФ-4720-сонли “Акциядорлик жамиятларида замонавий корпоратив бошқарув услубларини жорий этиш чора-тадбирлари тўғрисида” Фармони қабул қилинди.



2.4-расм. Акциядорлик жамиятларида корпоратив бошқарув тизимини янада ривожлантиришнинг асосий йўналишлари²¹

Мазкур фармон мамлакатимиз иқтисодиётига тўғридан-тўғри хорижий инвестицияларни кенг жалб этиш, акциядорлик жамиятлари фаолиятининг самарадорлигини тубдан ошириш, бўлажак

²¹ Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2015 йил 24 апрелдаги ПФ-4720 сонли “Акциядорлик жамиятларида замонавий корпоратив бошқарув услубларини жорий этиш чора-тадбирлари тўғрисида” Фармони маълумотларидан олинди.

инвесторлар учун уларнинг очиклиги ва жозибadorлигини таъминлаш, замонавий корпоратив бошқарув услубларини жорий қилиш, корхоналарни стратегик бошқаришда акциядорлар ролини кучайтириш учун қулай шароитлар яратиш мақсадида қабул қилиниб, ҳозирги кунда акциядорлик жамиятлари ва давлат ўрта-сидаги ўзаро муносабатларда туб бурилишларни юзага келишига ҳамда улар орасидаги инвестицион муносабатларни самарали ташкил этилиши бўйича ҳуқуқий асосларнинг мустаҳкамланишига сабаб бўлмоқда. Яъни, мазкур фармонга мувофиқ бугунги кунда акциядорлик жамиятларида корпоратив бошқарув тизимини янада ривожлантиришнинг асосий йўналишлари белгилаб қўйилди (2.4-расм).

Юқоридаги 2.4-расм маълумотларига кўра, бугунги кунда давлат томонидан акциядорлик жамиятларида хорижий тажрибаларни чуқур таҳлил қилган ҳолда ресурслардан самарали фойдаланиш, чет эл капитали иштирокидаги акциядорлик жамиятларини ташкил этиш ва хорижий инвестицияларни жалб қилиш, акциядорлик жамиятларига маҳаллий ва халқаро бозорларда самарали фаолиятни ташкил қила оладиган юқори малакали менежерларни жалб қилиш, корпоратив бошқарув структурасини тубдан ислоҳ қилиш кабиларга катта эътибор берилаётганлигини кўришимиз мумкин.

Шунингдек, ушбу фармонда Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2015 йил 31 мартдаги ПҚ-2327-сонли Қарори билан ташкил этилган Акциядорлик жамиятлари фаолиятининг самарадорлигини ошириш ва корпоратив бошқарув тизимини такомиллаштириш комиссияси қайд этилган акциядорлик жамиятларини қайта ташкил этиш жараёнини 2015 йилнинг 1 октябрига қадар тугатиш устидан қатъий назорат ўрнатиш белгилаб қўйилди.

Ўзбекистон Республикаси Президентининг мазкур ПФ-4720-сонли Фармони ижросини таъминлаш, хусусан акциядорлик жамиятлари фаолиятининг самарадорлигини ошириш ва корпоратив бошқарув тизимини такомиллаштириш мақсадида бугунги кунда қуйидаги муҳим вазифалар амалга оширилмоқда:

❖ Ўзбекистон Республикаси Хусусийлаштириш, монополиядан чиқариш ва рақобатни ривожлантириш давлат қўмитаси, бошқа манфаатдор идоралар ва акциядорлик жамиятларининг кузатув кенгашлари билан ҳамкорликда акциядорлик жамиятлари ташкилий тузилмасини уларнинг тармоқ хусусиятларини инобатга

олган ҳолда, мазкур фармоннинг иловасида келтирилган намунавий тузилмага мувофиқлаштирилмоқда;

❖ давлат улушига эга акциядорлик жамиятларининг раҳбарлари таркиби корпоратив бошқарувнинг замонавий услублари ва принциплари, менежмент ва маркетингни, ахборот-коммуникация технологиялари ҳамда уларни ишлаб чиқаришни бошқариш тизимида кўллай билиши бўйича аттестациядан ўтмоқда, ҳамда аттестация якунлари бўйича бўшаган лавозимларга янгича фикрлайдиган, замонавий талабларга жавоб берадиган юқори малакали раҳбарлар, шунингдек, хорижий менежерларни жалб этиш чоралари кўрилмоқда.

2015 йилнинг 1 июлидан акциядорлик ва бошқа хўжалик жамиятлари номларида уларнинг устав капиталида давлат улушидан қатъий назар, «давлат» сўзидан фойдаланишга йўл қўйилмаслиги ҳам ушбу фармоннинг алоҳида бандида қайд этилди. Бунинг натижасида илгариги барча давлат акциядорлик жамиятлари қайтадан акциядорлик жамиятлари шаклида қайта ташкил этилди.

Акциядорлик жамиятларига хорижий инвестор ва менежерларни кенг жалб этиш, корпоратив бошқарувда, ишлаб чиқаришни модернизация қилиш, техник ва технологик қайта жиҳозлашда, сифатли, рақобатбардош маҳсулот ишлаб чиқаришни ташкил этиш ҳамда уни ташқи бозорларга олиб чиқишда уларнинг фаол иштирок этишлари учун қулай шарт-шароитлар яратиш, шунингдек, акциядорлик жамиятларининг устав капиталларида давлат активлари ва улушларини қисқартириш ҳисобидан иқтисодиётда давлатнинг иштирокини тубдан камайтириш мақсадида 2015 йил 21 декабрда мамлакатимиз Президентининг ПҚ-2454-сонли “Акциядорлик жамиятларига хорижий инвесторларни жалб қилиш борасидаги кўшимча чора-тадбирлар тўғрисида” Қарори қабул қилинди.

Мазкур Қарорда Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2015 йил 31 мартдаги ПҚ-2327-сонли Қарори билан ташкил этилган Акциядорлик жамиятлари фаолияти самарадорлигини ошириш ва корпоратив бошқарув тизимини такомиллаштириш бўйича комиссиянинг акциядорлик жамиятлари устав капиталида хорижий инвесторларнинг улуши 15 фоиздан кам бўлмаслигидан иборат тартибни жорий этиш бўйича таклифига розилик берилди. 2016 йил 23 сентябрда Ўзбекистон Республикасининг ЎРҚ-411-

сонли “Ўзбекистон Республикасининг айрим қонун ҳужжатларига ўзгартиш ва қўшимчалар киритиш тўғрисида” Қонуни қабул қилинди ва ушбу қонунга мувофиқ Ўзбекистон Республикасининг «Акциядорлик жамиятлари ва акциядорларнинг ҳуқуқларини ҳимоя қилиш тўғрисида»ги Қонунга, Ўзбекистон Республикасининг Солиқ кодексига ҳамда бошқа қонун ва меъёрий-ҳуқуқий ҳужжатларга акциядорлик жамиятлари устав капиталида хорижий инвесторларнинг улуши 15 фоиздан кам бўлмаслигидан иборат тартиб киритилди.

Шунингдек, ушбу Қарорга мувофиқ мамлакатимизда фаолият юритаётган акциядорлик жамиятлари устав капиталида хорижий инвесторларнинг улуши 15 фоиздан кам бўлган, аввал ташкил этилган акциядорлик жамиятлари ҳам 2016 йилнинг 1 июлигача бўлган муддатда устав капиталида 15 фоиздан кам бўлмаган миқдорда хорижий инвестицияларни жалб қилиш лозимлиги белгиланди ҳамда ушбу талабларни таъминламаган акциядорлик жамиятлари акциядорлик жамиятлари реестридан чиқарилади ва бошқа ташкилий-ҳуқуқий шаклларга ўзгартирилиши белгилаб қўйилди. Бунда Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамаси томонидан тасдиқланадиган рўйхатлар бўйича нархи бошқариладиган ижтимоий аҳамиятга эга товарлар ва хизматларни етказиб берувчи акциядорлик жамиятлари бундан мустасно сифатида эътиборга олиниб қўйилди.

Шуни ҳам таъкидлаш лозимки, эндиликда, мазкур ПҚ-2454 сонли Қарор ҳамда юқорида номлари келтирилган меъёрий-ҳуқуқий ҳужжатларга мувофиқ янги ташкил этиладиган акциядорлик жамиятлари Ўзбекистон Республикаси Президенти ва Вазирлар Маҳкамасининг қарорларида назарда тутилмаган ҳолатлардан ташқари, фақат хорижий инвесторнинг устав капиталидаги иштироки улуши 15 фоиздан кам бўлмаган тақдирдагина ташкил этиш мумкин бўлди. Бундан ташқари хорижий инвестициялар иштирокидаги корхоналарга хорижий инвестор томонидан киритилган инвестициялар ҳажмига қараб юридик шахсларнинг фойда солиғи, мулк солиғи, ободонлаштириш ва ижтимоий инфратузилмани ривожлантириш солиғи, ягона солиқ тўлови, шунингдек, Республика йўл жамғармасига мажбурий ажратмалар тўлаш бўйича берилган имтиёзлар табақалаштирилган тарзда хорижий инвесторнинг улуши устав капиталининг 15 фоиздан 33

фоизгача миқдорни ташкил этадиган акциядорлик жамиятларига татбиқ этиш белгилаб қўйилди. Бу эса ўз навбатида акциядорлик жамиятларига хорижий инвестицияларнинг кириб келишига қулай ва самарали инвестицион муҳит яратилишига туртки беради. Шунингдек, 2020 йилнинг 1 январигача хорижий инвесторларнинг акциядорлик жамиятларида уларга тегишли бўлган акцияларидан дивиденд тарзида олаётган даромадидан солиқ тўлашдан озод қилишнинг белгиланиши ҳам бугунги кунда мамлакатимизда акциядорлик жамиятларининг инвестицион жозибадорлигини оширишда муҳим аҳамият касб этади, деб ўйлаймиз.

Шундай қилиб, Ўзбекистон Республикаси Президентининг мазкур ПҚ-2454-сон Қарорини бажариш юзасидан, шунингдек, акциядорлик жамиятларига хорижий инвесторларни кенг жалб этиш, уларнинг корпоратив бошқарувда, ишлаб чиқаришни модернизация қилиш, техник ва технологик жиҳатдан қайта жиҳозлашда, сифатли, рақобатбардошли маҳсулотлар ишлаб чиқаришни ва уларни ташқи бозорларга етказиб беришни ташкил этишда фаол иштирок этиши учун қулай шарт-шароитлар яратиш, акциядорлик жамиятларининг устав капиталларидаги давлат активлари ва улушларини қисқартириш ҳисобига иктисодиётда давлат иштирокини тубдан камайтириш мақсадида 2016 йил 10 февралда Вазирлар Маҳкамасининг 33-сонли Қарори қабул қилинди.

Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг мазкур 33-сонли Қарорига мувофиқ хорижий инвесторларга акцияларини сотувчи қуйидаги учта гуруҳ акциядорлик жамиятларининг рўйхати тасдиқланди. Хорижий инвесторларга акциялар сотувчи акциядорлик жамиятларининг сони қуйида 2.5-расмда келтирилган бўлиб, бу ерда асосан давлат иштирокидаги акциядорлик жамиятлари инобатга олинган. Ушбу расмда келтирилган 1-гуруҳга кирувчи акциядорлик жамиятлари, яъни устав капиталидаги давлат улушининг камида 15 фоизи хорижий инвесторларга сотиладиган акциядорлик жамиятлари 25 тани ташкил этади. 2-гуруҳга кирувчи, яъни устав капиталидаги камида 15 фоиз улуши, шу жумладан қўшимча акцияларни чиқариш йўли билан, хорижий инвесторларга сотиладиган акциядорлик жамиятларининг сони 64 тани ташкил этади. Ушбу иккита гуруҳ таркибига кирувчи жами 89 та акциядорлик жамиятлари белгиланган муддатгача устав капиталида улуши камида 15% миқдорда хорижий инвестицияларни жалб қилиш мажбуриятига эгадирлар.

Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг 2016 йил 10 февралдаги 33-сонли Қарорига мувофиқ акциядорлик жамиятлари гуруҳлари		
1	Устав капиталидаги давлат улушининг камида 15 фоизи хорижий инвесторларга сотиладиган акциядорлик жамиятлари	25 та
2	Устав капиталидаги камида 15 фоиз улуши, шу жумладан қўшимча акцияларни чиқариш йўли билан, хорижий инвесторларга сотиладиган акциядорлик жамиятлари	64 та
3	Ишлаб чиқариш ва стратегик хом ашёни дастлабки қайта ишлаш соҳасида фаолиятни амалга оширувчи акциядорлик жамиятларининг, шунингдек табиий монополиялар субъектларининг ҳамда ижтимоий аҳамиятга эга бўлган товарлар ва хизматларни тартибга солиб бориладиган нархлар бўйича етказиб берувчилар	262 та

2.5-расм. Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг 2016 йил 10 февралдаги 33-сонли Қарорига мувофиқ акциядорлик жамиятлари гуруҳлари²²

Учинчи гуруҳ таркибига кирувчи акциядорлик жамиятлари, яъни ишлаб чиқариш ва стратегик хом ашёни дастлабки қайта ишлаш соҳасида фаолиятни амалга оширувчи, шунингдек, табиий монополиялар субъектларининг ҳамда ижтимоий аҳамиятга эга бўлган товарлар ва хизматларни тартибга солиб бориладиган нархлар бўйича етказиб берувчи акциядорлик жамиятлари 262 тани ташкил этади. Ушбу акциядорлик жамиятларидан айримлари бугунги кунга қадар 15% ёки ундан ортиқ миқдорда хорижий инвестициялар жалб қилиб бўлган, айримлари эса давлат аҳамиятига молик лойиҳаларни амалга ошираётганликлари сабабли хорижий инвестицияларни жалб қилиш талаб этилмайди.

Юқорида таъкидлаб ўтилган ҳукумат қарорлари ижросини бажариш мақсадида бугунги кунда акциядорлик жамиятлари томонидан хорижий инвестициялар жалб қилинмоқда. Ушбу акциядорлик жамиятларидан бугунги кунда 37 таси томонидан хорижий инвестициялар жалб қилинган бўлиб, ушбу акциядорлик жамиятлари хусусида тўхталиб ўтиш мақсадга мувофиқдир (2.1-жадвал).

²²Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг 2016 йил 10 февралдаги 33-сонли Қарори маълумотлари асосида тайёрланди.

Мамлакатимизда акциядорлик жамиятлари томонидан бугунги кунда жалб қилинаётган хорижий инвестициялар ҳолатини 2.1-жадвал маълумотларидан кўришимиз мумкин. Ушбу жадвал маълумотларига мувофиқ бугунги кунга қадар ўрганилаётган 37 та акциядорлик жамиятларидан 15 таси устав капиталида улуши 15% миқдорда хорижий инвестициялар жалб қилган. 10 та акциядорлик жамиятлари устав капиталида 15,1%дан 30% гача миқдорда хорижий инвестицияларни жалб қилишга эришган. Қолган 12 та акциядорлик жамиятлари эса устав капиталида 31,1%дан 93,2% гача миқдорда хорижий инвестицияларни жалб қилишга эришган.

2.1-жадвал

Акциядорлик жамиятлари томонидан хорижий инвестицияларни жалб қилишнинг амалдаги ҳолати²³

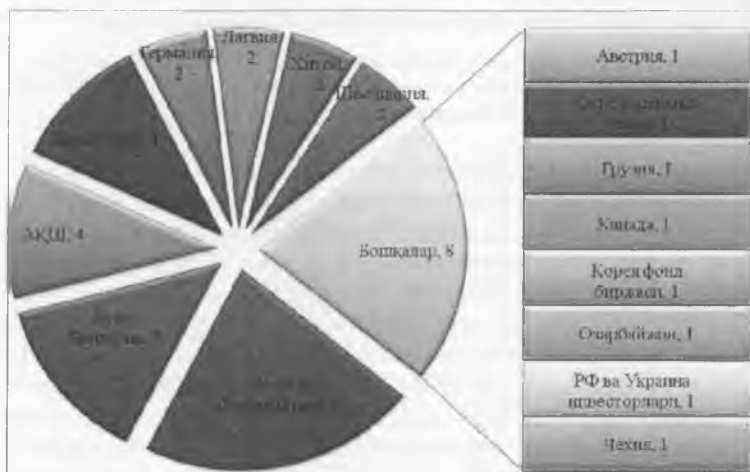
№	Акциядорлик жамиятлари номи	Сони	Кирилган хорижий инвестициялар улуши
1	“Энерго таъмир” АЖ, “Ўзэнерготаяминлаш” АЖ, “Гранит” АЖ, “Тошкент йўловчи вагонларини куриш ва таъмирлаш заводи” АЖ, “Сино” АЖ, “Наманган вино” АЖ, “Денов вино-арок” АЖ, “Сирдарё вино” АЖ, “Конвин” АЖ, “Ипак йули банк” АЖ “Ўзсувлойтиха” АЖ, “Қашқадарё дори-дармон” АЖ, “Тошкент вилояти дори-дармон” АЖ, “Фаргона дори-дармон” АЖ, “Андижон дори-дармон” АЖ	15 та	15%
2	“Навой дори-дармон” АЖ, “Шохруд” АЖ, “Нукус вино заводи” АЖ, “Электр тармоқ курилиш” АЖ, “Урганч шароб” АЖ, “Наманган дори-дармон” АЖ, “Мастона” АЖ, “Ўзбекистон шампани” АЖ, РФБ «Тошкент» АЖ, “Ўзкоммаишийсавдо” АЖ	10 та	15,1%-30%
3	“Агалык-ломанн-парранда” АЖ, “Нефт таъминот” АЖ, “Мадад” АЖ, “Фаргона гўшт-сут савдо” АЖ, “Гермес петрол системс” АЖ, “Самарқанд мрамар” АЖ, “Бизнес центр Самарқанд” АЖ, “Норинтекс” АЖ, “Ўзкимёполимерсавдо” АЖ, “Ангрен пак” АЖ, “Шифобахш булок” АЖ, “Тошкент курилиш моллари комбинати” АЖ	12 та	30,1%-93,2%

Бугунги кунга қадар мазкур 37 та акциядорлик жамиятларига қайси хорижий давлатлардан инвестициялар кириб келганлигини

²³ Ўзбекистон Республикаси Давлат рақобат кўмитаси маълумотлари (www.gki.uz) асосида муаллиф томонидан тайёрланди.

ўрганиш муҳим аҳамият касб этади ва буни 2.6-расмда кўришимиз мумкин.

Куйида келтирилган 2.6-расм маълумотларига кўра ўрганилаётган 37 та акциядорлик жамиятларидан саккизтаси Россия федерацияси, бештаси Буюк Британия, тўрттаси АҚШ, яна тўрттаси Ҳиндистон, иккитаси Германия, иккитаси Латвия, иккитаси Хитой, иккитаси Швейцария, олтитаси Австрия, Грузия, Канада, Озарбайжон ва Чехия давлатлари томонидан инвестициялар жалб қилишга эришган. Акциядорлик жамиятларидан биттаси Россия Федерацияси ва Украина давлатлари томонидан, биттаси Осиё тараққиёт банки ва яна биттаси Корея фонд биржаси томонидан инвестициялар жалб қилишга эришган.



2.6-расм. ЎЗР Вазирлар Маҳкамасининг 2016 йил 33-сонли Қарори ижросини бажариш мақсадида акциядорлик жамиятлари томонидан устав капиталида камида 15 % инвестициялар жалб қилинган хорижий давлатлар²⁴

2016 йил 5 августда Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг “Ўзбекистон Республикаси Президентининг “Акция-

²⁴ Ўзбекистон Республикаси Давлат рақобат кўмитаси маълумотлари (www.gki.uz) асосида муаллиф томонидан тайёрланди.

дорлик жамиятларига хорижий инвесторларни жалб этишга доир кўшимча чора-тадбирлар тўғрисида” 2015 йил 21 декабрдаги ПҚ-2454-сон Қарорининг бажарилиши ҳақида”ги 252-сонли Қарори қарори қабул қилинди. Ушбу Қарор бугунги кунда акциядорлик жамиятлари ҳамда давлат ўртасидаги ўзаро ҳамкорликларни янада ривожлантириш ва самарали ташкил этишда муҳим аҳамият касб этмоқда деб, таъкидлашимиз мумкин. Чунки ушбу қарорга мувофиқ бугунги кунда давлат иштирокидаги аксарият акциядорлик жамиятлари учун хорижий инвестицияларни жалб қилиш муддатлари узайтирилди ва айрим акциядорлик жамиятлари эса бошқа ташкилий-ҳуқуқий шаклдаги юридик шахсларга айлантирилди (2.2-жадвал).

2.2-жадвал

Хорижий инвестицияларни жалб қилиш муддатлари узайтирилган ва бошқа ташкилий-ҳуқуқий шаклидаги юридик шахсларга айлантирилган акциядорлик жамиятлари²⁵

№	Кўрсаткичлар	Акциядорлик жамиятлари сони
1	Хорижий инвесторларни жалб этишнинг узил-кесил муддатини 2016 йил 1 ноябргача этиб белгиланган акциядорлик жамиятлари	26 та
2	Хорижий инвесторларни жалб этишни 2016 йил 31 декабргача қилиб белгиланган акциядорлик жамиятлари	61 та
3	Хорижий инвесторларнинг акциядорлик жамиятлари ишлаб чиқариш қувватлари негизда ташкил қилишида иштирок этадиган кўшма корхоналар	15 та
4	Танлов асосида «нол» сотиш қиймати бўйича, инвесторлар томонидан инвестиция мажбуриятлари қабул қилинган ҳолда хусусий мулк этиб сотиладиган акциядорлик жамиятларининг акциялари пакетлари ва давлат активлари	15 та
5	Бошқа ташкилий-ҳуқуқий шаклидаги юридик шахслар сифатида шакллантирилаётган акциядорлик жамиятлари	35 та

Вазирлар Маҳкамасининг 252-сонли Қарорига мувофиқ давлат иштирокидаги айрим акциядорлик жамиятлари учун хорижий

²⁵Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг 2016 йил 5 августдаги “Ўзбекистон Республикаси Президентининг “Акциядорлик жамиятларига хорижий инвесторларни жалб этишга доир кўшимча чора-тадбирлар тўғрисида” 2015 йил 21 декабрдаги ПҚ-2454-сон Қарорининг бажарилиши ҳақида”ги 252-сонли Қарори иловалари маълумотлари асосида тайёрланди.



инвестицияларни жалб қилиш муддатлари узайтирилди ва айрим акциядорлик жамиятлари улар томонидан 2016 йил 1 июлгача устав капиталида камида 15% миқдорида хорижий инвестициялар жалб қилинмаганлиги учун бошқа ташкилий-ҳуқуқий шаклдаги юридик шахсларга айлантирилди. Бу бўйича маълумотларни 2.2-жадвалда кўришимиз мумкин. Ушбу 2.2-жадвал маълумотларига кўра 26 та акциядорлик жамиятлари учун хорижий инвесторларни жалб этишнинг узил-кесил муддатини 2016 йил 1 ноябргача этиб белгиланди. 61 та акциядорлик жамиятлари учун эса хорижий инвесторларни жалб этишни 2016 йил 31 декабргача қилиб белгиланди. Шунингдек, хорижий инвесторлар иштирокида 15 та қўшма корхона ташкил этилиши ҳамда яна бошқа 15 та акциядорлик жамиятларини инвестицион мажбуриятларини бажариш шарти билан инвесторларга “ноль” қийматда сотилиши белгилаб қўйилди. Бундан ташқари 35 та акциядорлик жамиятлари белгиланган муддатларда ва белгиланган миқдорларда хорижий инвестицияларни жалб қила олмаганликлари сабабли бошқа ташкилий-ҳуқуқий шаклдаги юридик шахсларга айлантирилиши белгиланди.

Шуни таъкидлаш лозимки, бугунги кунда мамлакатимизда акциядорлик жамиятлари фаолиятини самарали ташкил этиш ҳамда уларнинг маҳаллий ва халқаро бозорларда самарали фаолият юрита оладиган акциядорлик жамиятларини ташкил этишга давлат томонидан катта эътибор қаратилмоқда. Бунинг натижасида бугунги кунда мамлакатимизда акциядорлик жамиятларида замонавий корпоратив бошқарувни ташкил этишга эришилмоқда. Шунингдек, акциядорлик жамиятларининг ривожланиши ва уларнинг халқаро бозорлардаги нуфузини ошиши бевосита улар фаолиятида хорижий инвестицияларнинг мавжудлигига ҳам боғлиқдир. Шу сабабдан бугунги кунда олиб борилаётган ислохотларда айнан ушбу масалаларни ҳал этишга катта эътибор қаратилмоқда.

2.3. Мамлакатимиз акциядорлик жамиятларида давлат иштироки ҳолати таҳлили

Мамлакатимизда сўнгги йилларда олиб борилаётган иқтисодий ислохотларда акциядорлик жамиятларининг устав капиталидаги давлат улуши ва активларини хусусий инвесторларга сотиш ҳисобидан республика иқтисодиётида хусусий мулкнинг даражаси

ва ролини тубдан ошириш, улар фаолиятига хорижий инвестицияларни жалб этишни кенгайтириш, хусусийлаштириш жараёнларини чуқурлаштиришга катта эътибор қаратилмоқда. Бу ўз навбатида акциядорлик жамиятларида ишлаб чиқаришни модернизациялаш ҳамда уларнинг ички ва ташқи бозорларда рақобатдошлигини оширишга замин яратади. Шундан келиб чиққан ҳолда куйида бугунги кунда мамлакатимизда фаолият юритаётган акциядорлик жамиятларида давлат иштироки ҳолати хусусида атрофлича тўхталиб ўтамиз.

Бизга маълумки, давлатнинг акциядорлик жамиятлари устав капиталида маълум бир улуш орқали иштирок этиши давлат молияси ва корпоратив молия ўртасидаги ўзаро боғлиқликни таъминловчи механизмлардан биридир. Бугунги кунда мамлакатимизда фаолият юритаётган акциядорлик жамиятлари сони 2017 йилнинг январ ойи ҳолатига 659 тани ташкил этади. Умуман олганда мамлакатимизда сўнгги йилларда олиб борилаётган иқтисодий ислохотлар натижасида мамлакатимизда акциядорлик жамиятлари сони сезиларли равишда камайиш тенденциясига эга. Бунга Ўзбекистон Республикаси Президентининг “Акциядорлик жамиятларига хорижий инвесторларни жалб этишга доир қўшимча чора-тадбирлар тўғрисида” 2015 йил 21 декабрдаги ПҚ-2454-сон Қарорининг қабул қилиниши ҳамда ушбу қарор ижросини таъминлаш мақсадида мамлакатимизда хорижий инвестицияларни белгиланган миқдорда ва муддатларда жалб қила олмаган акциядорлик жамиятларини босқичма-босқич бошқа мулкчилик шаклидаги хўжалик юритувчи субъектларга айлантириш амалиёти қўлланилаётганлиги сабаб бўлмоқда.

Бизнинг фикримизча ушбу амалиётни амалга ошириш бир томонлама қараганда мақсадга мувофиқ деб ўйлаймиз. Чунки, мамлакатимиздаги ҳар бир акциядорлик жамиятининг инвестицион жозибадорлиги юқори даражада бўлиши ва исталган вақтда хорижий инвестицияларни жалб қила оладиган даражага чиқиши лозим. Келгусида бундай акциядорлик жамиятлари сонининг ортиши мамлакатимиз иқтисодий барқарорлигини таъминлашда ҳамда аҳолини иш билан банд қилиш орқали уларнинг турмуш фаровонлигини оширишда муҳим роль ўйнайди. Бошқа томондан қараганда эса, акциядорлик жамиятларига хорижий инвестицияларни мажбуран жалб қилишни ташкил этиш ва хорижий

инвестицияларни жалб қилмаган акциядорлик жамиятларини бошқа мулкчилик шаклидаги хўжалик юритувчи субъектларга айлантириш бозор иқтисодиёти шароитида акциядорлик жамиятларининг эркин фаолият юритиши ва юксак мақсадларига эришишига тўсқинлик қилади. Мазкур ислохотлар натижасида мамлакатимизда айрим инвестицион жозибаторлиги паст бўлган акциядорлик жамиятларини бугунги кунда қонунчилик доирасида бошқа мулкчилик шаклидаги хўжалик юритувчи субъектларга айлантириш амалиёти қўлланилмоқда. Шу сабабли ҳам сўнги вақтларда мамлакатимизда акциядорлик жамиятлари сонини камайтириб, уларнинг сифатини ошириб боришга давлат томонидан катта эътибор қаратилмоқда.

Мамлакатимизда фаолият юритаётган акциядорлик жамиятларини уларнинг устав капиталида давлатнинг иштирокига қараб, икки гуруҳга ажратишимиз мумкин, яъни давлат иштирокидаги акциядорлик жамиятлари ва давлат иштироки мавжуд бўлмаган акциядорлик жамиятлари. Бундай тасниф бўйича амалдаги ҳолат ва уларнинг устав капитали ҳақидаги маълумот қуйидаги жадвалда келтирилган (2.3-жадвал).

2.3-жадвал маълумотларига кўра бугунги кунда мамлакатимизда 659 та акциядорлик жамиятлари фаолият юритади. Ушбу акциядорлик жамиятларидан 158 тасининг устав капиталида турли даражада давлатнинг иштироки мавжуд. Яъни, қолган 501 та акциядорлик жамиятлари устав капиталида давлатнинг иштироки мавжуд эмас. Шунингдек, ушбу маълумотларга мувофиқ, 659 та акциядорлик жамиятларидаги умумий устав капитали 30463,50 млрд сўмни ташкил этади. Шундан давлат иштироки мавжуд бўлган 158 та акциядорлик жамиятлари умумий устав капитали 24567,95 млрд сўмни ташкил этиб, ушбу устав капиталининг 21830,47 млрд сўм миқдордаги қисми давлат улушига тўғри келади.

Устав капиталида давлат иштироки мавжуд бўлмаган 501 та акциядорлик жамиятларида умумий устав капитали миқдори 5895,55 млрд сўмни ташкил этади. Ушбу маълумотлар ўз навбатида, давлат иштирокидаги акциядорлик жамиятлари бўйича ўртача устав капитали миқдори 155,5 млрд сўмни, давлат иштироки мавжуд бўлмаган акциядорлик жамиятлари бўйича эса ўртача устав капитали миқдори 11,8 млрд сўмни ташкил этишини кўрсатади.

**Давлат иштирокидаги ва давлат иштироки мавжуд бўлмаган
акциядорлик жамиятларида умумий устав капитали
(05.01.2017 ҳолатига)²⁶**

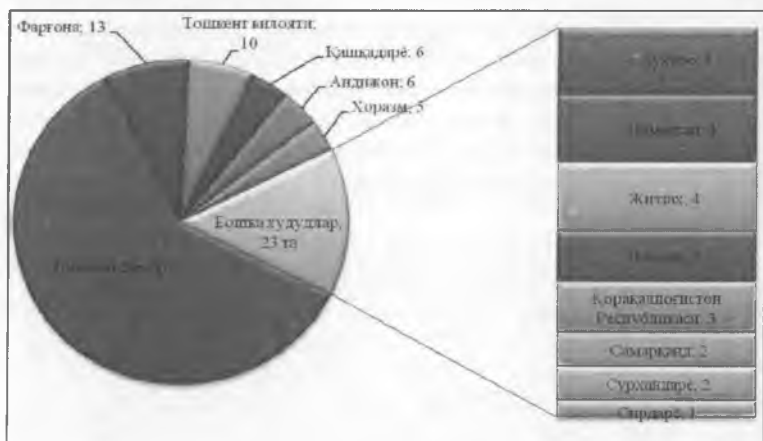
	Кўрсаткичлар	АЖлар сони	АЖларининг умумий УК (млрд сўм)	АЖларининг умумий УКда давлат иштироки (млрд сўм)	АЖларининг УКда ўртача давлат улуши (%да)
1	Давлат иштирокидаги АЖлар	158	24567,95	21830,47	88,86%
2	Давлат иштироки мавжуд бўлмаган АЖлар	501	5895,55	0	0%
3	Давлат иштирокидаги АЖларда ўртача УК миқдори	x	155,5	138,2	88,86%
4	Давлат иштироки мавжуд бўлмаган АЖларда ўртача УК миқдори	x	11,8	0	0%
ЖАМИ		659	30463,50	21830,47	71,66%

Бу ўз навбатида, давлат иштирокидаги акциядорлик жамиятларидаги ўртача устав капитали миқдори давлат иштироки мавжуд бўлмаган акциядорлик жамиятларидаги ўртача устав капитали миқдорига қараганда 13 (155,5/11,8) баробардан ортиқ эканлигини кўрсатади. Шунингдек, давлат иштирокидаги акциядорлик жамиятлари устав капиталида давлат улуши ўртача 88,86%ни ташкил этади. Ушбу миқдор бугунги кунда мамлакатимиздаги жами акциядорлик капиталига нисбатан 71,66%ни ташкил этади.

Давлат ва хусусий сектор ҳамкорлигида ташкил этилган акциядорлик жамиятларининг ҳудудлар кесимида таксимланиш ҳолатини ўрганиб чиқиш мазкур илмий тадқиқот ишимизнинг моҳиятини янада ёритиб беришда муҳим аҳамият касб этади. Буни 1-расмда кўришимиз мумкин. Ушбу расм маълумотларига кўра, давлат иштирокидаги 158 та акциядорлик жамиятларининг 95 таси Тошкент шаҳрида, 13 таси Фарғона вилоятида, 10 таси Тошкент вилоятида, 12 таси 6 тадан Қашқадарё ва Андижон вилоятларида, 5

²⁶ www.openinfo.uz – (Корпоратив ахборот ягона портали расмий веб сайти) ва www.deponet.uz (Марказий депозитария расмий веб сайти) маълумотлари асосида муаллиф томонидан тайёрланди.

таси Хоразм вилоятида, 12 таси 4 тадан Бухоро, Наманган ва Жиззах вилоятларида, 6 таси 3 тадан Навоий вилояти ва Қорақалпоғистон Республикасида, 4 таси 2 тадан Самарканд ва Сурхондарё вилоятларида ҳамда 1 таси Сирдарё вилоятида фаолият юритади. Демак, шуни алоҳида таъкидлаш мумкинки, мамлакатимизда давлат иштирокидаги акциядорлик жамиятларининг асосий қисми Тошкент шаҳрида фаолият олиб бормоқда. Яъни, бошқа сўз билан айтганда, устав капиталда иштирок этиш бўйича давлат ва корпоратив тузилмалар ўртасидаги ўзаро ҳамкорлик кўлами Тошкент шаҳрида бошқа ҳудудларга қаранганда анча юқори эканлигини қайд этиш мумкин.



2.7-расм. Ҳудудлар кесимида давлат иштирокидаги акциядорлик жамиятлари сони (05.01.2017 ҳолатига)²⁷

Маълумки, мамлакатимизда фаолият юритаётган акциядорлик жамиятларида давлатнинг иштироки турличадир. Бу эса ўз навбатида, давлат ва акциядорлик жамиятлари ўртасидаги ўзаро инвестицион ҳамкорликларнинг турлича бўлишини акс эттиради. Шу сабабли ҳам давлат ва акциядорлик жамиятлари ўртасидаги ўзаро инвестицион ҳамкорлик муносабатларини чуқурроқ ўрганиш

²⁷ www.csam.uz – (Давлат активларини бошқариш маркази расмий веб сайти) маълумотлари асосида муаллиф томонидан тайёрланди.

ва бунда акциядорлик жамиятлари устав капиталида давлат иштироки даражасини чуқурроқ ўрганиш муҳим аҳамият касб этади. Шундан келиб чиққан ҳолда акциядорлик жамиятларини устав капиталидаги давлатнинг улушига кўра гуруҳларга ажратамиз ҳамда уларда давлат улушининг ўртача миқдори хусусида тўхталиб ўтамиз (2.4-жадвал).

2.4-жадвал

Давлат иштироки турлича бўлган акциядорлик жамиятлари ва уларда умумий устав капитали (05.01.2017 ҳолатига)²⁸

№	АЖларда давлат улуши бўйича оралиқлар	АЖлар сони	АЖларнинг умумий УК (млрд сўм)	АЖларнинг умумий УКда давлат иштироки (млрд сўм)	АЖларнинг УКда ўртача давлат улуши (%)
A	B	C	D	E	G = E/D*100%
1	10% гача	11 та	304,26	9,97	3,28%
2	10% дан 20% гача	3 та	47,85	5,15	10,77%
3	20% дан 30% гача	9 та	389,92	94,77	24,30%
4	30% дан 40% гача	5 та	90,13	32,53	36,09%
5	40% дан 50% гача	14 та	2366,06	1143,83	48,34%
Давлат улуши 50% гача бўлган АЖлар		42 та	3198,23	1286,24	40,22%
6	50% дан 60% гача	55 та	409,29	219,55	53,64%
7	60% дан 70% гача	8 та	970,97	645,52	66,48%
8	70% дан 80% гача	11 та	332,37	248,05	74,63%
9	80% дан 90% гача	9 та	849,21	738,56	86,97%
10	90%дан 100%гача	10 та	5094,81	4979,48	97,74%
11	100%	23 та	13713,07	13713,07	100%
Давлат улуши 50% дан ортиқ бўлган АЖлар		116 та	21369,72	20544,23	96,14%
ЖАМИ		158 та	24567,95	21830,47	88,86%

Юқорида келтирилган 2.4-жадвалда мамлакатимизда давлат иштироки мавжуд бўлган акциядорлик жамиятларининг устав капиталида давлат улушининг миқдори ҳар 10% оралиғига эга бўлган акциядорлик жамиятлари сони, уларда умумий устав капитали миқдори ҳамда улар бўйича давлат улушининг ўртача миқдори келтирилган. Ушбу жадвал маълумотларига мувофиқ, давлат иштироки 10% гача бўлган акциядорлик жамиятлари сони

²⁸ www.openinfo.uz – (Корпоратив ахборот ягона портали расмий веб сайти) ва www.deponet.uz (Марказий депозитария расмий веб сайти) маълумотлари асосида муаллиф томонидан тайёрланди.



11 тани ва улардаги умумий устав капитали миқдори 304,26 млрд сўмни ташкил этади ҳамда уларнинг умумий устав капиталидаги давлатнинг улуши 9,97 млрд сўм ёки ўртача 3,28% ни ташкил этади.

Давлат иштироки устав капиталида 50% гача бўлган акциядорлик жамиятлари сони 42 тани, умумий устав капитали миқдори 3198,23 млрд сўмни ташкил этади. Ушбу 42 та акциядорлик жамиятлари устав капиталида ўртача давлат улуши 40,22%ни ёки 1286,24 млрд сўмни ташкил этади. Мамлакатимизда 55 та акциядорлик жамиятларининг устав капиталида давлат иштироки 50-60% оралиғида бўлиб, ушбу акциядорлик жамиятларининг умумий устав капитали миқдори 409,29 млрд сўмни ташкил этади. Ушбу акциядорлик жамиятларининг умумий устав капиталида давлат улуши ўртача 53,64%ни ташкил этади. Шунингдек, мамлакатимизда 23 та акциядорлик жамиятларида давлат иштироки 100% ни ташкил этиб, уларнинг умумий устав капитали миқдори 13713,07 млрд сўмни ташкил этади. Шундай қилиб мамлакатимизда 158 та акциядорлик жамиятларидан 116 тасида давлат улуши 50% дан ортиқни ташкил этади. Ушбу акциядорлик жамиятларида умумий устав капитали миқдори 21369,72 млрд сўмни ташкил этиб, ушбу миқдорнинг 20544,23 млрд сўм қисми, яъни 96,14% и давлатга тегили бўлиб ҳисобланади.

Мамлакатимизда давлат ва корпоратив ҳамкорлик муносабатларида хўжалик бошқарув органларининг ўрни муҳим аҳамият касб этади. Хўжалик бошқарув органлари хусусида қатор меъёрий-ҳуқуқий ҳужжатларда алоҳида тўхталиб ўтилган. Хусусан, Ўзбекистон Республикаси Президентининг “Хўжалик бошқарув органлари тизимини такомиллаштириш тўғрисида” 2003 йил 22 декабрдаги ПФ-3366-сонли Фармонида қуйидаги асосий ташкилий-ҳуқуқий шаклларда ташкил этиладиган хўжалик бирлашмалари хўжалик бошқаруви органлари ҳисобланиши келтириб ўтилган²⁹:

1) таркибига кирувчи корхоналарнинг хўжалик бирлашмасига тегишли бўлган акция пакетлари орқали ана шу корхоналарнинг хўжалик бошқарувини амалга оширувчи акциядорлик компаниялари, шу жумладан давлат-акциядорлик компаниялари;

²⁹ Ўзбекистон Республикаси Президентининг “Хўжалик бошқарув органлари тизимини такомиллаштириш тўғрисида” 2003 йил 22 декабрдаги ПФ-3366-сонли Фармони

2) муассис-корхоналар томонидан улар фаолиятига кўмаклашиш учун муассис-корхоналарнинг акциялари пакетларини бошқариш ҳуқуқисиз айрим умумий вазибаларни уларга топшириш йўли билан ихтиёрлик асосида ташкил қилинадиган уюшмалар.

Демак, акциядорлик жамиятлари шаклидаги хўжалик бошқарув органлари устав капиталида давлат иштироки мавжуд бўлган ва акциялар бўйича бошқарув пакети давлатга тегишли бўлган акциядорлик жамиятлари бўлиб ҳисобланади. Бундай хўжалик бошқарув органлари бугунги кунда қатор акциядорлик жамиятларининг устав капиталида маълум бир миқдорда акциялар пакетига эгаллик қилади. Масалан, “Дори-дармон” акциядорлик жамият устав капиталида давлатнинг иштироки 36,1 %ни ташкил этади ва бу акциядорлик жамияти ҳам хўжалик бошқарув органи бўлиб саналади. Мазкур хўжалик бошқарув органининг бошқарувида ҳудудларда 8 та акциядорлик жамиятлари мавжуд. Ушбу акциядорлик жамиятлари “Тошкент шаҳар дори-дармон” АЖ, “Тошкент вилояти дори-дармон” АЖ, “Навой дори-дармон” АЖ, “Фарғона дори-дармон” АЖ, “Самарқанд дори-дармон” АЖ, “Қашқадарё дори-дармон” АЖ, “Андижон дори-дармон” АЖ ва “Наманган дори-дармон” АЖ бўлиб ҳисобланади. Ушбу акциядорлик жамиятларининг ҳар бири устав капиталида “Дори-дармон” акциядорлик жамияти 51% ва ундан ортиқ улушга эга бўлиб, уларнинг устав капиталида давлатнинг иштироки мавжуд эмас³⁰. Устав капиталида давлат ва хўжалик бошқарув органлари иштироки мавжуд акциядорлик жамиятлари ҳақида маълумотларни 2.5-жадвалда кўришимиз мумкин. Бу ўз навбатида бизга мамлакатимизда фаолият юритаётган акциядорлик жамиятлари фаолиятларида давлат ва хўжалик бошқарув органларининг ўрни қай даражада эканлиги тўғрисида умумий маълумот беради.

Куйидаги 2.5-жадвал маълумотларига кўра мамлакатимизда фаолият юритаётган акциядорлик жамиятларидан 158 тасида давлат иштироки мавжуд бўлиб, хусусан, шундан 43 та акциядорлик жамиятларида давлат билан бир қаторда хўжалик бошқарув органларининг ҳам иштироки мавжуд.

Мамлакатимизда давлат иштироки мавжуд бўлмаган қолган 501 та акциядорлик жамиятларининг 376 таси устав капиталида хўжалик бошқарув органларининг турли даражада иштироки

³⁰ www.doridarmon.uz – (“Дори-дармон” акциядорлик жамиятрасмий веб сайти).

мавжуддир. Устав капиталида хўжалик бошқарув органлари эмас, фақатгина давлат иштироки мавжуд бўлган 115 та акциядорлик жамиятларида умумий устав капитали 22658,58 млрд сўм бўлиб, бунда давлатнинг иштироки 20959,54 сўм бўлиб ҳисобланади. Ушбу акциядорлик жамиятлари устав капиталининг ўртача миқдори 197,0 млрд сўмни ташкил этади. Ҳам давлат ҳам хўжалик бошқарув органлари иштирокидаги 43 та акциядорлик жамиятларида умумий устав капитали миқдори 1909,38 млрд сўмни ташкил этиб, бунда фақатгина давлатнинг иштироки 870,93 млрд сўмни ташкил этади.

2.5-жадвал

Давлат ва хўжалик бошқарув органлари иштирокидаги акциядорлик жамиятлари (05.01.2017 ҳолатига)³¹

№	Кўрсаткичлар	АЖлар сони	АЖларнинг умумий устав капитали (млрд сўм)	АЖлар устав капиталида давлат иштироки (млрд сўм)	АЖларда ўртача устав капитали миқдори
A	B	C	D	E	F=D/C
1	АЖлар устав капиталида давлат иштироки	115	22658,58	20959,54	197,0
2	АЖлар устав капиталида давлат ва хўжалик бошқарув органлари иштироки	43	1909,38	870,93	44,4
3	АЖлар устав капиталида хўжалик бошқарув органлари иштироки	376	4677,06	0	12,4
4	Хусусий АЖлар	125	1218,87	0	9,8
АЖлар сони ЖАМИ		659	30463,9	21830,47	46,2

Ушбу акциядорлик жамиятлари устав капиталининг ўртача миқдори эса 44,4 млрд сўмни ташкил этади. Устав капиталида давлат иштироки мавжуд бўлмаган, лекин хўжалик бошқарув органларининг иштироки мавжуд 376 та акциядорлик жамиятларида умумий устав капитали миқдори 4677,06 млрд сўмни ва ўртача устав капитали миқдори эса 12,4 млрд сўмни ташкил этади.

³¹www.openinfo.uz – (Корпоратив ахборот ягона портали расмий веб сайти) ва www.deponet.uz (Марказий депозитария расмий веб сайти) маълумотлари асосида муаллиф томонидан тайёрланди.

Қолган 125 та хусусий акциядорлик жамиятларида умумий устав капитали миқдори 1218,87 млрд сўмни ва уларнинг ўртача устав капитали миқдори эса 9,8 млрд сўмни ташкил этади. Демак, давлат иштирокидаги акциядорлик жамиятларидаги ўртача устав капитали миқдори хўжалик бошқарув органлари иштирокида ташкил этилган акциядорлик жамиятлари бўйича ўртача устав капитали миқдоридан юқори эканлигини ҳамда ушбу миқдор эса хусусий акциядорлик жамиятлари бўйича ўртача устав капитали миқдоридан юқоридир.

2.4. Давлат ва корпоратив молия муносабатларда солиқ хавфсизлигини таъминлаш масалалари

Маълумки, солиқлар ҳам корпоратив молия ҳам давлат молиясида алоҳида муҳим аҳамиятга эга. Чунки бугунги кунда барча турдаги тадбиркорлик субъектлари молияси ва давлат молияси ўртасидаги муносабатларнинг асосини солиқ муносабатлари ташкил этади. Корпоратив тузилмалар молиявий барқарорлигини ошириш орқали давлат молиявий барқарорлигини янада ошириб боришни таъминлашда солиқ тизимидаги мавжуд муаммоларни, яъни молия тизимида салбий таъсир этиши мумкин бўлган солиқлар ва мажбурий ажратмалар билан боғлиқ ҳолатларни бартараф этиш масалалари, яъни солиқ хавфсизлигини таъминлаш алоҳида муҳим аҳамиятга эга ҳисобланади. Шундан келиб чиққан ҳолда куйида солиқ хавфсизлигини таъминлашнинг корпоратив молия ва давлат молиясининг самарали ишлашидаги аҳамиятли жиҳатлари хусусида тўхталиб ўтамыз.

Солиқ хавфсизлиги тушунчасининг иктисодий моҳияти бевосита солиқ билан боғлиқлиги сабабли, аввало солиқ рисклари моҳиятига тўхталиб ўтишимиз лозим.

Иктисодий адабиётларда солиқ рискларининг давлат ва корхона молиявий ҳолатига таъсир этиши ва унинг таъсирини камайтириш йўллари тўғрисида умумий маълумотлар келтирилган бўлиб, аммо солиқ рисклари даражаси қанча эканлиги ва унинг таъсири қанча миқдордаги молиявий йўқотишларга олиб келиши ҳақида маълумотлар келтирилмаган. Бугунги ўзгарувчан ташқи муҳит шароитида солиқ rischi даражасини аниқлаш мураккаб масалалардан бири ҳисобланади. Шунини ҳам таъкидлаш лозимки,

солиқ рискларининг мавжудлиги солиқ тўловчилар ва давлат бюджетининг молиявий йўқотишлар эҳтимолини келтириб чиқаради.

Умуман “Солиқ rischi” тушунчасига “Солиқ муносабатларида катнашувчи субъектларнинг ўз мажбуриятларини бажариш бора-сидаги фаолияти давомида юзага келиши мумкин бўлган ва солиқлар амал қилишдан бевосита манфаатдор бўлган томонларнинг қўшимча молиявий йўқотишларига сабаб бўлувчи хавф-хатар” дея таъриф бериш мақсадга мувофиқ, деб ўйлаймиз.

Бундан кўришиб турибдики солиқ рискларининг олдини олиш бевосита қўшимча молиявий йўқотишларнинг олдини олиш орқали молия тизимининг, хусусан давлат ва корпоратив тузилмалар молиявий барқарорлигини таъминлашга хизмат қилади ва солиқ хавфсизлигига замин яратади.

Солиқ хавфсизлиги иктисодий адабиётларда турлича баён этилган. Айрим адабиётларда солиқ хавфсизлигига солиқ тизимида юзага келиши мумкин бўлган салбий ҳолатларни бартараф этувчи иктисодий хавфсизликнинг таркибий қисми сифатида қаралади. Айримларида эса солиқ хавфсизлиги корпоратив молия ва давлат молиясида юзага келиши мумкин бўлган солиқ рискларини минималлаштириш ва уларни бартараф этишни таъминлаш сифатида қаралади.

Бу борада Б.В.Воронцовнинг фикрича, “Солиқ хавфсизлиги хўжалик юритувчи субъектлар томонидан ҳисобланган солиқларни ўз вақтида ва тўлиқ тўлаш, ижро этувчи ва қонунчилик органлари томонидан қонунчиликда белгиланган тартибда солиқ тўловчилар ҳуқуқларини ҳимоя қилиш орқали солиқ рискларини минималлаштириш таъминланган солиқ тўловчининг молиявий-иктисодий ҳолатини англади”³².

Бугунги кунда солиқ хавфсизлиги иктисодий хавфсизликнинг энг муҳим элементларидан бири бўлиб ҳисобланади. Давлат ўз функцияларини давлат бюджети орқали молиялаштириш манбалари мавжуд бўлган тақдирдагина бажара олади. Бунда солиқлар давлат бюджети даромадларининг асосий қисмини ташкил этади. Шунинг учун солиқ хавфсизлигини таъминлаш – жамият иктисодий хавфсизлигининг ажралмас қисмидир.

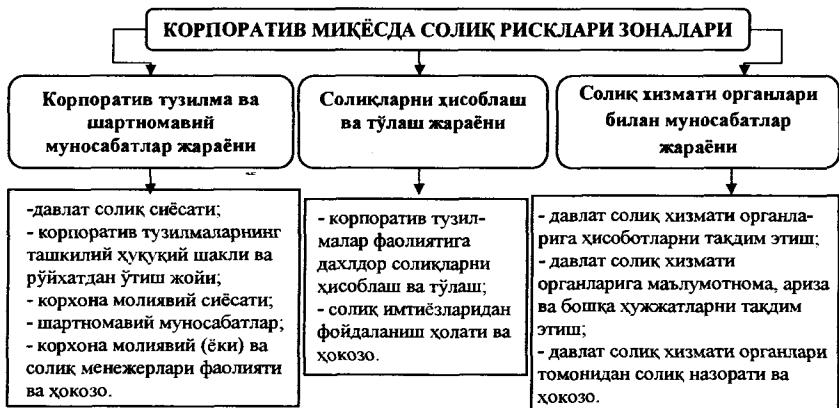
³² Воронцов Б.В. Налоговая безопасность государства и экономических систем [Электронный ресурс] // Проблемы современной экономики. 2008. № 3. URL: <http://www.m-economy.ru/art.php?nArtId=2199>.

Сўнги йилларда солиқ тизимини такомиллаштириш ва бу буйича олиб борилаётган солиқ ислохотлари жараёнида солиқ хавфсизлиги механизмини ишлаб чиқиш ва бунда корхоналар иктисодий хавфсизлигини ошириш ҳамда иктисодий хавфсизликнинг корхона фаолияти самарадорлигига таъсирини баҳолаш методларини ишлаб чиқиш ва жорий этиш бир-бирига боғлиқ равишда давлат солиқ хавфсизлигини таъминлаш ва молиявий баркарорлигини оширишга хизмат қилади.

Солиқ хавфсизлиги давлат ва корпоратив миқёсда ўрганилганда эътибор қаратиладиган жиҳатларни алоҳида-алоҳида кўриб чиқамиз. Аввало давлат солиқ хавфсизлигини таъминлашда эътибор қаратиладиган жиҳатлар сифатида давлат органлари томонидан солиқларнинг тегишли бюджетларга ўз вақтида ва тўлиқ тушиши кафолатланганлиги; солиқ тўловчиларнинг ҳуқуқ ва эркинликлари таъминланганлиги; миллий манфаатларнинг ҳимояланганлиги; солиқ сиёсатининг ижтимоий йўналтирилганлигини таъминлаш кабиларни келтиришимиз мумкин. Макроиктисодий жиҳатдан солиқ хавфсизлиги давлат бюджетига солиқлар ва мажбурий ажратмалар ўз вақтида ва тўлиқ келиб тушишининг кафолатланганлигини ўзида намоён этади.

Корпоратив миқёсда солиқ хавфсизлиги эса хўжалик юритувчи субъектлар томонидан ҳисобланган солиқларни белгиланган тартибда тўлаш имконияти яратилганлиги, солиқларнинг корхона молиявий ҳолатига таъсири минималлаштирилганлиги, ижро этувчи ва қонунчилик органлари томонидан корхонанинг солиқ тўловчи сифатида ҳуқуқ ва манфаатлари таъминланганлиги ҳолатини келтиришимиз мумкин. Корпоратив миқёсда солиқ хавфсизлигини таъминлаш асосида корхона фаолият самарадорлигига таъсир этувчи омилларни баҳолаш метод ва усулларидан фойдаланиш йўли орқали корхона фаолият доирасида солиқ юқини пасайтириш ва солиқ рискларини бошқариш ётади.

Солиқ хавфсизлигини таъминлашда авваламбор белгиланган тартиб қоидаларга, яъни умум эътироф этилган принципларга амал қилиниши муҳим аҳамият касб этади. Солиқ хавфсизлиги принциплари молия тизимида солиқ рискларини пасайтиришга ҳамда мамлакат иктисодий фаровонлигини оширишга хизмат қилади. Шундан келиб чиққан ҳолда куйида солиқ хавфсизлигини таъминлаш принциплари ҳақида тўхталамиз.



*2.8-расм. Корпоратив миқёсда солиқ рисклари зоналари*³³

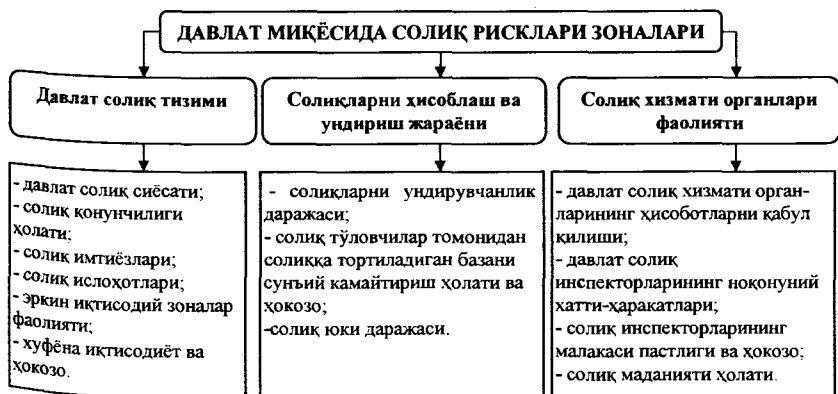
Солиқ хавфсизлигининг қонунийлик принципи барча фаолият ва соҳаларда солиқ муносабатларининг сўзсиз қонуний ташкил этиш лозимлигини биддиради. Солиқ хавфсизлигининг аниқлик принципи солиқ муносабатлари иштирокчилари учун солиқлар миқдорини ҳисоблаш тартиби аниқ белгилаб қўйилиши лозимлигини англатади. Чунки солиқларни тўлаш тартибидаги ноаниқликлар солиқ рискларининг юзага келишига олиб келади. Солиқ хавфсизлигини таъминлашнинг тартибга солиш принципи солиқ ҳуқуқбузарликлари ёки хатоликлари юзага келишининг олдини олиш мақсадида жавобгарлик чоралари белгиланишини назарда тутди. Солиқ хавфсизлигининг адолатлилик принципи солиқ мунозараларини адолатлилик асосида юритиш кераклигини англатади. Солиқ хавфсизлигини таъминлашнинг очиклик принципи корпоратив молиявий ҳисоботлардан ички солиқ назоратчилари, аудиторлар ва солиқ маслахатчилари учун фойдаланишга тўлиқ рухсат бериш лозимлигини назарда тутди.

Юқорида таъкидлаб ўтганимиздек, солиқ рисклари юзага келиши бевосита солиқ хавфсизлигига салбий таъсир кўрсатади. Шу боисдан солиқ рисклари зоналарини аниқлаш ўз навбатида солиқ хавфсизлигини таъминлаш имконини беради. Қуйида солиқ рисклари зоналарини корпоратив молия ва давлат молияси учун алоҳида-алоҳида кўриб чиқамиз. Қуйида корпоратив миқёсда солиқ рисклари зоналари акс эттирилган (2.8-расм).

³³Муаллиф томонидан тайёрланди.

Юкоридаги 2.8-расмда кўриниб турибдики, корпоратив миқёсда солиқ рисклари зоналари асосан корпоратив тузилма ва шартномавий муносабатлар жараёни, солиқларни ҳисоблаш ва тўлаш жараёни ҳамда солиқ хизмати органлари билан муносабатлар жараёнида юзага келади. Бугунги кунда амалиётда кўп учрайдиган солиқ рисклари асосан корпоратив тузилма ва шартномавий муносабатлар жараёнлари зонасида кузатилади. Чунки корпоратив молияда энг мураккаб жараёнлар самарали молиявий сиёсатни юритиш, оптимал шартномалар тузиш ва ҳокозолар ҳисобланади. Шунинг учун корхоналарда солиқ хавфсизлигини таъминлашда авваламбор корхоналарнинг ташкилий-ҳуқуқий шакли, корхоналар молиявий сиёсати, шартномавий муносабатларга, шунингдек, корхоналарда самарали солиқ менежментини ташкил этиш муҳим аҳамият касб этади.

Давлат бюджетига солиқлар ва мажбурий ажратмаларнинг ўз вақтида ва тўлиқ келиб тушмаслик хавф-хатарининг мавжудлиги бугунги кунда солиқ риск зоналарини давлат миқёсида ўрганишимиз заруриятини келтириб чиқаради. Давлат миқёсида солиқ рисклари зоналарини ўрганиш ҳамда давлат томонидан солиқ мажбуриятлари бажарилишини назорат қилишнинг самарали воситаларидан фойдаланиш солиқ рисклари келтириб чиқариши мумкин бўлган салбий оқибатларнинг олдини олиш имконини яратади. Қуйида давлат миқёсидаги солиқ риск зоналарини келтириб ўтамиз (2.9-расм).



2.9-расм. Давлат миқёсида солиқ рисклари зоналари³⁴

³⁴ Муаллиф томонидан тайёрланди.

Корхоналар фаолиятида солиқ рискларини камайтириш ва солиқ хавфсизлигини таъминлаш мақсадида ички солиқ назоратини ташкил этиш лозим, деб ўйлаймиз. Корхоналарда ташкил этиладиган ички солиқ назорати солиқ мажбуриятлари ижроси ҳолатини баҳолайди. Бунинг натижасида солиқ юки даражаси аниқланиб, уни камайтиришга қаратилган чора-тадбирларни амалга ошириш имкони тугилади. Шунингдек, солиқ тўловларининг ўтган даврдаги ҳолатларини ўрганиш ҳамда мавжуд камчиликларни олдиндан аниқлаш ва бартараф этиш имконини беради. Ички солиқ назорати самарадорлигини ошириш мақсадида солиқ маслаҳатчилари ёки аудиторлар хизматларидан фойдаланиши ҳам мумкин.

Корпоратив миқёсда солиқ хавфсизлигини таъминлашнинг яна бир усули сифатида солиқларни режалаштиришнинг таркибий қисми бўлган солиқ календарини тузишни келтиришимиз мумкин. Солиқ календари корхоналарнинг солиқ тўлаш муддатларини ўзида акс эттиради. Солиқ календарининг амал қилиши корхоналарда солиқ тўловларининг кечикиши билан боғлиқ хавф-хатарларни қисман камайтиради. Чунки мажбуриятларга мос равишда тўлов манбалари ҳам белгиланади. Қуйида корхоналар учун намунавий солиқ календари келтирамиз (2.6-жадвал).

Хулоса

Корпоратив молия ва давлат молияси ўртасидаги ўзаро боғлиқлик механизминини самарали ташкил этиш юзасидан олиб борилган илмий тадқиқот ишларимиз ҳамда юқоридаги илмий қарашларимиздан келиб чиққан ҳолда қуйидаги хулосаларни келтириб ўтамиз:

-корпоратив тузилмалар ва давлат ўртасидаги ўзаро молиявий муносабатлар тизими умумий молиявий муносабатларнинг асосий ва ажралмас қисми ҳисобланади ва уни самарали ташкил этиш ҳам корпоратив тузилмалар ҳам давлат молияси учун муҳим аҳамият касб этади;

- корпоратив тузилмалар ва давлат ўртасидаги ўзаро молиявий муносабатлар шартли равишда икки гуруҳга давлат корхоналари ва давлат ўртасидаги ҳамда хусусий корпоратив тузилмалар ва давлат ўртасидаги ўзаро молиявий муносабатларга бўлинади. Давлат корхоналари ва давлат ўртасидаги ўзаро молиявий муносабатларининг кўлами иккинчи гуруҳдагига караганда кенгроқдир;

Корхоналар учун намунавий солиқ календарі³⁵

№	Юридик шахслар томонидан тўланадиган солиқ ва унга тенглаштирилган тўловларнинг асосий турлари	Хар бир чорак бўйича солиқ тўланадиган кунлар																					
		1-ой					2-ой					3-ой											
		3	10	13	23	25	3	10	13	15	23	25	3	10	13	15	23	25					
1	Юридик шахслардан олинмаган фойда солиғи	+									+										+		
2	Юридик шахслардан олинмаган фойда солиғи*																						
	Мол-мулк солиғи																						
3	Ободонлаштириш ва ижтимоий инфратузилмани ривожлантириш солиғи																						
	Ободонлаштириш ва ижтимоий инфратузилмани ривожлантириш солиғи**																						
4	Юридик шахслардан олинмаган ер солиғи																						
5	Акция солиғи																						
6	Ягона ижтимоий тўлов																						
7	КҚС																						
8	Ер қазьридан фойдаланганлик учун солиқ																						
9	Сув ресурсларидан фойдаланганлик учун солиқ																						
	Сув ресурсларидан фойдаланганлик учун солиқ***																						
10	Қўшимча фойда солиғи																						
11	Пенсия жамғармасига мажбурий ажратмаларни																						
12	Республика йўл жамғармасига мажбурий ажратмалар																						
13	Таълим ва тибиёт муассасаларини реконструкция қилиш, мукаммал таъмирлаш ва жиҳозлаш жамғармасига мажбурий ажратмалар																						
Июш																							

* Солиқ солинадиган фойда энг кам иш ҳақининг 200 баробаридан камини ташкил этувчи корхоналар учун.

** Солиқ солинадиган фойда энг кам иш ҳақининг 200 баробаридан камини ташкил этувчи корхоналар учун.

*** Сув ресурсларидан фойдаланганлик учун солиқ сузмасин энг кам иш ҳақининг 200 баробаридан камини ташкил этувчи корхоналар учун.

³⁵ Ўзбекистон Республикаси Солиқ Кодекси асосида ишлаб чиқилган.

– корпоратив тузилмалар ва давлат ўртасидаги молияий муносабатларнинг асосий қисмини солиқ муносабатлари ташкил этади. Солиқ муносабатларини самарали ташкил этиш, солиқ қонунчилигини барқарорлаштириш ҳам корпоратив тузилмалар, ҳам давлат молияси учун муҳим аҳамият касб этади.

– сўнги йилларда амалга оширилаётган ислохотларда давлат ва корпоратив тузилмалар ҳамкорлигида инвестицион фаолиятни ташкил этишда асосан хорижий инвестицияларни жалб қилиш ҳамда давлат иштирокининг камайишига катта эътибор қаратилмоқда;

– акциядорлик жамиятлари устав капиталида хорижий инвесторларнинг улушини ошириш акциядорлик жамиятларининг маҳаллий ва халқаро молия бозорларида амалга оширадиган операцияларининг самарадорлиги таъминланишига замин яратади;

– хорижий инвестициялар иштирокида ташкил этиладиган акциядорлик жамиятларида замонавий корпоратив бошқарувни ташкил этиш учун шароит яратилади ва корпоратив бошқарув қарорларининг самарадорлиги таъминланади;

– хорижий инвестиция иштирокида ташкил этиладиган акциядорлик жамиятларида инновацион фаолиятни самарали ташкил этиш ва бу орқали экспорт ва импорт операцияларининг самарадорлигини таъминлаш, акциядорлик жамиятларини тез суръатларда ривожлантириш имконияти яратилади;

– мамлакатимизда фаолият юритаётган жами акциядорлик жамиятлари умумий устав капитали миқдорининг асосий қисмини давлат инвестициялари ташкил этади, яъни барча акциядорлик жамиятларидаги умумий устав капиталига нисбатан давлат томонидан киритган маблағлар 71,66%ни ташкил этади;

– мамлакатимиздаги акциядорлик жамиятлари умумий устав капиталида давлатнинг улуши хусусий сектор улушига қараганда бир неча марта кўпни ташкил этади. Яъни, мамлакатимиздаги умумий акциядорлик капиталининг 71,66%ни давлат улушига тўғри келади;

– давлат иштирокидаги акциядорлик жамиятларидаги ўртача устав капитали миқдори бошқа акциядорлик жамиятларидаги ўртача устав капитали миқдorigа қараганда 13 баробардан ортиқни ташкил этади, бу эса ўз навбатида давлат томонидан улуш киритган;

– мамлакатимизда давлат улуши 50% дан юкори бўлган акциядорлик жамиятлари сони давлат иштирокидаги бошқа акциядорлик жамиятлари сонига қараганда анча кўпни ташкил этади, шунингдек, давлат улуши 50%дан юкори бўлган акциядорлик жамиятларининг умумий устав капиталда давлатнинг ўртача улуши 88,86% ни ташкил этади;

– устав капиталда хўжалик бошқарув органларининг иштироки мавжуд бўлган акциядорлик жамиятларида давлатнинг улуши бўлмаса ҳам улардаги корпоратив бошқарув фаолиятига давлат таъсир кўрсатиши мумкин. Чунки, бундай акциядорлик жамиятлари устав капиталига давлат иштирокидаги акциядорлик жамиятлари улуш киритган;

– корпоратив миқёсда келтирилган солиқ хавфсизлигини таъминлаш йўллари ўз навбатида давлат миқёсида солиқ хавфсизлигини ҳам таъминлаш имконини беради;

– солиқ хавфсизлиги ҳам корпоратив молия ҳам давлат молияси учун муҳим аҳамият касб этиб этар экан уни таъминлаш учун давлат томонидан ҳамда хўжалик субъектлари томонидан аниқ чора тадбирлар белгиланиши лозим;

– давлат миқёсида солиқ хавфсизлигини таъминлаш учун солиқ қонунчилиги барқарорлигини таъминлаш, солиқ юки даражасини оптималлаштириш, солиқ сиёсати ижтимоийлигини таъминлаш, мунозараларни адолатли ҳал қилиш, миллий манфаатларнинг ҳимояланганлигини таъминлаш каби чора тадбирлар белгиланиши мақсадга мувофиқ;

– корпоратив миқёсда солиқ хавфсизлигини таъминлаш учун ички солиқ назоратини амалга ошириш, солиқ календарини шакллантириш, ташкилий ва шартномавий муносабатларни тўғри белгилаш, ижро этувчи ва қонунчилик органлари томонидан солиқ тўловчиларнинг ҳуқуқ ва манфаатлари таъминлаш каби чора тадбирлар белгиланиши лозим деб ўйлаймиз.

Умумий ҳолда хулоса қилишимиз мумкинки, корпоратив тузилмалар ва давлат ўртасидаги ўзаро молиявий муносабатлар тизимини самарали ташкил этиш, хусусан, корпоратив тузилмалар ва давлат ҳамкорлигидаги инвестицион муносабатлар ҳамда улар орасидаги солиқ муносабатларини самарали ташкил этиш ўз навбатида мамлакатимизда бизнес муҳити яхшиланишига ва аҳоли турмуш фаровонлиги ўсишига хизмат қилади.

Фойдаланилган адабиётлар

1. Ўзбекистон Республикасининг 2007 йил декабрдаги Солиқ Кодекси.

2. Ўзбекистон Республикасининг “Ўзбекистон Республикасининг айрим Қонун ҳужжатларига ўзгартиш ва қўшимчалар киритиш тўғрисида” 2016 йил 23 сентябрдаги ЎРҚ-411-сонли Қонуни.

3. Ўзбекистон Республикасининг «Акциядорлик жамиятлари ва акциядорларнинг ҳуқуқларини химоя қилиш тўғрисида»ги 2014 йил 6 майдаги Қонуни (янги таҳрири).

4. Ўзбекистон Республикаси Президентининг “Акциядорлик жамиятларида замонавий корпоратив бошқарув услубларини жорий этиш чора-тадбирлари тўғрисида” 2015 йил 24 апрелдаги ПФ-4720 сонли Фармони.

5. Ўзбекистон Республикаси Президентининг “Акциядорлик жамиятларига хорижий инвесторларни жалб этишга доир қўшимча чора-тадбирлар тўғрисида” 2015 йил 21 декабрдаги ПҚ-2454-сонли Қарори.

6. Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг 2016 йил 10 февралдаги “Ўзбекистон Республикаси Президентининг “Акциядорлик жамиятларига хорижий инвесторларни жалб этишга доир қўшимча чора-тадбирлар тўғрисида” 2015 йил 21 декабрдаги ПҚ-2454-сон Қарори ижросини таъминлаш тўғрисида”ги 33-сонли Қарори маълумотлари асосида тайёрланди.

7. Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг 2016 йил 5 августдаги “Ўзбекистон Республикаси Президентининг “Акциядорлик жамиятларига хорижий инвесторларни жалб этишга доир қўшимча чора-тадбирлар тўғрисида” 2015 йил 21 декабрдаги ПҚ-2454-сон Қарорининг бажарилиши ҳақида”ги 252-сонли Қарори иловалари маълумотлари асосида тайёрланди.

8. Воронцов Б.В. Налоговая безопасность государства и экономических систем [Электронный ресурс]. // Проблемы современной экономики. 2008. № 3. URL: <http://www.m-economy.ru/art.php?nArtId=2199>.

9. Krassimir Petrov. “Financial Management”. Video Lecture 01 (<https://www.youtube.com/watch?v=mX9nd0eQ-6g>).

Интернет сайтлари:

– www.gki.uz – (Ўзбекистон Республикаси Давлат рақобат кўмитасининг расмий веб сайти).

– www.csm.gov.uz – (Қимматли қоғозлар бозорини ривожлантириш ва мувофиқлаштириш маркази расмий веб сайти).

– www.openinfo.uz – (Корпоратив ахборот ягона портали расмий веб сайти).

– www.csam.uz – Ўзбекистон Республикаси Рақобат кўмитаси хузуридаги Давлат активларини бошқариш маркази расмий веб сайти.

III боб. КОРПОРАТИВ МОЛИЯНИ БОШҚАРИШДА МОЛИЯВИЙ ТАЪМИНОТНИ САМАРАЛИ ТАШКИЛ ЭТИШ ЙЎЛЛАРИ

Корпоратив тузилмалар фаолиятининг самарали ташкил этилиши ички бозорнинг сифатли товар (маҳсулот, иш, хизмат)лар билан таъминланишида муҳим аҳамият касб этиши билан бир вақтда халқаро даражада рақобатлаша оладиган компаниялар юзага келишига ҳам хизмат қилади. Бундан ўз-ўзидан мамлакатга товарлар импортининг камайишига, шунингдек, товарлар экспорти ҳажмининг ўсишига эришиш мумкин. Келтирилаётган аҳамиятли жиҳатларга эришиш учун корпоратив молияни бошқариш тизими самарали ишлаши, натижада эса молиявий ресурслар билан ўз вақтида таъминланиши талаб этилади. Халқаро амалиётда корпоратив тузилмаларнинг молиявий ресурслар жалб қилиш имконияти нисбатан кенг бўлиб, турли хил манбалар орқали молиявий таъминотни йўлга қўйишлари мумкин. Бунга молия бозори институтлари фаолиятининг юқори даражада ривожланганлиги ҳам ижобий таъсир кўрсатмоқда. Мамлакатимизда эса корпоратив тузилмаларнинг молиявий таъминотни ташкил этиш имкониятлари нисбатан чекланганлигини кўришимиз мумкин. Бунда биринчи навбатда банк кредитларининг қўлланилиши, акция ва облигациялар муомаласи эса нисбатан тор доирада амал қилиши, лизинг объектлари баҳосининг юқорилиги кабиларни алоҳида қайд этиб ўтиш лозим.

Корпоратив молияни бошқаришда молиявий таъминотни самарали ташкил этиш арзон молиявий ресурслар жалб қилиш, капитал баҳосини аниқлаш орқали капиталнинг оптимал таркибини шакллантириш, эмиссия қилинган қимматли қоғозларни муваффақиятли жойлаштириш, жалб қилинган қарз маблағларидан самарали фойдаланиш орқали мажбуриятларни ўз вақтида қоплаш натижасида ижобий кредит тарихига эга бўлиш, акциялар очик обунасини муваффақиятли амалга ошириш, эришилган соф фойдани реинвестициялашда ва дивидендларга тақсимлашда

оптимал нисбатни белгилаш кабилар билан белгиланади. Бу вазифаларнинг муваффақиятли амалга оширилиши корпоратив тузилма фаолиятининг муваффақиятли бўлишига, бозордаги нуфузи ошишига, бизнес қийматининг максималлашувига хизмат қилади.

Умуман юкорида келтириляётган жиҳатлар корпоратив молия-ни бошқаришда молиявий таъминотни самарали ташкил этишнинг долзарблигини ўзида ифодаляйди. Масаланинг долзарблигидан келиб чиққан ҳолда қуйида корпоратив тузилмаларда молиявий таъминотнинг назарий ва ташкилий хусусиятлари, амалдаги ҳолати, молиявий ресурсларни жалб қилишни самарали ташкил этиш йўллари хусусида ўз тадқиқотларимизни келтирамыз.

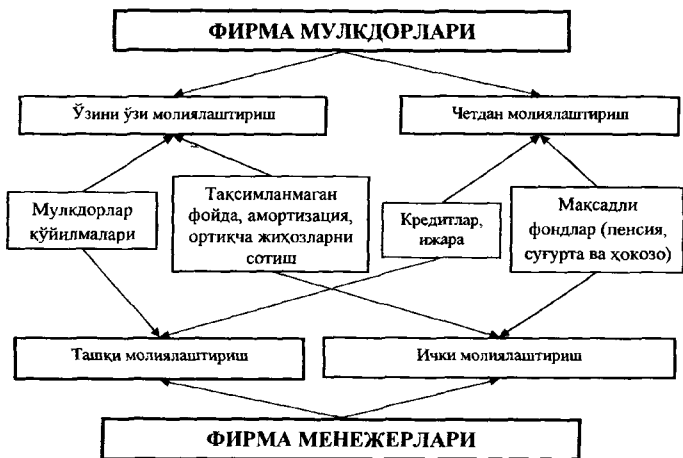
3.1. Корпоратив тузилмаларда молиявий таъминотнинг назарий ва ташкилий жиҳатлари

Корпоратив тузилмалар акциядорлар, давлат, юкори турувчи ташкилотлар, тижорат банклари, суғурта компаниялари, лизинг компаниялари, фонд биржалари, инвестиция институтлари билан молиявий ресурслар жалб қилиш мақсадида молиявий муносабатлар ўрнатилишини алоҳида қайд этиб ўтиш лозим. Бунда “молиявий ресурслар – жорий ва капитални кўпайтириш билан боғлиқ харажатларни молиялаштириш, молиявий мажбуриятларни бажариш учун олдиндан белгиланган ўз маблағлари ва қарз маблағлари ҳамда жалб қилинган маблағлар тушумлари йиғиндисидир”³⁶.

Корпоратив тузилмалар ўз фаолиятларини турли манбалар ҳисобига молиялаштиришларини алоҳида қайд этишимиз мумкин. Бундай фикр билдиришимизга мазкур масала бўйича амалга оширилган тадқиқотлар ҳам асос бўла олади. Хусусан, П.И.Гребенников, Л.С.Тарасевичлар молияланштириш манбаларини “корпоратив тузилма эгалари ёндашувига кўра ўзига тегишли ва четдан жалб қилинган, менежерлар ёндашувига кўра эса ички ва ташки манбаларга ажратади”³⁷ ва расмда қуйидагича ифодаляйди (3.1-расм).

³⁶Борисова О.В. и др. Корпоративные финансы: Учебник и практикум. М.: Юрайт, 2015. С. 75.

³⁷Гребенников П.И., Тарасевич Л.С. Корпоративные финансы: Учебник. М.: Юрайт, 2016. С. 10.



3.1-расм. Фирмаи молиялаштириш манбалари³⁸

С.Элмирзаев томонидан эса корпоратив тузилмалар фаолиятини молиялаштириш ўз ва қарз маблағлари ҳисобига амалга оширилиши мумкинлиги, улар ўз навбатида ички ва ташқи молиялаштириш манбаларига бўлиниши таъкидланади³⁹.

Юқорида келтирилган изоҳларга қўшимча равишда маълум бир иктисодий шароитларда (масалан глобал инқироз ҳолатларида) давлат томонидан корпоратив тузилмаларга бериладиган маблағларни ҳам қўшиш мақсадга мувофиқ. Бу борадаги тадқиқот ишларига ҳам эътибор қаратамиз.

М.А.Эскандаров ва М.А.Федотовалар таҳрири остида чоп этилган дарсликда корпорациялар молиялаштиришнинг бюджетдан молиялаштириш, ўзини ўзи молиялаштириш, улушли молиялаштириш, қарз ҳисобига молиялаштириш, комбинациялашган молиялаштириш механизмларидан фойдаланиш мумкинлиги келтирилади⁴⁰.

³⁸ Тарасевич Л.С., Гребенников П.И., Леусский А.И. Теория корпоративных финансов: Учебник. М.: Высшее образование, 2007. С. 10.

³⁹ Элмирзаев С. Корпоратив молия: Ўқув қўлланма. Т.: Sano-standart, 2015. 65 б.

⁴⁰ Под. ред. М.А.Эскандарова, М.А.Федотовой. Корпоративные финансы: Учебник. М. Кнорус, 2016. С. 288.

Бунда давлат бюджети маблағларининг ҳам корпоратив тузилмаларни молиялаштиришда иштирок этиши келтирилганлигини бошқалардан фарқли хусусият сифатида келтиришимиз мумкин. Шунингдек, корпоратив молиявий таъминотда давлат бюджети маблағлари аниқ бир шартлар асосида ажратилишини қайд этиш шарт. Яъни корпоратив тузилмага давлат ўзининг улушини киритиш жараёнида, давлат кредитор сифатида ёки бошқа шартлар аниқ белгиланган ҳолда бюджет маблағлари йўналтирилиши мумкин.

И.Я.Лукасевич молиялаштириш манбаларини мулкчилик муносабатларига кўра молиялаштиришнинг ўз ва қарз манбаларига; муяждор турига қараб давлат, юридик ва жисмоний шахс (шу жумладан, норезидент) молиявий ресурслари; объектига кўра ички ва ташқи (жалб қилинган) манбалар; вақт тавсифига кўра қисқа муддатли (бир йилгача), узоқ муддатли ва муддатсиз манбалар сифатида таснифлайди⁴¹. Бунда ҳар бир таснифдаги молиялаштириш манбаси ўзининг алоҳида тавсифига кўра ўз ёки қарз маблағларига тенглаштирилишини кўришимиз мумкин.

Шунингдек, “молиялаштиришнинг ташкилий шакллари сифатида ўзини ўзи молиялаштириш (таксимланмаган фойда, амортизация, активларни сотиш ва бошқалар), акциядорлик ёки улушли молиялаштириш (устав капиталида иштирок этиш, акцияларни сотиб олиш ва бошқалар), қарзли молиялаштириш (банк кредитлари жалб қилиш, облигациялар жойлаштириш, лизинг ва бошқалар), бюджетдан молиялаштириш (қайтариш шarti билан бюджетдан кредитлар, текинлик асосидаги бюджетдан ажратмалар, мақсадли давлат инвестицион дастурлари, инвестицион солиқ кредити, грантлар ва бошқалар), молиялаштиришнинг алоҳида шакллари (венчурли, лойиҳавий ва бошқалар), хорижий капитал жалб қилиш кабилар келтирилади”⁴².

Ҳақиқатдан ҳам бошқа мултифлардан фарқли равишда И.Я.Лукасевич бюджетдан молиялаштириш, хорижий капитал жалб қилиш ва венчурли молиялаштиришларни ажратиб кўрсатади. Бунда бюджетдан молиялаштириш бозор иқтисодиёти шароитида ривожланган мамлакатларда ҳар доим ҳам кўлланилавермаслигини, бошқа томондан ўтиш иқтисодиёти

⁴¹ Лукасевич И.Я. Финансовый менеджмент: Учебник. М. Эксмо, 2010. С. 560.

⁴² Лукасевич И.Я. Финансовый менеджмент: Учебник. М. Эксмо, 2010. С. 561-562.

мамлакатларида бу амалиёт нисбатан мавжудлигини алоҳида таъкидлашимиз лозим. Шунингдек, хорижий капитал жалб қилиш амалиётини алоҳида кўрсатиш шарт эмаслигини ҳам қайд этиш керак. Чунки, хорижий капитал қарз ёки улуш муносабатлари асосида корпоратив тузилмаларга киритилиши маълум ҳолат.

Юқоридагилар асосида биз ҳам корпоратив тузилмаларни молиялаштириш манбаларини умумий ҳолда мулкдорлар ва корпоратив тузиманинг ўз маблағлари ҳамда маълум шартлар асосида четдан жалб қилинган қарз маблағлари манбаларига ажратиш мақсадга мувофиқ, деб топдик. Масалани ўрганиш натижасида ўз маблағларининг ҳам, қарз маблағларининг ҳам маълум бир хусусиятларига кўра ички ва ташқи манбалари мавжуд эканлигига гувоҳ бўлдик. Умумий ҳолда шундан келиб чиққан ҳолда корпоратив тузилмаларнинг молиялаштиришнинг ўз ва қарз маблағлари манбаларини алоҳида тартибда кўриб чиқамиз.

Бизга маълумки, корпоратив молиянинг ташкилий принциплари сифатида ўз харажатларини ўзи қоплаш ва ўзини ўзи молиялаштириш принциплари амал қилади. Бу иккала принцип корпоратив тузилмаларнинг ўз имкониятларидан тўлиқ фойдаланиш асосида фаолият юритишга қаратилган ва молиявий таъминот ҳам бевосита ўз маблағлари манбалари асосида ташкил этилиши шартни қўяди.

Корпоратив тузилмаларда молиявий таъминотнинг ўз манбалари деганда кўз олдимизга биринчи навбатда хусусий капитал келади. Чунки хусусий капитал таркибидаги устав капитали корпоратив тузилма фаолиятнинг дастлабки босқичида шакллантирилади. Кўшимча капитал, резерв капитали, тақсимланмаган фойда ва ҳокозолар эса кейинги босқичларда шаклланиб боради.

“Устав капитали – ташкилий-ҳуқуқий шакли хўжалик жамияти ҳисобланган тижорат ташкилотларининг ўз маблағлари асосий дастлабки манбасидир”⁴³. Таъсисчиларнинг кўшимча бадаллари ва кўшимча акциялар муомалага чиқариш натижасида устав капиталини ошириш ҳам ўз маблағларини шакллантиришга хизмат қилади. Лекин бунда кўшимча хусусий капитал жалб қилиш имкониятлари ва усуллари бизнеснинг ташкилий-ҳуқуқий шакллариغا бевосита боғлиқ эканлигини унутмаслигимиз лозим.

⁴³Борисова О.В. и др. Корпоративные финансы. Учебник и практикум. М.: Юрайт, 2015. С. 79.

Чунки масъулияти чекланган жамиятлар ва акциядорлик жамиятлари мисолида ўз молиявий ресурсларини шакллантириш хусусиятлари ўзаро фарк қилади. Масъулияти чекланган ва қўшимча масъулиятли жамиятларда “Устав фонди (устав капитали) унинг иштирокчилари улушларининг номинал қийматларидан таркиб топади”⁴⁴.

Масъулияти чекланган жамиятларда устав капиталининг шаклланиши акциядорлик жамиятларига нисбатан соддароқ. Мамлакатимизда масъулияти чекланган жамият устав капиталининг миқдори жамиятни давлат рўйхатидан ўтказиш учун ҳужжатларни тақдим этиш санасидаги ҳолатга кўра қонун ҳужжатларида белгиланган энг кам ойлик иш ҳақининг қирқ бараваридан кам бўлмаслиги лозим. Миллий ва халқаро амалиётда МЧЖ устав капитали МЧЖ мол-мулки, МЧЖ иштирокчиларининг қўшимча ҳиссалари, учинчи шахсларнинг ҳиссалари ҳисобига оширилиши мумкин.

Акциядорлик жамиятларида устав капиталини шакллантириш бевосита акцияларни муомалага чиқариш орқали амалга оширилади. Шундан келиб чиққан ҳолда “АЖ устав капитали – акциядорлар ўртасида тақсимланган жамият акциялари номинал қиймати йиғиндисидир”⁴⁵.

2014 йил 6 майда қабул қилинган Ўзбекистон Республикаси “Акциядорлик жамиятлари ва акциядорларнинг ҳуқуқларини ҳимоя қилиш тўғрисида”ги Қонунига асосан акциядорлик жамиятлари устав капитали акциядорлар олган жамият акцияларининг номинал қийматидан ташкил топади⁴⁶. АЖ томонидан чиқариладиган барча акцияларнинг номинал қиймати бир хил бўлиши керак.

Миллий қонунчиликка кўра АЖ оддий акцияларни жойлаштириши шарт, шунингдек, имтиёзли акцияларни жойлаштиришга ҳақли. Жойлаштирилган имтиёзли акцияларнинг номинал қиймати жамият устав капиталининг йигирма фоизидан ошмаслиги керак.

⁴⁴ Ўзбекистон Республикаси “Масъулияти чекланган ҳамда қўшимча масъулиятли жамиятлар тўғрисида” Қонуни, 14-модда.

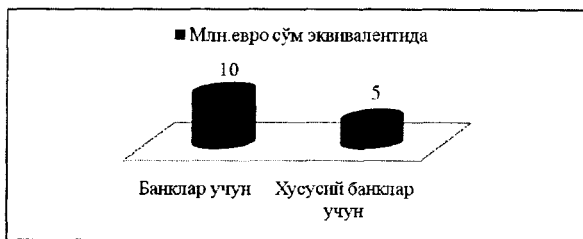
⁴⁵ Борисова О.В. и др. Корпоративные финансы: Учебник и практикум. М.: Юрайт, 2015. С. 79.

⁴⁶ Ўзбекистон Республикаси “Акциядорлик жамиятлари ва акциядорларнинг ҳуқуқларини ҳимоя қилиш тўғрисида”ги Қонуни, 16-модда.

АЖ таъсис этилаётганда унинг барча акциялари жамият муассислари ўртасида жойлаштирилади.

Амалдаги тартибга кўра мамлакатимизда АЖ устав капиталининг энг кам миқдори давлат рўйхатидан ўтказилган санада Ўзбекистон Республикаси Марказий банкнинг курси бўйича тўрт юз минг АҚШ долларига тенг суммадан кам бўлмаслиги керак. Бу миқдор асосан реал секторда фаолият кўрсатувчи акциядорлик жамиятларига тегишли. Чунки фаолият соҳасидан келиб чиққан ҳолда бошқа акциядорлик жамиятларида устав капиталининг минимал миқдори бўйича бошқача тартиб қўлланилади.

Масалан, тижорат банклари ва суғурта компанияларида устав капитали бўйича алоҳида талаб қўйилган. 2009 йил 15 августдаги Ўзбекистон Республикаси Марказий банки бошқарувининг “Банкларни рўйхатга олиш ва улар фаолиятини лицензиялаш тартиби тўғрисидаги низомни тасдиқлаш ҳақидаги Қарори билан тасдиқланган “Банкларни рўйхатга олиш ва улар фаолиятини лицензиялаш тартиби тўғрисида” Низомга асосан тижорат банкнинг устав капитали банк муассислари ва акциядорларининг пул маблағлари ҳисобидан ташкил топади ва минимал миқдори қуйидагича қилиб белгиланган (3.2-расм).



3.2-расм. Тижорат банклари устав капитали минимал миқдорига қўйилган талаб⁴⁷

Юқоридаги расмда келтирилганидек, банклар учун устав капитали рўйхатдан ўтиш санасидаги Марказий банк курси бўйича тижорат банклари учун 10 миллион евро эквивалентда, хусусий банклар учун 5 миллион евро эквивалентда белгиланган.

⁴⁷ “Банкларни рўйхатга олиш ва улар фаолиятини лицензиялаш тартиби тўғрисида” Низом асосида тузилди.

Амалдаги тартибга кўра мамлакатимизда акцияларнинг номинал қиймати беш минг сўмдан ортиқ бўлиши мумкин эмас. 1996 йил қабул қилинган “Акциядорлик жамиятлари ва акциядорларнинг ҳуқуқларини химоя қилиш тўғрисида”ги Қонунга асосан эса акцияларнинг номинал қиймати 100 сўмдан кам бўлиши мумкин эмас эди.

2016 йилдан бошлаб акциядорлик жамиятлари чет эллик инвесторлар устав капиталининг камида 15 фоизига эгаллик қилган ҳолдагина ташкил қилинади, бундан Ўзбекистон Республикаси Президенти ва Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамаси Қарорларида белгиланган ҳоллар мустасно.

Халқаро амалиётда акциядорлик жамиятлари устав капитали кўшимча акция муомалага чиқариш ва акциялар номинал қийматини ошириш орқали ошириб борилади. Акциялар номинал қийматини ошириш орқали устав капиталини ошириш амалиёти 2016 йилга қадар мамлакатимизда ҳам қўлланилиб келинаётган эди. 2016 йил 25 апрелдаги “Ўзбекистон Республикасининг айрим Қонун ҳужжатларига ўзгартиш ва кўшимчалар киритиш тўғрисида”ги Қонунга асосан қимматли қоғозлар бозорини ривожлантириш, мулкдорлар сонини ошириб бориш мақсадида акциялар номинал қийматини ошириш орқали АЖлар устав капиталини ошириб бориш амалиёти бекор қилинди ва АЖлар устав капитали фақатгина кўшимча эмиссия ҳисобига оширилиши мумкинлиги белгилаб қўйилди.

Устав капиталини кўпайтириш жалб қилинган инвестициялар, жамиятнинг ўз капитали ва ҳисобланган дивидендлар ҳисобидан қонун ҳужжатларида белгиланган тартибда амалга оширилиши мумкин. Устав капиталини унинг ўз капитали ҳисобидан кўпайтиришда кўшимча акциялар барча акциядорлар ўртасида тақсимланади. Бунда ҳар бир акциядорга қайси турдаги акциялар тегишли бўлса, аynи ўша турдаги акциялар унга тегишли акциялар сонига мутаносиб равишда тақсимланади.

Юқорида таъкидлаб ўтганимиздек, устав капитали акциялар номинал қиймати бўйича шакллантирилади. Агарда акциялар номинал қийматдан юқори жойлаштирилса қўшилган капитал шаклланишига олиб келади. “Қўшилган капитал хусусий капитал таркибий қисмини ўзида акс эттириб, ташкилотнинг барча

иштирокчилари умумий мулк ҳисобланади”⁴⁸. 21-сонли бухгалтерия ҳисоби миллий стандартига кўра эмиссион даромад ҳамда устав капитални шакллантиришдаги курс фарқи миллий амалиётда қўшилган капитал таркибига киритилади⁴⁹.

Резерв капитали таркибига эса узок муддатли активларни қайта баҳолаш натижасидаги ижобий фарқ, соф фойдадан ажратмалар ҳисобига шакллантирилган резерв капитали, текинга олинган мол-мулк ҳисобига шакллантирилади. Ўзбекистон Республикаси “Акциядорлик жамиятлари ва акциядорларнинг ҳуқуқларини ҳимоя қилиш тўғрисида”ги Қонунига асосан АЖда уставда назарда тутилган, аммо унинг устав капиталининг ўн беш фоизидан кам бўлмаган миқдорда захира фонди ташкил этилади. Захира фонди жамият уставида белгиланган миқдорга етгунига қадар соф фойдадан ҳар йилги мажбурий ажратмалар орқали шакллантирилади. Ҳар йилги ажратмаларнинг миқдори жамият уставида назарда тутилади, аммо бу миқдор жамият уставида белгиланган миқдорга етгунига қадар соф фойданинг беш фоизидан кам бўлмаслиги керак.

Корпоратив тузилмалар молиявий ресурсларининг ички манбалари аввало молиявий-ҳўжалик фаолияти давомида шаклланади ва ўзини ўзи молиялаштиришда алоҳида аҳамият касб этади. Умуман корпоратив тузилмалар олдида молиявий ресурсларга бўлган талабни тўлиқ ёки зарурий даражада қоплай олиш масаласи доимий равишда туради. Чунки корпоратив тузилмаларнинг молиявий ресурсларга бўлган талабини юқори даражада қоплай олиши қўшимча молиявий ресурс жалб қилиш билан боғлиқ харажатларнинг камайиши ва маблағлар жалб қилиш билан боғлиқ рискларни пасайтириш ҳисобига қўшимча имкониятлар ва кескин рақобат шароитида сезиларли даражадаги устунликка эга бўлишига хизмат қилади.

Билишимизча, корпоратив тузилмаларда ўз фаолиятини молиялаштиришнинг асосий ички манбалари соф фойда, амортизация ажратмалари, фойдаланилмаётган активларни сотиш, активларни ижарага бериш кабилар ҳисобланади.

⁴⁸Борисова О.В. и др. Корпоративные финансы. Учебник и практикум. М.: Юрайт, 2015. С. 79.

⁴⁹ 21-сонли БҲМС – Ҳўжалик юритувчи субъектларнинг молиявий-ҳўжалик фаолияти бухгалтерия ҳисоби. Счётлар режаси ва уни қўллаш бўйича Йўриқнома.

Бозор иктисодиёти шароитида фақатгина ўзини ўзи молиялаштириш орқали фаолиятни ташкил этиш кескин рақобат муҳитида корпоратив тузилма муваффақиятини ҳар доим ҳам қафолатламайди. Шундан келиб чиққан ҳолда иктисодий-ижтимоий шарт-шароитдан келиб чиққан ҳолда қарз маблағлари ҳисобига молиялаштириш амалиётига мурожаат қилишга ҳам тўғри келади. “Хусусий капитал ҳар қандай бизнес асосини ташкил этса-да, қатор тармоқ корхоналарида фойдаланиладиган қарз капитални миқдори хусусий капитал миқдоридан сезиларли даражада юқори бўлади. Айнан шу ҳолат билан боғлиқликда қарз капитални жалб қилиш ва ундан самарали фойдаланишни бошқариш корпоратив молияни бошқаришнинг муҳим функцияларидан бири ҳисобланади.”⁵⁰

Қарз маблағларини жалб қилишдан асосий мақсадлар сифатида фаолиятни кенгайтириш, фаолият билан боғлиқ технологияларни янгилаш ҳамда айланма маблағларни тўлдириш кабиларни келтиришимиз мумкин. Келтирилаётган жиҳатлар бевосита корпоратив тузилма фаолиятини ривожлантириш ҳамда фаолият узлуксизлигини таъминлашга қаратилади.

Корпоратив тузилмаларни қарз маблағлари ҳисобига молиялаштириш мақсадлилиқ, таъминланганлик, тўловлилиқ, муддатлилиқ, қайтаришлиқ принциплари асосида ташкил этилади.

Корпоратив тузилма олинган асосий қарз суммасини ва у бўйича ҳисобланадиган фоиз тўловларини белгиланган тартибда қоплаш мақсадида пул оқимларини режалаштириш талаб этилади. Акс ҳолда қўшимча мажбуриятлар юзага келишига сабаб бўлади. Бу борада Биринчи Президентимиз Исом Каримов таъкидлаганидек: “Қарз олиш осон, бу ҳаммамизга маълум, лекин уни бир кун келиб тўлаш ҳам керак”⁵¹.

Бевосита корпоратив тузилмаларда қарз маблағлари ҳисобига молиялаштириш шакллари ва уларнинг таснифланишига тўхталиб ўтамиз. И.Лукаевич томонидан қарз маблағлари ҳисобига молиялаштиришнинг асосий шакллари сифатида банк кредитлари, облигациялар муомалага чиқариш, ижара ёки лизинг келтирилади⁵². Т.Теплова эса бундай тартибда молиялаштириш манбаларини кенгрок асослаб, ёпиқ ва очик (оммавий) молиялаштиришга

⁵⁰ Элмирзаев С. Корпоратив молия: Ўқув қўлланма. Т.: Sano-standart, 2015. 76 б.

⁵¹ Каримов И.А. Банк тизими, кредит, инвестиция ва молиявий барқарорлик тўғрисида. Т.: Ўзбекистон, 2005. 8 б.

⁵² Лукаевич И.Я. Финансовый менеджмент: Учебник. М.: ЭКСМО, 2010. С. 580.

ажратади ҳамда ёпиқ молиялаштириш манбаларига банклар, юридик ва жисмоний шахслар кредитлари, лизинг, факторинг схемалари ва бошқаларни; очик (оммавий) молиялаштириш манбаларига эса капитал бозори жойлаштириш орқали молиявий ресурс жалб қилиш мумкин бўлган турли кўринишдаги облигацияларни, векселларни киритади⁵³.

Масалани ўрганиш натижасида умумий тартибда корпоратив тузималарни қарз маблағлари ҳисобига молиялаштириш амалиётини икки гуруҳга, кредит институтларидан маблағлар жалб қилиш ҳамда қарз муносабатларини англатувчи қимматли қоғозлар воситасида молиялаштиришга ажратиш мақсадга мувофиқ, деган фикрга келдик. Миллий амалиётимизда тижорат банклари, микрокредит ташкилотлари, лизинг компаниялари томонидан корпоратив тузималар молиялаштириб келинмоқда. Фонд бозори орқали эса асосан корпоратив облигация муомаласи орқали қарз капитали жалб қилинаётганлигини таъкидлашимиз мумкин. Бунда жалб қилинадиган қарз маблағларини жалб қилиш манбаларига кўра (мамлакат ичкарасидан ва ташқи манбалардан ёки молия институтларидан, реал сектор корхоналаридан, жисмоний шахслардан), жалб қилиш муддатига кўра (қисқа муддатли (бир йилгача), ўрта муддатли (бир йилдан уч йилгача) ва узок муддатли (уч йилдан ортиқ)), жалб қилиш шаклига кўра (пул шаклида, асосий воситалар ва технологиялар шаклида, товар шаклида ва бошқа моддий ҳамда номоддий шаклларда), жалб қилиш қоситасига кўра (тўғридан-тўғри (банк кредити) ёки билвосита (корпоратив облигациялар орқали)) таснифлашимиз мумкин.

Фаолиятни қарз маблағлари ҳисобига молиялаштириш ўзига хос афзалликлар ва камчиликларга эга бўлиб, улар қуйида 3.1-жадвалда келтирилган.

Қарз маблағлари ҳисобига молиялаштиришнинг ҳар бир шакли ўзининг алоҳида афзалликлари ва камчиликларига эга эканлигини ҳам таъкидлаб ўтиш лозим.

Қарз маблағлари ҳисобига молиялаштиришнинг ҳар қандай шаклидан фойдаланиш бевосита молия бозоридаги ҳолат, капитал баҳоси, тармоқ хусусиятлари ва фаолият тури, бизнес юритишнинг ташкилий-ҳуқуқий шакли, корпоратив тузилманинг молиявий ҳолати кабиларга бевосита боғлиқ.

⁵³ Теплова Т.В. Корпоративные финансы: Учебник. М.: Юрайт, 2014. С. 210.

Қарз маблағлари ҳисобига молиялаштиришнинг афзалликлари ва камчиликлари⁵⁴

Афзалликлари	Камчиликлари
<ul style="list-style-type: none"> - фойз тўловлари фойда солиғи базасидан чегирилиши жалб қилинган капитал баҳосини пасайтиради; - бошқарувда иштирак этиш ҳуқуқини бермаслиги фаолиятга аралашувнинг олдини олади; - фойз тўловлари миқдорининг даромадга боғлиқ эмаслиги юқори даромадлилик ҳолатларида қўшимча даромадни сақлаш имконини беради; - қарз маблағларидан фойдаланиш ҳисобига хусусий капитал рентабеллигини ошириш имконияти юзага келади 	<ul style="list-style-type: none"> - таъминланганлик (гаров, кафолат) бўйича талабларнинг мавжудлиги; - бериладиган маблағ миқдори ва фойдаланиш муддатининг чегараланганлиги; - асосий қарз суммаси ва фойз тўловларини қоплаш мажбуриятининг молиявий натижаларга боғлиқ эмаслиги; - мулкдорлар ўртасида тақсимланадиган фойданинг камайишига олиб келиши; - молиявий мустақилликнинг пасайиши ва барқарорлик билан боғлиқ рискларнинг ортиши ва бошқалар

Қарз маблағлари ҳисобига молиялаштириш шакллари сифатида банк кредитлари, корпоратив облигациялар, лизинг ва бошқаларни келтириш мумкин.

Мамлакатимизда банк кредитлари ва лизингнинг бир неча турлари амалиётда қўлланилади. Шунингдек, янги таҳрирдаги “Қимматли қоғозлар бозори тўғрисида”ги Қонунга асосан, акциядорлик жамиятлари ва ўзининг ташкилий-ҳуқуқий шаклидан қатъи назар тижорат банклари томонидан чиқариладиган корпоратив облигациялар муомаласига рухсат берилган⁵⁵.

Бугунги кунга келиб халқаро амалиётда эса корпоратив молияни бошқаришда хорижий капитални жалб қилиш шакллари сифатида IPO амалиётини ташкил этиш ва ўтказиш орқали хусусий капитал жалб қилиш, хорижий банк кредитларини жалб қилиш, халқаро қарз муносабатларини англлатувчи қимматли қоғозлар (еврооблигациялар) муомалага чиқариш, халқаро лизинг кабилар кенг қўлланилмоқда.

⁵⁴ Тадқиқотлар асосида муаллиф томонидан тузилган.

⁵⁵ Ўзбекистон Республикаси “Қимматли қоғозлар бозори тўғрисида”ги Қонуни, 3-модда.

3.2. Корпоратив тузилмаларда молиявий ресурсларни жалб қилишнинг амалдаги ҳолати

Акциядорлик жамиятларида ўз маблағларини шакллантиришнинг энг асосий манбаси акциялар муомалага чиқариш ва жойлаштириш эканлиги хусусида юқорида тўхталиб ўтдик. Шундан келиб чиққан ҳолда мамлакатимизда акциялар муомаласини ташкил этиш орқали акциядорлик жамиятлари фаолиятини молиялаштиришнинг амалдаги ҳолати таҳлили хусусида батафсил тўхталиб ўтамыз.

Ўзбекистон Республикасининг янги таҳрирдаги “Акциядорлик жамиятлари ва акциядорларнинг ҳуқуқларини ҳимоя қилиш тўғрисида”ги ҳамда “Қимматли қоғозлар бозори тўғрисида”ги Қонунлари, шунингдек, “Қимматли қоғозлар эмиссияси ва эмиссиявий қимматли қоғозлар чиқарилишларини давлат рўйхатидан ўтказиш Қоидалари” асосида республикамизда акциялар муомаласи ташкил этилади. Эмитент акциядорлик жамияти шаклида тузилаётганда барча акциялар унинг муассислари орасида жойлаштирилиши лозимлиги катъий белгилаб қўйилганлигини шу ўринда алоҳида таъкидлашимиз лозим.

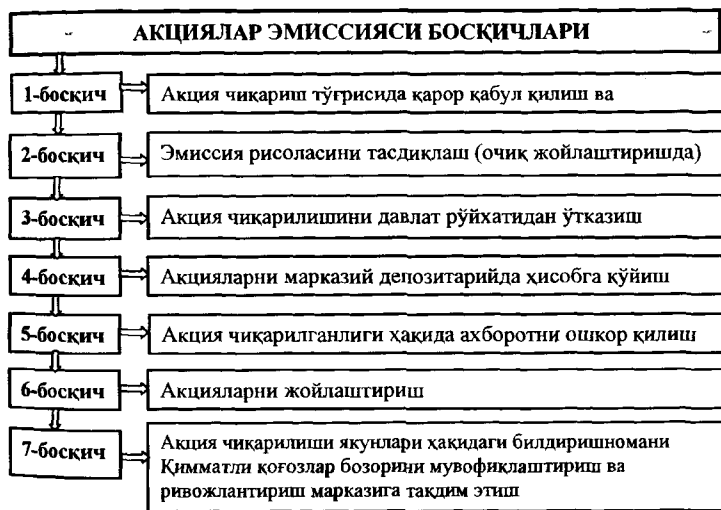
Амалдаги қонунчиликни ўрганиш асосида акциялар эмиссияси босқичлари қуйидагилардан иборат эканлигига гувоҳ бўлдик (3.3-расм).

Акциядорлик жамияти устав капиталини қўшимча акцияларни жойлаштириш йўли билан кўпайтириш тўғрисидаги ва жамият уставига тегишли ўзгартишлар киритиш ҳақидаги қарорлар акциядорларнинг умумий йиғилиши томонидан ёки жамият уставига ёхуд акциядорлар умумий йиғилишининг қарорига мувофиқ кузатув кенгашига бундай қарорлар қабул қилиш ҳуқуқи берилган бўлса жамиятнинг кузатув кенгаши томонидан қабул қилинади. Шундан сўнг эмиссия рисоласи ишлаб чиқилади ва Кузатув кенгаши раиси томонидан тасдиқланади.

Эмиссия рисоласи “Қимматли қоғозлар эмиссияси ва эмиссиявий қимматли қоғозлар чиқарилишларини давлат рўйхатидан ўтказиш Қоидалари”га 2-илова асосида расмийлаштирилади.

Эмиссия рисоласи белгиланган тартибда тасдиқдан ўтказилгач, акция чиқарилиши давлат рўйхатидан ўтказилади. Бунда “акцияларнинг дастлабки чиқарилишини давлат рўйхатидан ўтказишда

эмитент мазкур чиқарилишдаги эмиссиявий қимматли қоғозлар номинал қийматининг 0,01 фоизи миқдорида республика бюджетига йиғим тўлайди.



3.3-расм. Акциялар эмиссияси босқичлари⁵⁶

Илгари рўйхатдан ўтказилган чиқарилишдаги акцияларнинг номинал қиймати оширилган тақдирда, эмитент мазкур чиқарилишдаги эмиссиявий қимматли қоғозлар номинал қиймати ошган суммасининг 0,01 фоизи миқдорида республика бюджетига йиғим тўлайди⁵⁷.

Бундан ташқари “акциялар чиқарилишини ёки илгари давлат рўйхатидан ўтказилган акцияларнинг чиқарилишига доир ўзгартиришларни давлат рўйхатидан ўтказиш бўйича ҳужжатларни кўриб чиқиш учун эмитент рўйхатдан ўтказувчи органга энг кам ойлик иш ҳақининг икки баробари миқдорида йиғим тўлайди”⁵⁸.

⁵⁶ Амалдаги қонунчилик асосида муаллиф томонидан тузилди.

⁵⁷ “Қимматли қоғозлар бозори тўғрисида”ги Қонун, 10-моддасига асосан.

⁵⁸ Қимматли қоғозлар эмиссияси ва эмиссиявий қимматли қоғозлар чиқарилишларини давлат рўйхатидан ўтказиш Қондалари, 69-бандига асосан.

Акциялар тегишли тартибда давлат рўйхатидан ўтказилгач Қимматли қоғозлар марказий депозитарийсида ҳисобга қўйилади. Мазкур жиҳатни акциялар республикамизда фақатгина электрон кўринишда амал қилиши билан изохлашимиз мумкин.

Навбатдаги босқичда эса акциялар чиқарилиши ҳақида ахборот ошкор қилинади. Акциядорлик жамияти ўзи чиқараётган акцияларга уларни оммавий жойлаштириш йўли билан қонун ҳужжатлари талабларини ҳисобга олган ҳолда очиқ обуна ўтказишга ҳамда хусусий жойлаштириш йўли билан ёпиқ обуна ўтказишга ҳақли ҳисобланади. Акцияларни очиқ жойлаштириш уюшган бозорда, республикамизда Тошкент Республика фонд биржасида ташкил этилади. Ёпиқ жойлаштириш эса уюшмаган бозор орқали ҳам ташкил этилиши мумкин.

Акциялар эмиссиясининг якуний босқичи акция чиқарилиши якунлари ҳақидаги билдиришномани Қимматли қоғозлар бозорини мувофиқлаштириш ва ривожлантириш марказига тақдим этиш ҳисобланади.

Республикамиз миқёсида акциядорлик жамиятлари томонидан акциялар эмиссиясини таҳлил қилиб чиқамиз. 2016 йил давомида жами 16,11 триллион сўмлик акциялар муомалага чиқарилган бўлиб, бу кўрсаткичнинг каттагина қисми Ўзбекэнерго, Ўзбекнефтегаз, Ўзқурилишматериаллари, Ўзпахтасаноатэкспорт, Ўзпахтасаноат, Асакабанк, Ўзагротехсаноатхолдинг, Олмалик КМК, Ўзкимёсаноат ҳамда Ўзсаноатқурилишбанк ҳиссасига тўғри келган. Улар томонидан муомалага чиқарилган акциялар қуйидагича (3.2-жадвал).

Келтирилган жадвал маълумотлардан кўриб турибдики, Ўзбекэнерго АЖ томонидан 7,41 триллион сўмлик акция муомалага чиқарилган ва жойлаштирилган. Ўзбекнефтегаз миллий холдинг компанияси томонидан эса 3,23 триллион сўмлик акция жойлаштирилган. Шунингдек, Ўзқурилишматериаллари АЖ эса 1 триллион сўмлик акциялар муомалага чиқарган.

Энг юқори акциялар чиқарилишини амалга оширган 10 та акциядорлик жамиятининг барчаси давлат иштирокидаги акциядорлик жамиятидир. Бундан ўз-ўзидан хусусий акциядорлик жамиятлари акциялар эмиссиясига ҳам жиддий эътибор қаратиш лозимлиги аён бўлмоқда. Хусусан уларнинг умумий эмиссия ҳажмидаги улуши қуйидагича (3.4-расм).

2016 йилда энг юкори миқдорда акция муомаллага чиқарган 10 та акциядорлик жамияти ҳақида маълумот⁵⁹

№	Эмитент номи	Давлат руйх. Утказилг. сана	ҚҚ тури, типн		ҚҚ умумий сони (дона)	Номинал қиймати	Умумий чиқарилиш (млн сўм)
			Олдий	Имтиёзли			
1	Ўзбекэнерго	23.06	7 411 147 239	-	7 411 147 239	1 000	7 411 147,2
2	Ўзбекнефтегаз	14.04	3 225 654 158	-	3 225 654 158	1 000	3 225 654,2
3	Ўзқурилишматериаллари	30.06	1 000 000 000	-	1 000 000 000	1 000	1 000 000,0
4	Ўзпахтасаноатэкспорт	04.02	604 232 548	-	604 232 548	1 000	604 232,5
5	Ўзпахтасаноат	01.08	522682020000	-	522682020000	1	522 682,0
6	Асака Банк	07.09	3 712 416 120	-	3 712 416 120	139	516 063,0
7	Ўзагротехсаноатхолдинг	27.12	5 059 724 374	-	5 059 724 374	100	505 972,4
8	Олмалик КМК	04.03	88 655 296	2 249558	90 904 854	3 914	355 801,6
9	Ўзкимёсаноат	10.06	244 823 976	-	244 823 976	1 145	80 323,5
10	Ўзсаноатқурилишбанк	05.03	65 000 000	-	65 000 000	3 382	219 830,0
ЖАМИ			544093673711	2249 558	536 684776030		14641 706,4

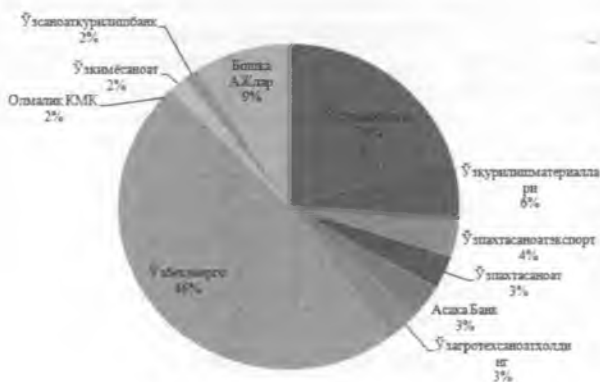
Қуйидаги 3.4-расм маълумотларидан кўришиб турибдики, республика бўйича жами акциялар эмиссиясининг 46 фоизи Ўзбекэнерго АЖ, 20 фоизи Ўзбекнефтегаз, 6 фоизи Ўзқурилишматериаллари, 4 фоизи Ўзпахтасаноатэкспорт ҳиссасига тўғри келади. Шунингдек, Ўзпахтасаноат, Асакабанк ва Ўзагротехсаноатхолдинг 3 фоиздан, Олмалик КМК, Ўзкимёсаноат ҳамда Ўзсаноатқурилишбанк 2 фоизга тенг акциялар эмиссиясига эгаллик қилмоқда. Бошқа акциядорлик жамиятлари акциялар эмиссияси бор-йўғи 9 фоизни ташкил қилган.

2016 йилда жами эмиссия ҳажми бўйича акциялар чиқарилиши таркиби қуйидагича бўлган:

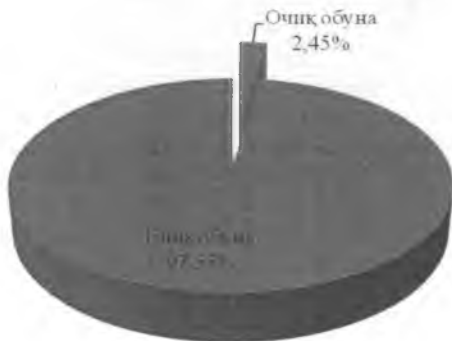
- дастлабки чиқарилишлар – 1645,51 миллиард сўм;

⁵⁹ Қимматли коғозлар бозорини мувофиқлаштириш ва ривожлантириш маркази маълумотлари асосида тузилди.

- қўшимча чиқарилишлар – 12468,99 миллиард сўм;
- янги чиқарилишлар – 1998,98 миллиард сўм.



3.4-расм. 2016 йил бўйича жами акциялар эмиссиясида акциядорлик жамиятлари улуши таҳлили⁶⁰



3.5-расм. Акциялар қўшимча чиқарилишида очқик ва ёник жойлаштирилиши белгиланган акциялар улуши⁶¹

⁶⁰ Қимматли қоғозлар бозорини мувофиқлаштириш ва ривожлантириш маркази маълумотлари асосида тузилди.

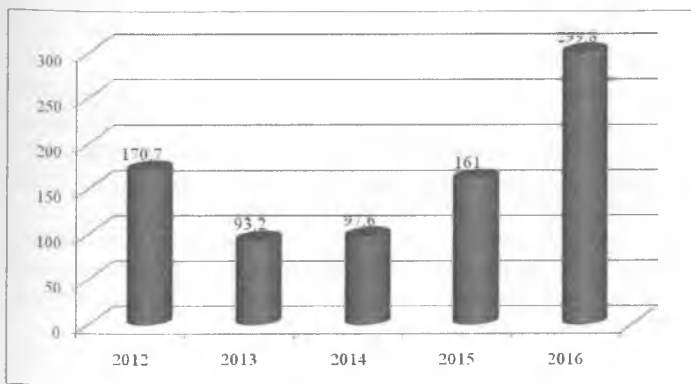
⁶¹ Қимматли қоғозлар бозорини мувофиқлаштириш ва ривожлантириш маркази маълумотлари асосида тузилди.

Қўшимча чиқарилишларда очик обуна 305,96 миллиард сўмга, ёпик обуна эса 12163,03 миллиард сўмга тенг бўлган. Уларнинг фоиздаги кўриниши 3.5-расмда келтирилган.

3.5-расм маълумотлари кўрсатиб турибдики, муомалага чиқарилган акцияларнинг 97,55 фоизи ёпик тартибда, бор-йўғи 2,45 фоизи очик обуна тартибида жойлаштирилиши белгиланган. Бундай ҳолат фонд бозори орқали акциядорлик жамиятлари фаолиятига инвестициялар жалб қилишнинг жуда паст даражада эканлигини кўрсатади.

Энди бевосита акцияларни жойлаштириш бўйича республика-миздаги асосий молиявий институт ҳисобланган “Тошкент” Республика фонд биржаси фаолияти билан танишиб чиқамиз.

“Тошкент” Республика фонд биржасининг 2016 йилдаги умумий савдо айланмаси 299,8 миллиард сўмга тенг бўлган (3.6-расм).



3.6-расм. 2012-2016 йилларда “Тошкент” РФБ умумий савдо айланмаси⁶²

Фонд биржаси бўйича 2016 йилдаги савдо айланмаси 2015 йилга нисбатан 1,9 мартага, 2014 йилга нисбатан эса 3,07 бараварга ошган.

Ўтган молия йили давомида савдо секциялари кесимидаги савдо битимлари миқдори қуйидагича (3.7-расм).

⁶² <https://uzse.uz/boards/157> - “Тошкент” РФБ маълумотлари





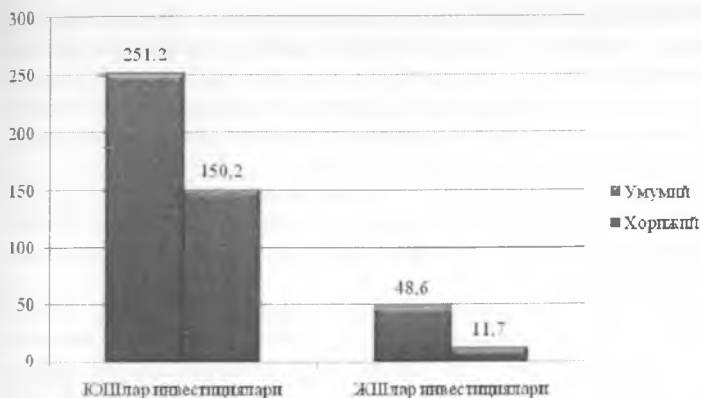
3.7-расм. 2016 йилда “Тошкент” РФБда секциялар бўйича савдо айланмалари миқдори⁶³

Юқоридаги расм маълумотларикўрсатиб турибдики, давлат акция пакетларини сотиш секциясида – 22,3 миллиард сўм, шундан 400 миллион сўмлик қисми хорижий валютада 130 минг АҚШ доллариغا сотилган. Иккиламчи бозор секциясида – 205,5 миллиард сўм, шундан 112,6 млрд сўмлик қисми хорижий валютада 35,9 миллион АҚШ доллари ва 45,7 минг еврога сотилган. Қўшимча чиқарилган акцияларни жойлаштириш секциясида – 68,0 миллиард сўм, шундан 10,0 млрд сўмлик қисми хорижий валютада 3,4 миллион АҚШ доллариغا сотилган.

«Тошкент» Республикаси фонд биржасининг 2016 йилдаги умумий савдо айланмасида 161,9 млрд сўми хорижий инвесторлар инвестицияларига тўғри келади, бу эса умумий кўрсаткичнинг 54 фоизини ташкил қилади (3.8-расм).

3.8-расм маълумотлари 299,8 миллиардлик савдо айланмасининг 150,2 миллиард сўми юридик шахс ҳисобланган хорижий инвесторларга, 11,7 миллиард сўми эса жисмоний шахс ҳисобланган хорижий инвесторларга тегишли эканлигини кўрсатиб турибди. Мазкур кўрсаткичнинг ўсиши акциядорлик жамиятлари устав капиталида хорижий инвесторлар улуши 15 фоиздан паст бўлмаслиги бўйича талаб белгиланганлиги билан бевосита боғлиқ. Шу ўринда маҳаллий инвесторларнинг фонд бозоридаги фаоллигини оширишга ҳам алоҳида эътибор қаратиш мақсадга мувофиқлигини алоҳида таъкидлаб ўтишимиз лозим.

⁶³<https://uzse.uz/boards/157> - “Тошкент” РФБ маълумотлари асосида тузилди.



3.8-расм. “Тошкент” республика фонд биржасининг 2016 йилги савдо айланмасида юридик ва жисмоний шахслар инвестициялари миқдори, млрд сўмда⁶⁴

Акциядорлик жамиятлари фаолиятини акциялар орқали молиялаштириш амалиётини ўрганганимизда республикада 2016 йилдаги акция чиқарилишлари ҳажми 16,11 триллион сўмни ташкил этган бир вақтда “Тошкент” Республика фонд биржаси умумий савдо айланмаси 299,8 миллиард сўмни ташкил этганлиги ҳам бевосита мамлакатимизда ёпик обунанинг кескин юкорилиги билан боғлиқ. Республикадаги тадбиркорлик субъектлари (корпоратив тузилмалар, яқка тартибдаги тадбиркорлар ва хоқозо) ва аҳолининг инвестицион фаоллигини ошириш нуқтаи назаридан очик обуна орқали улар доирасига ҳам кириб бориш лозим.

Бозор иқтисодиёти шароитида корпоратив тузилмалар фаолиятини молиялаштиришда тижорат банклари алоҳида аҳамият касб этади. Бунда тижорат банклари бевосита акциядор сифатида кенг иштирок этиши билан бирга йирик кредитор сифатида ҳам майдонга чиқади. Тижорат банкларининг реал секторда акциядор сифатидаги кенг иштироки корпоратив бошқарувнинг немис моделида яққол кўзга ташланади. Банк кредитлари орқали корпоратив тузилмалар фаолиятини молиялаштириш амалиёти эса

⁶⁴ <https://uzse.uz/boards/157> - “Тошкент” РФБ маълумотлари асосида тузилди.



дунёнинг деярли барча мамлакатларида учрайди. Умуман банклар деганда биринчи навбатда йирик кредит институтлари кўз олдимизга келишини ҳам шу ўринда алоҳида қайд этиб ўтишимиз лозим. Шу жиҳатдан мамлакатимизда банк кредитлари орқали корпоратив тузилмалар фаолиятини молиялаштиришнинг амалдаги ҳолати хусусида қуйида тўхталиб ўтамиз.

Кредит муносабатларига киришишда корпоратив тузилма олдида кредит жалб қилиш мақсадида мукамал тузилган бизнес-режа ёки лойиҳанинг техник-иқтисодий асосномасини тақдим этиш масаласи қўйилади.

Корпоратив тузилмаларда банк кредитлари жалб қилиш амалиёти бўйича мутахассислар мавжуд бўлмаган ҳолатда тегишли мутахассислар билан ёки кредит муносабатлари билан амалда таниш бўлган шахслар билан маслаҳатлашиш кредит жалб қилиш учун кетадиган вақтни қисқартиради. “Нуфузли халқаро ва хорижий молия-кредит ташкилотлар мутахассисларининг фикрича, лойиҳани банк олдида ҳимоя қилиш, лойиҳанинг даромадлилигига, кредит шартномаси мажбуриятларининг ўз вақтида бажарилишига банкни ишонтириш муҳим аҳамиятга эга”⁶⁵. Бунда корпоратив тузилманинг охириги йиллардаги молиявий ҳолати кўрсаткичлари, истиқболли шартномалари, мунтазам равишда тўлов интизомига риоя қилиниб келинаётганлиги, қутилаётган пул оқимлари кўрсаткичлари ҳақидаги маълумотларни кредиторга тақдим этиш лойиҳани молиялаштириш амалиётини тезлаштиришга хизмат қилади.

Лойиҳаларнинг самарадорлигини аниқлаган ҳолда Миллий банк томонидан реал сектор корхоналари экспорт-импорт операцияларини молиялаштириб келмоқда. Бунда молиялаштириш учун қабул қилинган лойиҳа белгиланган тартибда тасдиқланган техник-иқтисодий асоснома, лойиҳа-смета ҳужжатлари ва технология ускуналари, пудрат ишларини талаб қилинаётган туркумда етказиб бериш, амалга ошириш туғрисида тегишли тарзда расмийлаштирилган контрактлар ва шартномалар билан таъминланган бўлиши керак. Лойиҳаларни молиялаштиришда барча корхоналарга (улар қайси банкнинг хизматидан фойдаланаётганидан қатъий назар), шунингдек, тижорат банкларига ва бошқа молия тузилмаларига амалий ёрдам кўрсатиш учун банк шартнома асосида қўшимча ме-

⁶⁵ Холмуратов Н. Корхоналарда кредит ҳужжатларини тайёрлаш ва кредитларнинг бухгалтерия ҳисоби // Бозор, пул ва кредит. 2013. №5. 66 б.

тодик, эксперт, маслаҳат, ўқув хизматларини ва бошқа хизматларни амалга ошириши мумкин (3.9-расм).



3.9-расм. Ташқи иқтисодий фаолият миллий банкининг кредит қўйилмалари динамикаси⁶⁶

Ўзбекистон Республикаси Ташқи иқтисодий фаолият миллий банки жами кредит қўйилмалари 2016 йил 1 январь ҳолатига 9 975 127 миллион сўмга тенг бўлган бўлса, 2017 йил 1 январь ҳолатига 13 022 120 миллион сўмни ташкил этган ҳолда бу кўрсаткич 30,5 фоизга ўсган. Бунда инвестицион кредитлар 8 581 774 миллион сўм ва 11 953 656 миллион сўмга тенг бўлган ва бу кўрсаткич бўйича ўсиш 39,3 фоизни ташкил этган. Ваҳоланки, 2011 йил 1 январь ҳолатига жами кредит қўйилмалари банк бўйича 3 672 165 миллион сўмни ташкил этган ҳолда, ундан 3 003 966 миллион сўмга тенг бўлган.

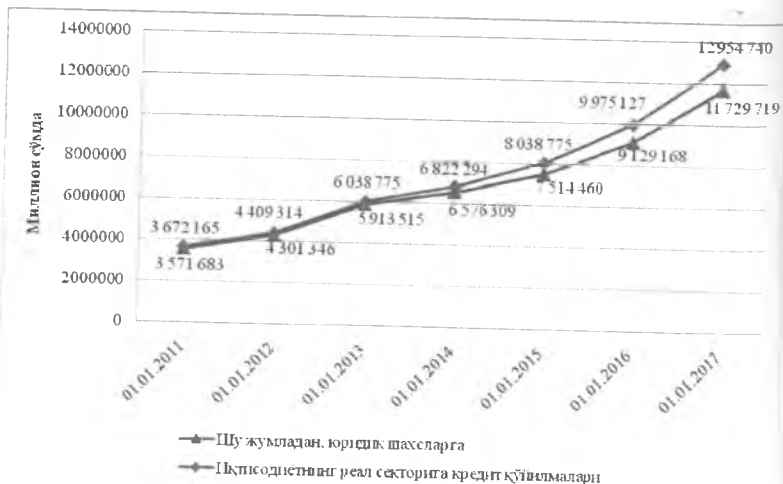
Жами кредит қўйилмалари таркибида инвестицион кредитлар, кичик бизнесга ажратилган кредитлар ва микрокредитлар улуши охириги уч йилда қуйидагича (3.10-расм).

⁶⁶ Ташқи иқтисодий фаолият миллий банки маълумотлари



3.10-расм. Ташки иктисодий фаолият Миллий банкида кредит қўйилмалар таркиби, жамига нисбатан фоизда⁶⁷

Юқоридаги расм маълумотларидан кўриниб турибдики, Ташки иктисодий фаолият Миллий банки томонидан жами кредит қўйилмаларида инвестицион кредитлар ҳажми йилдан-йилга ўсиши кузатишмоқда ва 2017 йил 1 январь ҳолатига 88 фоизни ташкил этган.

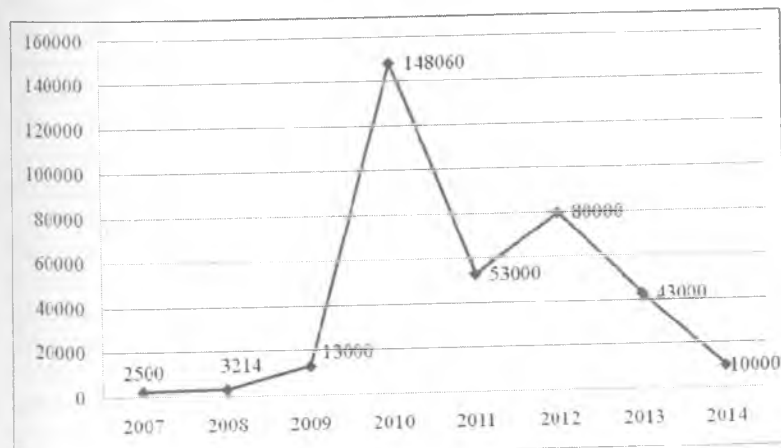


3.11-расм. Ташки иктисодий фаолият миллий банкининг иктисодиётнинг реал секторига кредит қўйилмалари динамикаси⁶⁸

⁶⁷ Ташки иктисодий фаолият миллий банки маълумотлари
⁶⁸ Ташки иктисодий фаолият миллий банки маълумотлари.

Юқоридаги 3.11-расм маълумотларидан кўриниб турибдики, банк томонидан иктисодиётнинг реал сектори фаолиятини молиялаштириш ҳажми охириги йиллар давомида ўсишга эришилган. Хусусан бу кўрсаткич 2017 йил 1 январь ҳолатига 12 954 740 миллион сўмни ташкил этган ҳолда 2011 йил 1 январь ҳолатига нисбатан қарийб 3,53 бараварга ўсган. 2016 йил 1 январь ҳолатига нисбатан 29,9 фоизга ошганлигини таъкидлашимиз лозим.

Мамлакатимизда корпоратив облигациялар орқали молиявий таъминот ҳолатини таҳлил қилиш мақсадида корпоратив облигациялар бозорини таҳлил қилиб чиқамиз. Бунда охириги икки молия йили (2015 ва 2016 йиллар) давомида корпоратив облигациялар эмиссияси кузатилмаганлиги боис 2007-2014 йиллар бўйича таҳлил қиламиз (3.12-расм).

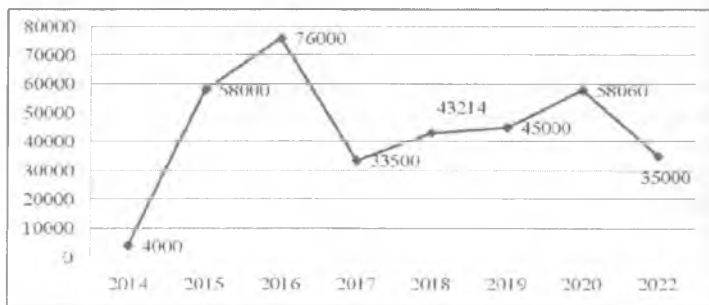


3.12-расм. 2007-2014 йилларда корпоратив облигациялар эмиссияси ҳажми, миллион сўмда

Юқоридаги расм маълумотларидан кўриниб турибдики, таҳлил қилинаётган давр мобайнида 2010 йилгача корпоратив облигациялар эмиссияси ҳажми ўсиш тенденциясига эга бўлган ва айнан 2010 йилда энг юқори 148,06 миллиард сўмлик корпоратив облигациялар жойлаштирилган. 2011-2014 йилларда тебраниш кузатишган бўлсада асосан пасайиш тенденцияси кузатишган ва 2014 йилда 10 миллиард сўмлик корпоратив облигация жойлаштирилган.

Юқорида таъкидлаганимиздек, 2015 ва 2016 йилларда эмитентлар томонидан корпоратив облигациялар жойлаштирилмаган.

2007-2014 йиллар давомида жойлаштирилган корпоратив облигацияларнинг қопланиш (сўндириш) муддатлари таҳлил қилинганда 2014-2022 йиллар давомида қуйидаги миқдорларда облигациялар қопланганлиги ёки қопланиши белгиланганлиги аниқланди (3.13-расм).



3.13-расм. 2007-2014 йиллар давомида жойлаштирилган корпоратив облигацияларнинг қопланиш муддатлари ва ҳажмлари, миллион сўмда

Юқоридаги расм маълумотларидан кўриниб турибдики, 2014-2016 йиллар давомида жами 138 миллиард сўмлик корпоратив облигациялар эмитентлар томонидан қайтариб сотиб олиш орқали қопланган, бунда 2014 йил 4 миллиард сўмлик, 2015 йилда 58 миллиард сўмлик, 2016 йилда эса 76 миллиард сўмлик корпоратив облигациялар қопланганлигини кўришимиз мумкин. Ҳозирги кунда муомаладаги корпоратив облигациялар миқдори 214,774 миллиард сўмни ташкил этмоқда. Ундан 33,5 миллиард сўмлик қисми 2017 йилда, 43,214 миллиард сўмлик қисми 2018 йилда, 45 миллиард сўмлик қисми 2019 йилда, 58,06 миллиард сўмлик қисми 2020 йилда ва 35 миллиард сўмлик қисми 2022 йилда қайтариб сотиб олиш орқали қопланиши белгиланганлигини алоҳида таъкидлашимиз лозим. Мазкур ҳолатни таҳлил қилиш натижасида эмитентлар томонидан корпоратив облигациялар чиқарилиши давом эттирилмаса, яқин йиллардан сўнг мамлакатимизда корпоратив облигациялар муомаласи кузатилмаслигига гувоҳ бўлишимиз мумкин.

3.3. Корпоратив молияни бошқаришда молиявий таъминотни самарали ташкил этиш масалалари

Агарда корпоратив тузилма фаолиятини ўз молиявий ресурсларининг доиравий айланиши ҳисобига ташкил этиш билан чекланса ва бошқа томондан рақобатчилар томонидан янги лойиҳалар ўзлаштирилиши ва фаолиятнинг кенгайтирилиши доимий равишда амалга ошириб борилса биринчи корпоратив тузилма ўз-ўзидан бозордан чиқиб кетишга мажбур бўлади. Шу боисдан корпоратив молияни бошқариш жараёнида янги лойиҳалар устида иш олиб бориш ва уларни амалиётга жорий этиш, фаолиятни диверсификациялаш масалаларига доимий эътибор қаратиш бугунги иқтисодий шарт-шароитнинг асосий талабидир. Бунинг учун эса арзон молиявий ресурс жалб қилиш масаласи кўндаланг туради. Шу нуқтаи назардан мамлакатимиздаги корпоратив тузилмаларда молиявий таъминотни самарали ташкил этиш орқали молиявий ресурслар жалб қилиш масалалари хусусида куйида тўхталиб ўтамиз.

Аввало мамлакатимизда бизнес фаолиятини юритиш, корпоратив тузилмалар фаолиятини кўшимча молиявий ресурслар билан таъминлаш мақсадида молиявий ресурсларни таклиф қилувчи манбалар сонини кенгайтиришимиз, яъни танлов имкониятини яратишимиз лозим. Масалага жиддий эътибор қаратадиган бўлсак, корпоратив тузилмалар томонидан молиявий ресурслар жалб қилишда турли хил вариантлардан энг мақбулини танлаш имконияти чекланган. Корпоратив тузилмаларга молиявий ресурс жалб қилиш деганда биринчи навбатда кўз олдимизга банк кредитлари келади, холос. Кейин эса лизинг амалиёти келиши мумкин. Акциялар ҳам мавжудку, дейиш мумкин. Лекин улар муомаласи нисбатан чекланганлиги билан характерлидир. Ривожланган мамлакатлар амалиётида эса банк кредитлари амал қилиши билан бир вақтда оддий акциялар муомалага чиқариш, имтиёзли акцияларнинг бир неча хил турларини жойлаштириш, варрантлар сотиш, корпоратив облигацияларнинг қатор турларини эмиссия қилиш, лизинг ва бошқа кўплаб молиявий ресурслар жалб қилиш манбаларининг амал қилиши бу бора кўп вариантлилик асосида танлов имконияти мавжудлиги корпоратив тузилмалар учун кўшимча имкониятлар яратиб беради. Яъни арзон ва жалб

қилиш учун кам вақт талаб қиладиган молиявий ресурс манбасини танлашга интилиш юзага келади. Шу нуқтан назардан мамлакатимизда ҳам корпоратив тузилмалар фаолиятини молиялаштиришнинг турли хил манбалари амал қилишига эришишимиз, бунинг учун молия бозорини ривожлантиришимиз талаб этилади.

Бизга маълумки, корпоратив тузилмалар ўз фаолиятларини устав капиталини шакллантириш асосида бошлайдилар. Шунингдек, устав капиталини ошириб бориш орқали фаолиятларини кенгайтиришлари мумкин ҳисобланади. Бунда янги ташкил этилаётган корпоратив тузилмалар учун устав капитали миқдори бўйича минимал талабнинг нисбатан пастроқ бўлиши аҳамиятли ҳисобланади. Чунки фаолиятни бошлаб олгандан сўнг лойиҳанинг истиқболли эканлигини кўрсатиб берган ҳолда кўшимча учинчи улушдорлар ёки акциядорлар ҳисобига молиявий ресурс жалб қилиш имконияти ошади. Келтирилаётган жиҳатларни корпоратив тузилмалар, хусусан акциядорлик жамиятлари устав капиталига минимал талабни белгилашда ҳисобга олиш мақсадга мувофиқ, деб ҳисоблаймиз.

Мамлакатимизда амалдаги тартибга кўра масъулияти чекланган жамиятлар устав капитали минимал миқдори рўйхатдан ўтиш санасидаги энг кам ойлик иш ҳақининг қирқ бараваридан паст бўлмаслиги лозим. 2017 йил март ойи ҳолатига бу сумма 6 миллион сўмга яқин бўлади. Бу ташкилий-ҳуқуқий шаклини масъулияти чекланган жамият шаклида белгилаш орқали тадбиркорлик фаолиятини юритиш учун қулай талаб. Лекин акциядорлик жамиятлари устав капиталига қўйилган минимал талаб бошқа давлатларга, хусусан ривожланган давлатлардаги талабга нисбатан анча юқори. Бу борада акциядорлик жамиятлари устав капитали минимал миқдори бўйича талаб АҚШда белгиланмаганлиги, Японияда 87200 АҚШ доллари, Германияда 50000 евро, Буюк Британияда 50000 фунт стерлинг қилиб белгиланган бир вақтда мамлакатимизда тўрт юз минг АҚШ доллари этиб белгиланиши акциядорлик жамиятлари сонининг ортиб боришига ва молия бозорининг ривожланишига тўсқинлик қилувчи омиллардан биридир, деб ҳисоблаймиз. Устав капитали минимал миқдори бўйича талабни кескин пасайтириш акциядорлик жамиятлари сонининг ортиб боришига, фаолиятни кенгайтириш мақсадида истиқболли лойиҳаларни амалга ошираётган

акциядорлик жамиятлари томонидан кўшимча эмиссиялар ҳисобига молиявий ресурс жалб қилиш ҳажми ортиб боришига хизмат қилади.

Акциялар муомаласини самарали ташкил этиш нуктаи назаридан жаҳон амалиётида кенг қўлланиладиган акциялар турларини мамлакатимизда ҳам жорий этиш лозим. Хусусан, имтиёзли акциялар бўйича кумулятив амалиётни жорий этиш, қатъий белгиланган дивиденддан овоз бериш ҳуқуқини олиш орқали воз кечиш амалиётини йўлга қўйиш мақсадга мувофиқ. Шунингдек, битта акцияга тўғри келадиган дивиденд миқдори даражаси имтиёзли акция бўйича қатъий белгиланган дивиденд даражасидан кескин юқори ҳолатларда фойдани тақсимлашда овоз бериш ҳуқуқини тақдим этадиган имтиёзли акциялар муомалага чиқариш ҳам акциядорлик жамиятлари қимматли қоғозларига кизиқиш уйғотади.

Мамлакатимизда акциялар муомаласи таҳлил қилинганда асосий эмиссия давлат иштирокидаги акциядорлик жамиятлари ҳисобига тўғри келаётганлигини кўришимиз мумкин. Бунда жиддий эътибор қаратиш лозим бўлган жиҳат шундан иборатки, акциялар эмитенти юз фоиз давлат иштирокидаги акциядорлик жамиятларидир. Стратегик аҳамиятга эга акциядорлик жамиятларидан ташқари бошқа акциядорлик жамиятлари томонидан акциялар эмиссиясида эмиссия ҳажмининг маълум бир қисмини очик жойлаштириш амалиётини қонунчилик асосида жорий этиш лозим. Бундан ташқари акцияларни сотиб олиш ҳуқуқини тақдим этувчи варрантлар амалиётига ҳам эътибор қаратилиши молиявий ресурслар жалб қилишда ижобий аҳамият касб этади.

Молия бозорида юқори нуфузга эга бўлган корпоратив тузилмалар томонидан корпоратив облигациялар муомалага чиқариш ва очик жойлаштириш амалиётига алоҳида эътибор қаратиш лозим. Мамлакатимиздаги корпоратив тузилмалардан охириги марта Ўзсаноатқурилишбанк томонидан 2014 йилда корпоратив облигациялар жойлаштирганлигини назарда тутадиган бўлсак охириги икки молия йилида корпоратив облигациялар эмиссияси кузатилмади. Миллий амалиётда корпоратив облигациялар муомаласини кенгайтириш, конверсияланадиган облигациялар муомаласига жиддий эътибор қаратиш мақсадга мувофиқ. Чунки конверсияланадиган корпоратив облигациялар

муомаласи акциядорлар сонининг ортишига, бу ўз навбатида акциядорлик жамиятларида хусусий капитал ортиб боришига хизмат қилади.

Акциялар орқали молиявий ресурслар жалб қилиш амалиётининг самарали амал қилиши кўп жиҳатдан амалдаги дивиденд сиёсатига бевосита боғлиқ. Чунки ҳар қандай инвесторни акциядорлик жамиятининг истикболли эканлигига қўшимча равишда акциянинг даромадлилиги қизиқтиради. Айнан шу жиҳатни эътиборга олган ҳолда акциядорлик жамиятларида дивиденд сиёсатига устувор даражада эътибор қаратиш мақсадга мувофиқ. Шу нуқтаи назардан қўшимча акциялар бўйича эмиссия рисолаларида охириги 5 йилда туланган дивидендлар ҳақида маълумотлар бериб борилиши инвесторлар учун қулайлик яратади, деб ҳисоблаймиз.

Дивиденд сиёсатида кўп кузатиладиган муаммоли ҳолатни ҳам шу ўринда келтиришимиз мақсадга мувофиқ. Эришилган соф фойдани реинвестициялаш бир томондан капитал жалб қилиш бўйича харажатларни камайтириш билан бирга дивиденд бўйича солиқ имтиёзларидан самарали фойдаланишга имкон беради. Бошқа томондан реинвестициялаш амалиёти акциядорлар норозиликка сабаб бўлиши натижасида жамият фаолиятига ғаразли акциядорлар кириб келишига олиб келади. Шунингдек, инвесторларнинг акциялар бозорига бўлган ишонч даражаси пасаяди. Бундан ташқари йирик лойиҳаларни амалга оширишни молиявий таъминлаш учун реинвестиция маблағлари етарли бўлмаслиги мумкин. Шундан келиб чиққан ҳолда дивиденд сиёсатининг молиявий ресурслар жалб қилиш амалиёти билан боғлиқликдан келиб чиққан ҳолда реинвестициялаш ва дивиденд тулаш ўртасидаги оптимал нисбатни белгилаш талаб этилади.

Бизга маълумки, 2015 йил 21 декабрдаги “Акциядорлик жамиятларига хорижий инвесторларни жалб қилиш борасидаги қўшимча чора-тадбирлар тўғрисида”ги Қарорига асосан 2016 йил 1 июлдан бошлаб акциядорлик жамиятлари устав капиталида хорижий инвесторларнинг улуши 15 фоиздан кам бўлмаслигидан иборат тартиб жорий этилди ҳамда “Акциядорлик жамиятлари ва акциядорларнинг ҳуқуқлари тўғрисида”ги Қонунда ҳам белгилаб қўйилди. Бу талаб бир томондан хорижий инвестициялар жалб қилиш нуқтаи назаридан ижобий аҳамият касб этади. Лекин бошқа

томондан бозор иктисодиёти шароитида мулкдорнинг тадбиркорлик субъекти ташкилий-ҳуқуқий шаклини танлаши ихтиёрийликка асосланади. Бундан ташқари акциядорлик жамиятларида акциядорлар таркибини белгилаш ҳам ихтиёрийликка асосланади. Шу нуктаи назардан хорижий инвесторларнинг устав капиталидаги иштирокини мажбурий қилиб белгилаш акциядорлик жамиятларининг ўз ташкилий-ҳуқуқий шакллари ўзгартиришларига ҳам сабаб бўлади. Натижада акциядорлар сонининг қисқариши, акциялар бозоридаги кўрсаткичларнинг пасайиши ва бошқа ҳолатларнинг юз беришига олиб келади. Қўлланилаётган бу амалиёт халқаро тажрибага ҳам зид ҳисобланади. Чунки акциядорлик жамияти фаолияти яхши ташкил қилинган, даромадлиги нисбатан юқори, фаолият йўналишлари истиқболли бўлса хорижий инвесторларда кизиқиш уйғотиши табиий ҳолат ҳисобланади. Бунда ўз-ўзидан акциялар савдоси орқали хорижий инвесторнинг кириб келиши жараёни кузатилади.

Кўшимча тарзда хорижий инвесторларнинг акциядорлик жамиятлари фаолиятига кириб келишини таъминловчи механизмлардан бири сифатида мамлакатимиз бўйича дивиденд даражасини эълон қилиб боришни йўлга қўйиш лозим. Чунки, хорижий инвестор айнан шу кўрсаткич асосида мамлакатдаги акциядорлик жамиятлари дивиденд тўловлари даражасига кизиқади.

Акциядорлик жамиятларига хорижий инвесторларни кенг жалб қилишнинг халқаро амалиётда синалган, яъни тажрибадан ўтган усулларидан бири бу IPO амалиётидир. Бу амалиёт хусусида юқорида ҳам тўхталиб ўтганимиз боис тўғридан-тўғри мамлакатимиздаги корпоратив тузилмалар томонидан IPO операцияларини ташкил этиш масаласи хусусида тўхталиб ўтамиз.

Мамлакатимиздаги акциядорлик жамиятлари томонидан шу кунга қадар IPO амалиёти ўтказилмаган. Бу амалиёт акциядорлик жамиятларига тўғридан-тўғри хорижий инвестициялар жалб қилишда ўзига хос афзалликларга ҳамда жаҳон бозоридаги рақобат муҳитига мослашишда аҳамиятли жиҳатларга эга. Шу боисдан ҳам 2017-2021 йилларда Ўзбекистон Республикасини янада ривожлантириш бўйича ҳаракатлар стратегиясининг “Иктисодиётни янада ривожлантириш ва либераллаштириш” деб номланган учинчи устувор йўналиш “хусусий мулкни, молия бозорини химоя қилиш, кишлок хўжалигини модернизациялаш, заргарлик соҳасини

ривожлантириш, айрим миллий корхоналарнинг акцияларини (IPO) нуфузли хорижий фонд биржаларига дастлабки тарзда жойлаштиришга тайёргарлик кўриш чора-тадбирларини ҳам ўз ичига олади”⁶⁹.

Фикримизча, IPO амалиётини дастлаб миллий фонд биржаси ҳисобланган “Тошкент” республика фонд биржасида, сўнг пухта тайёргарлик асосида минтақавий фонд биржаларида ўтказиш мақсадга мувофиқ. “Тошкент” республика фонд биржасида IPO амалиётини ўтказишда акциядорлик жамиятларининг маҳаллий инвесторлар, айниқса аҳоли гуруҳларига кириб бориш, улар олдида тақдимотлар ўтказиш лозим. Минтақавий фонд биржаларига чиқишда эса уларнинг талабларини пухта ўрганиш ва шу асосда акцияларни жойлаштириш талаб этилади. Акс ҳолда акциядорлик жамияти фаолияти издан чиқиб кетиши ҳам мумкин. Халқаро ривожланган фонд биржаларига чиқиш эса талабларнинг юқорилиги сабабли миллий акциядорлик жамиятларига анча қимматга туришини таъкидлашимиз лозим.

Шу ўринда Марказий Осиё минтақасидаги давлатлар ўртасида иктисодий интеграцияга жиддий эътибор қаратилаётган бир вақтда айнан минтақа учун хизмат қилувчи фонд бозорини яратиш масаласига ҳам эътибор қаратилса акциялар савдоси ривожланишига замин бўлиб хизмат қиларди.

Ривожланган мамлакатларда акциядорлик жамиятларининг қимматли қоғозлар орқали молиявий таъминотида биржа индексларидан фойдаланиш амалиёти алоҳида аҳамият касб этади. Шу нуқтаи назардан аниқ мезонлар асосида биржа индексларини миллий амалиётда ҳам жорий этиш мақсадга мувофиқ. Бунда даромадлилик миқдори, товароборот ҳажми, капиталлашув даражаси асосий мезонлар қилиб олинishi мақсадга мувофиқ, деб ҳисоблаймиз.

Ўзаро капитал алмашиш орқали реал сектор ва молиявий сектор фаолият уйғунлигини таъминлаш ҳам корпоратив тузилмалар молиявий таъминотида аҳамиятга эга ҳисобланади. Бунда тижорат банклари ёки молиявий секторнинг бошқа алоҳида бўғини реал сектордаги акциядорлик жамияти устав капиталида

⁶⁹Ўзбекистон Республикаси Президентининг “Ўзбекистон Республикасини янада ривожлантириш буйича Ҳаракатлар стратегияси тўғрисида”ги Фармонида шарҳ <http://uza.uz/oz/documents/zbekiston-respublikasini-yanada-rivozhlantirish-b-yichia-arak-07-02-2017>.

маълум улушга эгалик қилади. Ўз навбатида реал сектор акциядорлик жамияти акцияларига эгалик қилаётган молиявий сектордаги акциядорлик жамияти, масалан тижорат банки устав капиталида маълум бир улушга эгалик қилади. Реал ва молиявий сектордаги акциядорлик жамиятлари ўртасида капитал алмашинуvidан ташқари мазкур амалиётда реал сектор субъекти молиявий сектор субъектидан қарз маблағлари жалб қилиши кузатилса, иккинчи томондан реал сектор субъектининг молиявий ресурслари молиявий сектор, хусусан тижорат банклари томонидан бошқариб борилади. Келтирилаётган жиҳатлар умумий ҳолда молия-саноат гуруҳларини ўзида акс эттиради. Шу нуқтаи назардан молия-саноат гуруҳларини ривожлантириш мақсадга мувофиқ, деб ҳисоблаймиз.

Хулоса

Корпоратив молияни бошқаришда молиявий таъминотни самарали ташкил этиш масалаларига доир тадқиқотларимиз натижаси сифатида қуйидаги хулосалар, илмий тақлиф ва амалий тавсиялар ишлаб чиқилди:

Корпоратив тузилмаларни молиялаштириш манбаларини умумий ҳолда мулкдорлар ва корпоратив тузиманинг ўз маблағлари ҳамда маълум шартлар асосида четдан жалб қилинган қарз маблағлари манбаларига ажратилади. Ўз маблағларининг ҳам, қарз маблағларининг ҳам маълум бир хусусиятларига кўра ички ва ташқи манбалари мавжуд.

Корпоратив тузилмаларда молиявий таъминотнинг ўз манбалари деганда кўз олдимизга биринчи навбатда хусусий капитал келади. Чунки хусусий капитал таркибидаги устав капитали корпоратив тузилма фаолиятнинг дастлабки босқичида шакллантирилади. Қўшимча капитал, резерв капитали, тақсимланмаган фойда ва ҳокозолар эса кейинги босқичларда шаклланиб боради.

Корпоратив тузилмаларни қарз маблағлари ҳисобига молиялаштириш мақсадлилиқ, таъминланганлик, тўловлилиқ, муддатлилиқ, қайтаришлиқ принциплари асосида ташкил этилади.

Корпоратив тузилма олинган асосий қарз суммасини ва у бўйича ҳисобланадиган фоиз тўловларини белгиланган тартибда қоплаш мақсадида пул оқимларини режалаштириш талаб этилади. Акс ҳолда қўшимча мажбуриятлар юзага келишига сабаб бўлади.

Бугунги кунга келиб халқаро амалиётда корпоратив молияни бошқаришда хорижий капитални жалб қилиш шакллари сифатида IPO амалиётини ташкил этиш ва ўтказиш орқали хусусий капитал жалб қилиш, хорижий банк кредитларини жалб қилиш, халқаро қарз муносабатларини англаторувчи қимматли қоғозлар (евро-облигациялар) муомалага чиқариш, халқаро лизинг кабилар кенг қўлланилмоқда.

Ҳозирги кунда муомаладаги корпоратив облигациялар миқдори 214,774 миллиард сўмни ташкил этмоқда. Ундан 33,5 миллиард сўмлик қисми 2017 йилда, 43,214 миллиард сўмлик қисми 2018 йилда, 45 миллиард сўмлик қисми 2019 йилда, 58,06 миллиард сўмлик қисми 2020 йилда ва 35 миллиард сўмлик қисми 2022 йилда қайтариб сотиб олиш орқали қопланиши белгиланганлигини алоҳида таъкидлашимиз лозим. Мазкур ҳолатни таҳлил қилиш натижасида эмитентлар томонидан корпоратив облигациялар чиқарилиши давом эттирилмаса, яқин йиллардан сўнг мамлакатимизда корпоратив облигациялар муомаласи қузатилмаслигига гувоҳ бўлишимиз мумкин.

Мамлакатимизда корпоратив тузилмалар фаолиятини кўшимча молиявий ресурслар билан таъминлаш мақсадида молиявий ресурсларни таклиф қилувчи манбалар сонини кенгайтиришимиз, яъни танлов имкониятини яратишимиз лозим.

Корпоратив тузилмалар ўз фаолиятларини устав капиталини шакллантириш асосида бошлайдилар, устав капиталини ошириб бориш орқали фаолиятларини кенгайтиришлари мумкин. Бунда янги ташкил этилаётган корпоратив тузилмалар учун устав капитали миқдори бўйича минимал талабнинг нисбатан пастроқ бўлиши аҳамиятлидир. Шундан келиб чиққан ҳолда акциядорлик жамиятлари устав капиталига минимал талабни камайтириш мақсадга мувофиқ.

Акциялар муомаласини самарали ташкил этиш нуктаи назаридан жаҳон амалиётида кенг қўлланиладиган акциялар турларини мамлакатимизда ҳам жорий этиш лозим. Хусусан, имтиёзли акциялар бўйича кумулятив амалиётни жорий этиш, қатъий белгиланган дивиденддан овоз бериш ҳуқуқини олиш орқали воз кечиш амалиётини йўлга қўйиш лозим.

Кўшимча тарзда хорижий инвесторларнинг акциядорлик жамиятлари фаолиятига кириб келишини таъминловчи механизмлардан

бири сифатида мамлакатимиз бўйича дивиденд даражасини эълон қилиб боришни йўлга қўйиш лозим.

Фойдаланилган адабиётлар

1. Ўзбекистон Республикаси “Масъулияти чекланган ҳамда қўшимча масъулиятли жамиятлар тўғрисида”ги 2001 йил 6 декабрдаги Қонуни.

2. Ўзбекистон Республикаси “Акциядорлик жамиятлари ва акциядорларнинг ҳуқуқларини ҳимоя қилиш тўғрисида”ги 2014 йил 6 майдаги Қонуни.

3. Ўзбекистон Республикаси “Қимматли қоғозлар бозори тўғрисида”ги 2015 йил 3 июндаги Қонуни.

4. Ўзбекистон Республикаси Президентининг “Ўзбекистон Республикасини янада ривожлантириш бўйича Ҳаракатлар стратегияси тўғрисида”ги 2017 йил 7 февралдаги Фармони.

5. Ўзбекистон Республикаси Марказий банки бошқарувининг “Банкларни рўйхатга олиш ва улар фаолиятини лицензиялаш тартиби тўғрисида” Низоми. 2009 йил 15 август.

6. 21-сонли БҲМС – Хўжалик юритувчи субъектларнинг молиявий-хўжалик фаолияти бухгалтерия ҳисоби Счётлар режаси ва уни қўллаш бўйича Йўриқнома. 2002 йил 9 сентябрь.

7. Қимматли қоғозлар эмиссияси ва эмиссиявий қимматли қоғозлар чиқарилишларини давлат рўйхатидан ўтказиш Қоидалари. 2009 йил 16 июль.

8. Каримов И.А. Банк тизими, кредит, инвестиция ва молиявий баркарорлик тўғрисида. – Т.: Ўзбекистон, 2005. 528 б.

9. Борисова О.В. и др. Корпоративные финансы: Учебник и практикум. М.: Юрайт, 2015. 651 с.

10. Гребенников П.И., Тарасевич Л.С. Корпоративные финансы: Учебник. М.: Юрайт, 2016. 252 с.

11. Лукасевич И.Я. Финансовый менеджмент: Учебник. М. Эксмо, 2010. – 768 с.

12. Под. ред. М.А.Эскандарова, М.А.Федотовой. Корпоративные финансы: Учебник. М. Кнорус, 2016. 480 с.

13. Тарасевич Л.С., Гребенников П.И., Леусский А.И. Теория корпоративных финансов: Учебник. М.: Высшее образование, 2007. 237 с.

14. Теплова Т.В. Корпоративные финансы: Учебник. М. Юрайт, 2014. 655 с.
15. Холмуратов Н. Корхоналарда кредит хужжатларини тайёрлаш ва кредитларнинг бухгалтерия хисоби // Бозор, пул ва кредит. 2013. №5. Б. 65-70.
16. Элмирзаев С. Корпоратив молия: Ўқув қўлланма. Т.: Sapostandart, 2015. 256 б.
17. www.nbu.uz – Ташқи иқтисодий фаолият миллий банки веб сайти.
18. www.uzse.uz – Тошкент республика фонд биржаси веб сайти.
19. www.csm.gov.uz – Қимматли қўғозлар бозорини мувофиқлаштириш ва ривожлантириш маркази вебсайти.

IV боб. КОРПОРАТИВ МОЛИЯНИ БОШҚАРИШДА ИНВЕСТИЦИОН ФАОЛИЯТ САМАРАДОРЛИГИНИ ОШИРИШ МАСАЛАЛАРИ

Иқтисодиётни модернизациялаш шароитида корпоратив тузилмалар хўжалик молиявий фаолиятини ҳар томонлама ривожлантириш ва қўллаб қувватлаш долзарб масалалардан бири саналади. Чунки мамлакатимиз иқтисодиётини ривожлантиришда, мамлакатимиз ташқи иқтисодий савдо балансини оширишда ҳамда халқаро иқтисодий муносабатларни таъминлашда корпоратив тузилмаларнинг ўрни жуда каттадир. Ўз навбатида, корхоналарни модернизация қилиш, замонавий молиявий бошқарув тизимларини жорий этиш, хусусан молиявий менежментни жорий этиш ва истиқболда ривожлантириш ва шу орқали инвестицион фаолиятни самарали ташкил этиш муҳим ҳисобланади.

Зеро, жаҳон иқтисодиётининг, шу жумладан Ўзбекистон иқтисодиётининг ҳам келгуси тараққиёти, асосан, инвестицияларга боғлиқлигини бугунги кунда ҳар бир билим соҳибби англаб етганлигини назарда тутсак, ҳозирги кунда республикамиз иқтисодиётига инвестицияларни, хусусан чет эл инвестицияларини кенгроқ жалб этиш уларнинг мамлакатимизда ўтказилаётган иқтисодий ислохотларнинг самарали ижросини таъминлашнинг муҳим асосига айланганлиги билан боғлиқлигини тушуниб олиш кийин эмас.³

Албатта, бунда бугунги кескин рақобат шароитида корпоратив молияни бошқариш соҳасидаги мутахассислардан инвестицион фаолиятни самарали ташкил этиш масаласида чуқур билим ва малака талаб этилади. Чунки молиявий менежерлар томонидан исталган инвестицион лойиҳаларнинг самарадорлигига таъсир этувчи барча омилларни атрофлича ўрганмаслик ва пухта молиявий баҳолай олмаслик корпоратив тузилмалар фаолиятига акс таъсир этиб, уларни инкироз ҳолатига ҳам олиб келиши мумкин. Шу сабабли мамлакатимиздаги корпоратив тузилма-

³ Жураев А.С., Хўжамкулов Д.Ю., Маматов Б. Инвестиция лойиҳалари таҳлили. Т.: Шарқ. 2007. 52 б.

ларнинг инвестицион фаолиятини ўрганиш, уларда юзага келадиган муаммоларни аниқлаш ҳамда уларни бартараф этиш юзасидан илмий хулосалар ишлаб чиқиш бугунги кунда муҳим аҳамият касб этмоқда. Бу эса ўз навбатида биз томонимиздан тадқиқ этилаётган мавзунинг долзарблигини ўзида ифода этади.

4.1. Корпоратив молияни бошқаришда инвестицион фаолиятнинг иқтисодий моҳияти ва аҳамияти

Иқтисодиётни модернизациялашнинг асосий иқтисодий тушунчалари сифатида инвестициялар тушунчасининг бугунги ҳаётимизга кенг ва тез кириб келишининг ўзи унинг моҳияти ва аҳамияти, зарурлигини кўрсатиб, уни очиб беришга бўлган заруриятни келтириб чиқаради. Бу тушунча ўзи билан бирга инвестиция лойиҳалари тушунчаси, инвестиция лойиҳаларини амалга ошириш ва молиялаштириш, уларнинг техник иқтисодий асосланиши ва экспертизаси, лойиҳавий таҳлил, лойиҳаларнинг самарадорлигини баҳолаш ва мониторинги каби бир қатор янги қўплаб тушунча ва иқтисодий билимларни кашф этиши, уларнинг бугунги иқтисодий ҳаётимизда нақадар муҳимлигини англаб олишимизга сабаб бўлмоқда.

Жаҳон тажрибаси шуни кўрсатадики, қулай инвестиция иклими шаклланмасдан ва хорижий инвестицияларни миллий иқтисодиётга фаол жалб этмасдан туриб, бозор иқтисодиётига ўтаётган мамлакатлар жаҳон иқтисодий ҳамжамиятига муваффақиятли интеграциялаша олмайди.

Иқтисодий адабиётларда ва амалиётда «инвестиция» нисбатан аниқ ва кенг қўлланилаётган атама ҳисобланса-да, иккинчи томондан, унинг қўп кирралиги ва зиддиятлилиги нафақат мамлакатимиз, балки хорижий иқтисодий адабиётларига ҳам хос.

«Инвестиция» тушунчаси бир қатор маъноларга эга бўлиб, бу капитал қўйилма деган маънони билдиради. Ёки буни фойда олиш мақсадида акция, облигация сотиб олиш, товар ишлаб чиқариш учун зарур бўлган реал активларни сотиб олиш ва ишлаб чиқариш ҳамда интеллектуал ва бошқа моддий бойликлар учун сарфланиши тушунилади, яъни инвестициялар ҳар қандай восита бўлиб, пулнинг қийматини сақлайди, унинг қийматини қўпайтиради ва ижобий даромад олишни таъминлайди.

Демак, инвестиция сўзи кенгрок маънони англатиб, бунга қўшимча равишда ўзлаштирмоқ деган маънони ҳам берад экан»⁷⁰.

Қуйидаги таърифда инвестициялар ва капитал қўйилмалар ўртасига тенглик ишораси қўйилган: «Инвестициялар (капитал қўйилмалар) – халқ хўжалигининг барча тармоқларида кенгайтирилган такрор ишлаб чиқаришни таъминлашга йўналтирилган моддий, меҳнат ва пул ресурслари харажатлари йиғиндисидан иборат»⁷¹.

Бизнинг фикримизча, Ўзбекистон Республикасининг «Инвестиция фаолияти тўғрисида»ги Қонунида келтирилган таъриф инвестицияларнинг иқтисодий-ҳуқуқий табиатини тўлиқ очиб беради: «инвестициялар - иқтисодий ва бошқа фаолият объектларига киритиладиган моддий ва (номоддий неъматлар ҳамда уларга доир ҳуқуқлар; инвестиция фаолияти - инвестиция фаолияти субъектларининг инвестицияларни амалга ошириш билан боғлиқ ҳаракатлари мажмуи»⁷².

Иқтисодий адабиётларда инвестицияларнинг турли хусусият ва ёндашувлардан келиб чиқиб жуда кўп турлари келтирилган. Жумладан, реал ва молиявий инвестициялар, бевосита ва билвосита инвестициялар, қиска ва узок муддатли инвестициялар, капитал, инновацион ва ижтимоий инвестициялар, хусусий ва давлат инвестициялари ҳамда миллий ва чет эл инвестициялари каби. Ушбу инвестицияларни туркумлашга бундай ёндашувлар уларнинг қандай киритилиши ва нима мақсадда киритилиши ҳамда бошқа томонларини ҳисобга олиб шартли равишда туркумланган бўлиб, уларнинг маълум иқтисодий моҳиятини ҳам очиб беришга қаратилган. Ҳозирги глобаллашув шароитларида инвестицион лойиҳаларда ушбу инвестицияларнинг алоҳида ҳолда ажратиб кўрсатиш кийин, чунки мулкдорлар ва менежерларнинг иқтисодий фаолиятини кўп қирраларини ҳисобга олмасликлари уларнинг юқори рақобатли бозор конъюнктурасига мослашувини пасайтириши мумкин.

Амалиётда акциядор ҳам инвестор сифатида қаралар экан, бу ўринда биз томонимиздан тадқиқ этилаётган корпоратив тузилмаларда инвестицион фаолиятни ташкил этиш ҳам бугунги кунда

⁷⁰ Қаримов Н.Ғ., Хожиматов Р.Х. Инвестицияларни ташкил этиш ва молиялаштириш: Дарслик. Т.: ТДИУ. 2011. 31 б.

⁷¹ Шапиро В.Д. и др. Управление проектами. СПб.: Два Три, 2006. 17 с.

⁷² Ўзбекистон Республикаси 1998 йил 24 декабрдаги «Инвестиция фаолияти тўғрисида»-ги Қонуни. 2-модда /НОРМА

муҳим аҳамият касб этади. Чунки инвестицион фаолият корпоратив тузилмаларга керакли бўлган молиявий ресурсларни ички ва ташқи манбалардан жалб қилишга ҳамда самарали лойиҳаларга кўшимча фойда олиш учун сафарбар қилиш имкониятларини тақдим этади. Корпоратив тузилмалар шаклидаги корхоналарда нафақат инвестицион фаолият, балки молиявий фаолиятни ташкил қилишнинг ўзи ҳам уларнинг ўзига хос хусусиятлари асосида ташкил этилиши билан ажралиб туради.

Корпоратив бошқарув тушунчаси Ўзбекистонга мустақиллик йилларида кириб келган бўлиб, унинг иктисодий ҳаётимиздаги роли кундан-кунга ортиб бормоқда. Ўзбекистонда 1996 йилда қабул қилинган “Акциядорлик жамиятлари ва акциядорлар ҳуқуқларини ҳимоя қилиш тўғрисида”ги қонун корпоратив бошқарув тизимига эга корхоналар фаолиятини тартибга солишни таъминловчи ва айни вақтда акциядорлик жамиятлари фаолиятини ривожлантирувчи меъёрий-ҳуқуқий асос вазифасини бажариб келмоқда. Корпоратив бошқарув тизимига эга корхоналарда мулкдорлар манфаатларини тартибга солиш ва уларнинг инвестицион фаоллигини оширишда уларнинг инвестицион жозибadorлигини таъминлаш алоҳида аҳамият касб этади.

Ҳозирги кунда корпоратив бошқарув тизимига эга корхоналарнинг инвестиция салоҳиятини ва улардаги инвестицион муҳит ҳамда инвестицияларни жалб этишдаги ўзига хос жиҳатларини ўрганишга катта эътибор қаритилмоқда. Жумладан, тўғридан-тўғри хорижий инвестицияларни кенг жалб этиш, акциядорлик жамиятлари фаолиятининг самарадорлигини тубдан ошириш, бўлажак инвесторлар учун уларнинг очиклиги ва жозибadorлигини таъминлаш, замонавий корпоратив бошқарув услубларини жорий қилиш, корхоналарни стратегик бошқаришда акциядорлар ролини кучайтириш учун қулай шароитлар яратиш мақсадида 2015 йил 24 апрелда Президентнинг ПФ-4720 сонли “Акциядорлик жамиятларида замонавий корпоратив бошқарув услубларини жорий этиш чора-тадбирлари тўғрисида”ги Фармони қабул қилинди. Ушбу Фармон сўнгги йилларда акциядорлик жамиятларида инвестицион фаолиятни амалга оширишнинг энг асосий ҳуқуқий асосларидан бири бўлиб саналди.

Ушбу фармонга мувофиқ қуйидагилар корпоратив бошқарув тизимини янада ривожлантиришнинг асосий йўналишлари этиб белгиланди:

– халқаро тажрибани чуқур таҳлил қилиш ва шу асосда замонавий корпоратив бошқарув услубларини жорий этиш, ишлаб чиқариш, инвестиция, моддий-техник, молиявий ва меҳнат ресурсларидан фойдаланиш самарадорлигини ошириш;

– чет эл капитални яшироқда акциядорлик жамиятларини ташкил этиш, акциядорлик жамиятларига хорижий инвестицияларни кенг жалб қилиш учун қулай шароитлар яратиш;

– эски бўлинмалар ва лавозимларни тугатиш, замонавий халқаро стандартлар ва бозор иқтисодиёти талабларига мос янги бўлинма ва лавозимларни жорий этишни инобатга олган ҳолда, акциядорлик жамиятларини бошқариш тузилмасини тубдан қайта ташкил этиш;

– акциядорлик жамиятларини стратегик бошқариш, бошқарув ходимларининг самарали фаолиятини назорат қилишни таъминлашда акциядорлар, жумладан, миноритар акциядорлар ролини ошириш;

– етакчи хорижий таълим муассасалари билан ҳамкорлик асосида бошқарув ходимларини тайёрлаш ва уларнинг касб даражасини ошириш, шунингдек, акциядорлик жамиятларида раҳбарлик лавозимларига чет эллик юқори малакали менежерларни жалб қилиш.

Шунингдек, Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2015 йил 31 мартдаги ПҚ-2327-сонли Қарори билан ташкил этилган Акциядорлик жамиятлари фаолиятининг самарадорлигини ошириш ва корпоратив бошқарув тизимини такомиллаштириш комиссияси қайд этилган акциядорлик жамиятларини қайта ташкил этиш жараёнини 2015 йилнинг 1 октябрга қадар тугатиш устидан қатъий назорат ўрнатиш белгилаб қўйилди.

Акциядорлик жамиятлари фаолиятининг самарадорлигини ошириш ва корпоратив бошқарув тизимини такомиллаштириш комиссиясининг Германия ҳамда бошқа иқтисодий ривожланган давлатларнинг етакчи таълим муассасаларини жалб этган ҳолда, тугатиладиган Олий бизнес мактаби негизида Корпоратив бошқарув илмий-таълим марказини ташкил этиш, унинг зиммасига корпоратив бошқарувнинг ташкилий шакллари ва замонавий услубларини жорий қилишни методик таъминлаш, шунингдек, халқаро талаб ва стандартларга мувофиқ ушбу соҳада бошқарув ходимларини тайёрлаш ҳамда уларнинг малакасини ошириш вазифасини юқлаш тўғрисидаги таклифини қабул қилиниши ҳам ушбу фармонда белгилаб қўйилган.

Акциядорлик жамиятларига хорижий инвестор ва менежерларни кенг жалб этиш, корпоратив бошқарувда, ишлаб чиқаришни модернизация қилиш, техник ва технологик қайта жиҳозлашда, сифатли, рақобатбардош маҳсулот ишлаб чиқаришни ташкил этиш ҳамда уни ташқи бозорларга олиб чиқишда уларнинг фаол иштирок этишлари учун қулай шарт-шароитлар яратиш, шунингдек, акциядорлик жамиятларининг устав капиталларида давлат активлари ва улушларини қисқартириш ҳисобидан иқтисодиётда давлатнинг иштирокини тубдан камайтириш мақсадида 2015 йил 21 декабрда Президентининг ПҚ-2454-сонли “Акциядорлик жамиятларига хорижий инвесторларни жалб қилиш борасидаги қўшимча чора-тадбирлар тўғрисида” Қарорлари қабул қилинди.

Мазкур Қарор орқали Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2015 йил 31 мартдаги ПҚ-2327-сонли Қарори билан ташкил этилган Акциядорлик жамиятлари фаолияти самарадорлигини ошириш ва корпоратив бошқарув тизимини такомиллаштириш бўйича комиссиянинг, шунингдек, акциядорлик жамиятлари устав капиталда хорижий инвесторларнинг улуши 15 фоиздан кам бўлмаслигидан иборат тартиб жорий этилиши таклифига розилик берилди.

2015 йил якунларида эса ушбу соҳани ривожлантиришга алоҳида эътибор қаратилиб, белгиланган вазифалар доирасида “Барча акциядорлик жамиятларининг фаолияти тўлиқ инвентаризациядан ўтказилди, натижада 462 та жамиятни ёки уларнинг 43 фоизини тугатиш ёки бошқа ташкилий-ҳуқуқий шаклга ўзгартириш тўғрисида қарорлар қабул қилинди. Корхоналарни корпоратив бошқариш бўйича илғор халқаро тажрибани ўрганиш асосида акциядорлик жамиятларининг янги намунавий тузилмаси ишлаб чиқилди ва тасдиқланди. Шу тариқа, замонавий корпоратив бошқарув тизими талабларини инобатга олган ҳолда, лавозим ва касбларнинг янги классификатори ишлаб чиқилди ва тасдиқланди, унга бозор иқтисодиёти талабларига мос келадиган 566 та янги тоифа киритилди”⁷³

Корпоратив тузилмаларда инвестицион фаолиятни амалга оширишнинг бош режаси сифатида қуйидагиларни белгилаб беради:

⁷³ Ўзбекистон Республикаси Биринчи Президенти Ислоҳ Каримовнинг мамлакатимизни 2015 йилда ижтимоий-иқтисодий ривожлантириш якунлари ва 2016 йилга мўлжалланган иқтисодий дастурнинг энг муҳим устувор йўналишларига бағишланган Вазирлар Маҳкамаси мажлисидаги маърузаси //Халқ сўзи. 17.01.2016.

- инвестицион фаолият муҳим йўналишларини;
- инвестицион фаолият шакллари;
- корпоратив тузилма инвестицион ресурсларини шакллантириш тавсифи;
- корпоратив тузилма узоқ муддатли инвестицион мақсадларини амалга ошириш босқичларининг кетма-кетлиги;
- инвестицион фаолият йўналишлари ва шакллари бўйича корпоратив тузилманинг инвестицион активлиги имкониятлари чегаралари;
- инвестицион фаолиятни моделлаштириш, амалга ошириш ва баҳолашнинг расмий мезонлари тизими.

4.2. Корхона инвестицион фаолиятини молиялаштириш манбалари

Ҳозирги замонавий шароитда инвестицион стратегияни юритиш корхонанинг муваффақиятли ва самарали ривожланишини белгиловчи омиллардан бири ҳисобланади. Ишлаб чиқилган инвестицион стратегия:

- корхонанинг олдиндаги иқтисодий ва иқтимоий ривожланишининг узоқ муддатли умумий ва инвестицион мақсадларини амалга ошириш механизмини таъминлайди;
- корхонанинг инвестицион имкониятларини реал баҳолаш имконини беради;
- инвестицион имкониятлардан максимал фойдаланиш ва инвестицион ресурслар фаол айланувчанлиги имконини беради;
- ташқи бозор инвестицион муҳитлари омилларининг ўзгаришлари жараёнида пайдо бўладиган ва қочиб бўлмайдиган янги истиқболли инвестицион имкониятлардан тезкорлик билан фойдаланиш имкониятларини таъминлайди;
- ташқи инвестицион муҳитлар ривожланишининг мумкин бўлган вариантларини прогноزلаш ва корхона фаолиятига салбий таъсир кўрсатувчи омилларнинг таъсирини камайтириш имконини беради;
- корхона инвестицион фаолиятини стратегик, тактик (жорий) ва оператив бошқариш ўртасидаги аниқ ўзаро боғлиқликни таъминлайди;
- корхонанинг рақобат муҳитидаги устунлигини акс эттиради;

- энг муҳим стратегик инвестицион қарорларни амалга ошириш доирасида инвестицион фаолиятнинг мос сиёсати белгиланади.

Инвестицион стратегияни ишлаб чиқиш жараёни корпоратив тузилма молиявий стратегияси тизимининг муҳим таркибий қисми бўлиб ўз ичига қуйидагиларни олади:

- инвестицион стратегия мақсадлари қўйилиши;
- шаклланган инвестицион ресурслар таркибини ва улар рационал тақсимланишини оптималлаштириш;
- инвестицион фаолият энг муҳим жиҳатлари бўйича инвестицион сиёсатни ишлаб чиқиш;
- ташқи инвестицион муҳит билан ўзаро муносабатларни сақлаш.

Корпоратив тузилманинг инвестицион стратегиясини ишлаб чиқишнинг зарурлиги ташқи ва ички муҳит шарт-шароитлари ўзгаришлари билан белгиланади. Инвестицияларни самарали бошқариш фақатгина ташқи инвестицион муҳитдаги мумкин бўлган ўзгаришларга мослашган аниқ инвестицион стратегия асосида ташкил этилиши мумкин, бошқача айтганда корпоратив тузилманинг алоҳида бўлинмалари инвестицион қарорларининг бир-бирига зид келиши мумкинлиги инвестицион фаолият самарадорлигини пасайтиради.

Корпоратив тузилма ташқи молиявий муҳити омилларининг ўзгариши операцион фаолият мақсадларининг муҳим ўзгаришлари билан ёки ҳаётий цикл босқичларидаги олдинда турган ўзгаришлари билан боғлиқ бўлиши мумкин. Янги тижорат имкониятлари очилиши корпоратив тузилма операцион фаолияти мақсадлари ўзгаришига сабаб бўлади. Бундай ҳолатда ишлаб чиқилган инвестицион стратегия корпоратив тузилма инвестицион активлигини ўстириш прогнозини ва инвестицион фаолиятни диверсификациялашни таъминлайди.

Корпоратив тузилма ҳаётий циклининг ҳар бир босқичи учун ўзига хос инвестицион активлик даражасини, инвестицион фаолият йўналишлари ва шаклларини, инвестицион ресурсларнинг шаклланиш хусусиятларини тавсифлайдиган инвестицион стратегия корпоратив тузилма инвестицион фаолиятини унинг иқтисодий тараққиётдаги ўзгаришларга мослаштириш имконини беради.

Зеро, ички инвестицион стратегиялар реал инвестицион лойиҳаларни ва инвестициялашнинг молиявий инструментларини тан-

лашнинг асосий мезоний баҳолашларини белгилаш асосида шакллантирилар экан, ҳозирги вақтда инвестицияларни молиялаштириш манбаларини шакллантириш ҳам инвестиция фаолиятининг бош муаммоларидан бири ҳисобланади. Бозор иқтисодиёти шароитида инвестицион лойиҳаларини молиялаштириш инвесторлар томонидан ташкил этилган ҳар хил манбалар, жумладан:

1. Инвесторнинг ўз молиявий ресурслари ва ички хўжалик резервлари (фойда, амартизация ажратмалари, махсус резерв фондлари);

2. Инвесторнинг қарз маблағлари (банк кредити, бюджет кредити, облигация бўйича қарзлар);

3. Жалб қилинган молиявий ресурслар (акцияларни сотиш, меҳнат жамоасининг пай ва бошқа кўринишдаги бадаллари, юридик ва жисмоний шахсларнинг пай ва бошқа бадаллари);

4. Бюджетдан инвестицион ассигнациялари (махаллий, давлат ва бюджетдан ташқари фондлар маблағлари);

5. Чет эл инвестициялари (чет эл кредитлари, тўғридан-тўғри чет эл инвестицияси, қўшма корхоналар кўринишида);

6. Лизинг (инвестицион лойиҳаларни молиялаштиришнинг бир тури бўлиб, асбоб-ускуна, транспорт воситалари, бино ва иншоотларни ижарага бериш тушинилади) манбалар ҳисобига амалга оширилмоқда.

Ушбу молиялаштириш шакллари ва манбаларининг ҳар бири ўзининг ижтимоий сиёсий ва иқтисодий жиҳатларига эга, шу сабабли инвестицион лойиҳаларни молиялаштириш шаклларини таҳлил қилиб энг қулай шакл ва усул танланади.

Инвестицияларни молиялаштиришнинг энг ишончли манбаси бу ўз маблағлари ҳисобланади. Ҳар қандай тижорат ташкилоти доимо инвестицияларни ўз ҳисобидан молиялаштиришга интилади. Бу ҳолатда молиялаштириш манбаларини қаердан олиш керак деган муаммо вужудга келмайди ва унинг банкротлик хавф-хатари (риски) камаяди. Бундан ташқари ижобий томонлари ҳам мавжуд. Хусусан ўз-ўзини молиялаштириш корхонани ривожланганлиги ва унинг яхши молиявий ҳолатини билдиради ва яна рақобатчилардан маълум бир устунликка эга бўлади, бошқа корхоналарда бундай имконият бўлмаслиги мумкин. Ҳар қандай тижорат ташкилотининг асосий ўз-ўзини молиялаштириш манбаи бу асосан соф фойда ва амартизация ажратмаси ҳисобланади.

а) «Фойдаинвестицияларни молиялаштириш манбаи сифатида».

Бозор иқтисодиёти шароитида корхонанинг асосий мақсади бу максимал фойда олишдир. У корхона фаолиятининг асосий молиявий натижаси ҳисобланади.

б) «Амортизация ажратмалари инвестиция лойиҳаларини молиялаштириш манбаи сифатида».

Амортизация ажратмалари инвестицияларни молиялаштиришнинг муҳим манбаларидан бири ҳисобланади. Улар қайта ишлаб чиқаришни (яъни такрор ишлаб чиқариш) ташкил қилиб қолмай, балки маълум даражада уларни кенгайтиришга ҳам мўлжалланган бўлади. Дунёнинг ривожланган мамлакатларида амортизация корхонанинг инвестиция эҳтиёжини 70-80%ини қондиради. Мамлакатимизни бозор иқтисодиётига ўтиши билан амортизация ажратмаларининг инвестицияларни молиялаштириш манбаи сифатидаги аҳамияти ҳам ўсди.

Уларнинг инвестицияларни молиялаштириш манбаи сифатида бошқаларига нисбатан устунлик томони шундаки, корхонанинг ҳар қандай молиявий ҳолатида, бу манба ўз ўрнига эга бўлади ва доимо корхона ихтиёрида бўлади.

Рақобат жараёни, асосий фондларни янгилаб туришни талаб этади, бу эса келгусидаги инвестициялар учун тезлаштирилган амортизация ажратмаларини ҳисоблашни тақозо этади. Шундай қилиб, интенсив тарздаги қайта ишлаб чиқариш амалга оширилади. Бунинг натижасида амортизация ажратмалари, ўзи алоҳида бир шаклни ташкил қилади. Бошқача қилиб айтганда, улар кенгайтириш ва инвестициялаш учун олдингисига нисбатан барқарор молиявий базага айланади. Шундай қилиб, амортизация ажратмалари корхонанинг инвестиция фаолиятини тартибга солувчи муҳим воситага айланади.

в) Корхонанинг инвестиция фаолиятини молиялаштиришнинг ички молиявий ресурслари бўлиб қуйидагилар ҳисобланади:

-хўжалик усулида бажарилган қурилиш-монтаж ишларидан келган фойда (қилинган иқтисод);

-асосий воситаларни ликвидация қилинган вақтда олинган яроқли материаллар;

-айланма маблағларнинг айланишини тезлаштириш ҳисобига, муомиладан бўшатилган айланма маблағларнинг бир қисми;

-корхонанинг ўзида ташкил қилинган махсус резерв фондлари ва бошқалар.

г) Агар корхона инвестиция фаолиятини молиялаштиришда ўз маблағлари етарли бўлмаса, бундай ҳолда, корхона маблағларни қимматли қоғозлар чиқариш ёки банк кредити орқали жалб қилиши мумкин. Инвестицион лойиҳаларни молиялаштиришнинг кенг тарқалган ва молиялаштиришнинг асосий манбаларидан бўлиб, қимматли қоғозларни эмиссия қилиш ҳисобланади.

Акция - бу корхона мулкига акционерларнинг қўшган ҳиссасини тасдиқловчи ҳужжат. Акциялар бўйича даромадлар дивидент шаклида олинади. Акциялар чиқариш орқали зарур бўлган пул маблағлари жалб қилинади. Мазкур жараёнда акцияларни ҳақиқий қийматини аниқлаш ва ушбу қийматдан келиб чиққан ҳолда хорижий инвесторларга акцияларнинг сотиладиган нархларини таклиф қилиш мақсадга мувофиқдир. Шу ўринда ҳозирги кунда республикамізда акциялар эмиссия қилиш даражаси ўсиш тенденциясига эга бўлаётганлигини, акциядорлик жамиятларида инвестицион фаолиятга бўлган эътибор тобора ошиб бораётганлигини кузатишимиз мумкин. Бу эса босқичма-босқич мамлакатимиз молия бозорлари ривожланишига хизмат қилади. Шунингдек, ушбу кўрсаткичларнинг айниқса сўнгги йилларда нисбатан кескин ошишини мамлакатимизда олиб борилаётган иқтисодий ислохотлар натижасида бўлаётганлигини айтишимиз мумкин.

Облигация - бу қарздорлик мажбурияти бўлганлиги сабабли акцияга нисбатан rischi камроқ бўлади ва облигациялар шу сабабли акцияга нисбатан тезроқ сотилади. Бу эса корхонага зарур маблағларни бир мунча қисқа вақт ичида тўплаш имконини беради. Облигациянинг акцияга нисбатан rischi камроқ бўлганлиги сабабли, облигацияга тўланадиган фоиз акция бўйича дивидендга нисбатан пастроқ бўлади. Корхона учун эса акция чиқариш, облигация чиқаришга нисбатан қулайроқдир. Чунки фойда миқдорига қараб, дивидендни ўзгартириши мумкин, облигацияда эса фоиз қатъий белгиланган бўлади.

д) *Инвестицион лойиҳани молиялаштиришнинг қарзга олинган манбаи бўлиб, банк кредитлари, ипотека ссудалари, сугурта компанияларидан олинган қарзлар ёки (нодавлат) бюджетдан ташқари фондлардан олинган кредитлар ҳисобланади. Ушбу молиялаштириш манбалари маълум муддатга қайтариш ва*

тўловлилик шартли асосида берилади. Инвестицион лойиҳаларни кредит асосида молиялаштиришнинг афзалроқ томони шундаки, фаолият юритаётган корхона учун модернизация, реконструкция ишлари ва керакли меъёрга ишлаб чиқариш қувватини таъминлашда, яъни корхона ишлаб чиқариш фаолиятни кенгайтирмоқчи бўлса, кредитдан фойдалангани маъқул, чунки, ишлаб турган корхона активлари ушбу кредитлар қайтарилишига гаров бўлиб хизмат қилиши мумкин.

Давлат қимматли қоғозлари - Ўзбекистон Республикасининг газна мажбуриятлари ва Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамаси ваколат берган орган томонидан чиқарилган облигациялар, шунингдек, Ўзбекистон Республикаси Марказий банкнинг облигациялари. Облигациялар ўзида кредит муносабатларини акс эттиради, бунда давлат қарздор, аҳоли ёки корхона ва ташкилотлар кредитор сифатида иштирок этади (давлат кредити). Бугунги кунда давлат облигациялари облигацияларнинг энг кенг тарқалган туридир. Давлат облигациялари эмиссиясини ҳукумат, аксарият ҳолларда, давлат бюджети тақчиллигини қоплаш мақсадида амалга оширади. Бевосита давлат облигациялари операциялари билан кредит муассасалари шуғулланади. Фоизларни тўлаш манбаси — давлат хазинасига корхоналардан солиқ кўринишида келиб тушадиган, амалга оширилган кўшимча қийматдир. Давлат облигациялари, одатда, мамлакатнинг мол-мулки, бойлиги билан кафолатланган ва шунинг учун ҳам инвестиция активларининг энг ишончли тури ҳисобланади. Давлат облигациялари бўйича олинган даромадлар солиққа тортилмайди. Шунинг учун улар бўйича фоиз ставкалари корпорацияларнинг энг биринчи даражали облигациялари бўйича тўланадиган фоиз ставкаларига қараганда паст. Бозор иқтисодиёти ривожланган мамлакатларда жами давлат қарзининг ката қисмини айнан турли йилларда чиқарилган облигациялар ташкил этади. Аҳоли ҳамда корхоналар учун давлат мажбуриятларини харид қилиш ўз омонатлари ва жамғармаларини нисбатан ишончли сақлаш шакли ҳисобланади. Бу қандайдир даражада ўзини инфляция жараёнлари таъсиридан чегаралаш имконини беради.

Муниципалоблигацияларнинг эмитентлари сифатида Ўзбекистон Республикасининг миллий — давлат ва маъмурий — ҳудудий тузилмаларининг ҳокимият идоралари катнашиши

мумкин. Облигацияларни чиқариш тўғрисидаги қарор давлат ҳокимиятининг маҳаллий идоралари:

Қорақалпоғистон Республикаси Вазирлар Кэнгаши, вилоятлар, шаҳарлар, туманлар ҳокимиятлари томонидан қабул қилинади.

Муниципал облигацияларни чиқаришнинг энг асосий масалаларидан бири – бу уларни таъминлаш масаласидир.

Бозор иқтисодиёти ривожланган мамлакатларда муниципал облигациялар, одатда, банклар, нуфузли фирмалар кафолати остида чиқарилади ва биринчи даражали акциялар даражасида баҳоланади. Улар жуда оммабоп бўлиб, энг фойдали инвестиция активларидан бири ҳисобланади.

Ўзбекистонда маҳаллий заёмлар облигациялари амалда қўлланилмаётганлигига қарамай, уларни чиқаришнинг истиқболи ғоят юксак.

Муниципал заёмлар бўйича маблағларни тўплаш муваффақиятининг жиддий омили республикада ўзини ўзи бошқариш идораларининг ажойиб муассасаси – маҳалла кўмиталарининг мавжудлигидир. Ҳокимиятларнинг маҳалла кўмиталари билан ишлашнинг фаоллаштириш, уларга маҳаллий заёмлар облигацияларини сотиш орқали ободончилик ва ижтимоий объектларни қуриш бўйича турли лойиҳаларни ишлаб чиқиш борасида кўмаклашиш яқин келажакда ўзининг ғоят сезиларли натижаларини берган бўлар эди.

Корпоратив облигациялар - акциядорлик жамиятлари томонидан чиқариладиган облигациялар ҳисобланади.

Корхоналар облигациялари тижорат кредити ва муносабатларининг асосий қуроли бўлиб, унда бир турдаги корхоналар қарздорлар, бошқа корхоналар ёки аҳоли эса, кредиторлар бўлишади.

Корхоналар облигациялари саноат корхоналарини кредитлаш жараёнларида, яъни банклар берилган кредитларга қарши улардан янада майда суммаларга бўлинган қарз мажбуриятлари (облигациялар)ни олган йилларда пайдо бўлди. Саноат облигациялари ўрнига бериладиган бундай кредит кўпинча банк кредитининг бошқа турларига караганда арзонроқ бўлган. Саноат облигациялари бўйича, одатда, анча юкори фоизлар тўланар эди. Чунки облигациялар бўйича фоиз тўловларини корхонанинг солиққа тортиладиган фойдасидан чиқариб ташлаш мумкин бўлиб, акциялар бўйича дивидендлар эса, солиққа тортилар эди.

Молиялаш воситаси сифатида облигациялар ўзларининг устун томонлари билан бир қаторда камчиликларига ҳам эга. Саноат облигациялари бўйича катъи фоиз компания учун доимий харажатларнинг ўсишини англатади. Тангликка учраган даврларда бундай харажатлар дивидендлардан фаркли равишда, эмитент учун жуда сезиларлидир, чунки дивидендлар компаниянинг даромадларига қараб анча паст даражада белгиланиши ёки умуман тўланмаслиги ҳам мумкин.

Корхона облигацияларини чиқариш тўғрисидаги қарор корхона маъмурияти томонидан, акциядорлик жамияти облигацияларини чиқариш тўғрисидаги қарор эса, ижроия орган (бошқарув) томонидан қабул қилинади. Қарор тегишли баённома билан расмийлаштирилиши керак. Корхоналар томонидан устав фондиди шакллантириш ҳамда тўлдириш, зарарларни қоплаш ва ҳоказолар учун облигациялар чиқарилишига йўл қўйилмайди.

Депозит сертификати (ингл. Certificate of deposit) – банкка қўйилган омонат суммасини ва омонатчининг (сертификат сакловчининг) омонат суммасини ҳамда сертификатда шартлашилган фоизларни сертификатни берган банкдан ёки шу банкнинг исталган филиалидан белгиланган муддат тугаганидан кейин олиш ҳуқуқини тасдиқловчи ноэмиссиявий қимматли қоғоз.

Ҳосилавий қимматли қоғозлар (ҲҚҚ) – бу шартномалар бўлиб, улар бўйича бир томон қимматли қоғозларнинг маълум бир миқдорини маълум муддатда келишилган нархда сотиб олиш ёки сотиш ҳуқуқи ёхуд мажбуриятини олади. Кўпинча базис активи (яъни шартнома асосида ётувчи қимматли қоғоз) сифатида акциялар ва облигациялар иштирок этади. Ҳосилавий қимматли қоғозлар нақд ҳамда нақдсиз шаклларда чиқарилиши мумкин. Ҳосилавий қимматли қоғозлар опционлар, фьючерслар ва варрантлар кўринишида чиқарилиши мумкин.

Корпоратив тузилмаларда инвестицион фаолиятни молиялаштиришнинг энг мақбул усулини танлаш билан биргаликда уларда ишлаб чиқилган инвестицион стратегия корхона бошқарувининг умумий ташкилий тузилмалари ва ташкилий маданиятни стратегик ўзгартиришнинг асосий шарт-шароитлари билан мослаштирилиши мақсадга мувофиқдир. Негаки, корпорациялар фаолияти кўплаб манфаатдор иштирокчилар, жумладан, акциядорлар, инвесторлар, кредиторлар, ходимлар, мол етказиб берув-

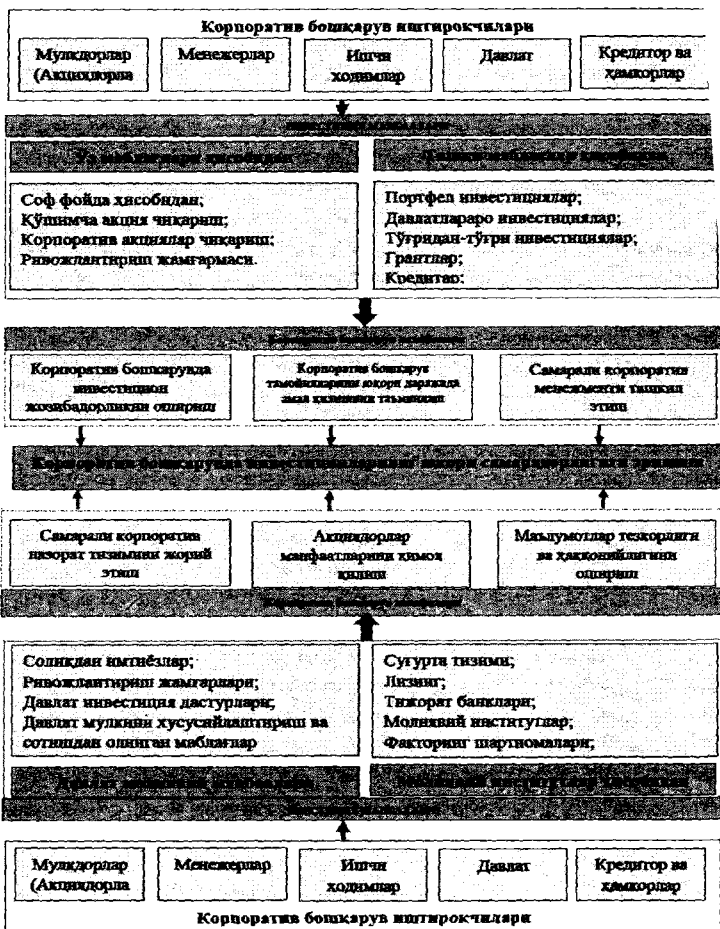
чилар, истеъмолчилар, касаба уюшмалари, рақобатчилар, маҳаллий бошқарув органлари, давлат муассасалари ва бошқаларнинг хатти-ҳаракатлари таъсирида амалга ошади. Айни пайтда корпоратив бошқарув – муайян ҳўжалик юритиш фаолияти доирасида тўқнашувчи якка тартибдаги, гуруҳий ва ижтимоий манфаатлар ўртасидаги мувофиқликни ўрнатиш жараёнидир.⁷⁴ Агар корпоратив бошқарув иштирокчиларининг корпоратив тузилмаларда инвестицион жараёнларни ташкил ётувчи сифатидаги маъсулиятлари юзасидан ёндашсак ҳар бир иштирокчининг ўз манфаатлари асосида уларнинг маъсулиятларини кўришимиз мумкин.

Зеро, корпоратив бошқарувда инвестициялар манбаларини тўғри англаган ҳолда уларни самарали бошқариш бўйича корпоратив стратегияни тўғри танланиши корпоратив тузилманинг асосий ютуқларидан ҳисобланади. Корпоратив бошқарув иштирокчиларининг самарали корпоратив инвестицион сиёсатни юритишдаги иштирокини куйидаги 4.1-расмда кўришимиз мумкин.

Ушбу расмга кўра, корпоратив бошқарувда инвестициялар самарадорлигини оширишга қаратилган ҳар қандай стратегия аввал инвестицияларнинг биз юқорида қайд этиб ўтган манбаларини тўғри англаши ва уларнинг самарали ташкил этилиши бўйича тўғри танланган сиёсатни амалга ошириши шарт. Хусусан, корпоратив бошқарувда инвестицион жозибадорликни ошириш ташқи инвесторлар ва кредит ташкилотларининг инвестиция киритишга бўлган қизиқишини таъминлайди. Шунингдек, акциядорлар манфаатларини юқори даражада ҳимоя қилиниши эса акциядорларнинг корхона соф даромадлари ёки қўшимча капитални шу корхона акцияларига реинвестиция қилишини таъминлайдиган механизмни пайдо қилади.

Ҳар бир корпоратив корхона ёки интеграллашган корпоратив тизимлар ўзларининг стратегик ва тактик мақсадларидан келиб чиқиб, ушбу инвестицияларни жалб қилиш бўйича ёндашувларини мослаштириши ва барча омиллари ҳисобга олган ҳолда юқори фаолликда ишлаётган фонд бозорларида иштирок этишини таъминлаши мақсадга мувофиқ.

⁷⁴ Амонбоев М. Корпоратив корхоналар фаолиятини инновацион бошқариш шароитида ишлаб чиқаришни модернизациялашнинг асосий йўналишлари. Диссертация. Т. 2011.



4.1-расм. Корпоратив бошқарувда самарали инвестиция
сиёсати схемаси ⁷⁵

⁷⁵ Худайкулов Ш.Р. Корпоратив бошқарувда самарали инвестиция сиёсатининг назарий жиҳатлари // Иқтисодиёт ва инновацион технологиялар илмий электрон журнаси. 2016. №6 ноябр-декабр.

4.3. Корпоратив тузилмалар инвестицион фаолиятига таъсир этувчи омиллар ва инвестицион лойиҳалар самарадорлигини баҳолаш усуллари

Корпоратив молияни бошқаришда жорий инвестицион ва молиявий фаолият ўз навбатида, бозордаги юзага келаётган конъюнктурага ва амалга ошириладиган молиявий сиёсатга мос келувчи қарорларни талаб қилади. Қабул қилинадиган қарорларнинг қиймати нафақат молиявий менежернинг малакаси ва билимдонлик даражасига боғлиқ, балки унинг ҳаракат тезлиги, хусусий корхонаси ва контрагентлар ҳолатини профессионал баҳолашга, молиявий қарорни қабул қилиш оқибатларини тасаввур этишига ҳам боғлиқ.

Молиявий менежментга илмий ёндоқишларни, молиявий муносабатларни ривожлантиришнинг услубий асослари сифатида замонавий молиявий назарияни, миқдорий таҳлил усулларини қўллаш қабул қилинадиган қарорларнинг юқори сифатли бўлиш шартидир. Чунки бугунги рақобат шароитида молиявий ресурслардан фойдаланишда молиявий ресурслардан ажралиб қолиш хавфи юзага келади. Бу эса молиявий менежментда молиявий ресурсларни диверсификация қилишни талаб этади. Бундай шароитда корпоратив тузилмалар молиявий ресурсларини фақат ишлаб чиқаришга йўналтириш билан бирга инвестицион фаолият билан ҳам шуғулланади. Бунда корпоратив тузилмалар инвестор сифатида инвестицион лойиҳаларни ўрганиб чиқади. Чунки молиявий ресурслардан фойдаланиш жараёнида ҳар доим маълум даражада молиявий ресурслар йўқотилиш хавф-хатари мавжуд бўлади. Инвестицион фаолиятда молиявий рискларни бошқаришда айнан ана шундай хавф-хатарларни камайтириш, кўрилиши мумкин бўлган зарарларни олдини олиш қабилар эътиборга олинади. Чунки ҳар бир хўжалик юритувчи субъект фойдасини имкон қадар максималлаштиришга ҳаракат қилади. Корхона раҳбарлари ёки молиявий муносабатларни бошқарувчи молиявий менежерлар молиявий ресурслардан самарали фойдаланиш мақсадида қуйидаги омилларни ҳар доим инобатга олади. Ушбу омиллар корпоратив тузилма келгусида оладиган даромад миқдорини аниқлаштиради:

- инвестицион лойиҳадан келадиган даромад;

- инвестицион лойиҳа фойдалилик (самарадорлик даражаси);
- инвестицион лойиҳанинг ликвидлилик даражаси;
- инвестицион лойиҳанинг хавфсизлик (риск) даражаси.

Ушбу ҳолатда лойиҳаларга корпоратив тузилманинг асосий ишлаб чиқариш фаолияти, инвестицион фаолияти ва молиявий фаолиятлари киритилиши мумкин.

Корхона молиявий менежери фойдаланадиган молиявий ресурслардан қанча миқдорда даромад олишини аниқ билиши керак. Яъни молиявий менежер таҳлил асосда бир неча лойиҳалар асосида энг даромади кўп соҳани аниқлаши мақсадга мувофиқдир.

Молиявий менежер олдидаги кейинги масала фойдалилик даражасини аниқлашдан иборат. Фойдалилик бир сўмлик харажатга тўғри келувчи фойда миқдорини англатади. Масалан корпоратив тузилма иккита фаолиятдан бир хил миқдорда фойда олади дейлик, 1 млн сўм. Биринчи фаолиятдан 1 млн сўм фойда олиш учун 2 млн сарф-харажат килинган, иккинчи фаолиятда эса 1 млн сўм фойда олиш учун 4 млн сўм харажат килинган. Бу ҳолатда биринчи фаолият фойдалилик даражаси каттароқ, чунки белгиланган мақсадга иккинчи фаолиятга нисбатан икки баробар кам капитал билан эришмоқда. Агарда биринчи фаолиятга ҳам иккинчиси каби бирхил, яъни 4 млн сўмдан сарф харажат килинганда, биринчи фаолиятдан 2 млн сўм, иккинчи фаолиятдан 1 млн сўм фойда олган бўлар эди. Демак фойдалилик даражаси ҳам муҳим аҳамиятга эга.

Молиявий менежерлар ликвидлилик даражасига ҳам катта эътибор қаратади. Ликвидлилик даражаси молиявий ресурсларнинг пулга айланиш даражасини англатади. Яъни ликвидлилик қанча катта бўлса молиявий ресурслар айланувчанлиги ҳам шунча тез бўлади. Ҳар бир молиявий менежер ёки инвесторлар пул маблағларини бирор лойиҳага сафарбар этишидан олдин ушбу маблағлари ўзига қачон қайтиб келишини аниқ билиши зарур. Чунки бозор иқтисодиёти шароитида ҳар бир молиявий муносабатлар пухта ишлаб чиқилган режа асосида бориши керак. Бу эса молиявий менежер ёки инвесторнинг лойиҳага баҳо беришга ҳамда келгусида яна бошқа молиявий ишларни амалга оширишга ёрдам беради.

Молиявий менежер ёки инвесторлар диққат марказида бўладиган яна бир масала, йўналтираётган пул маблағларининг хавфсизлик даражаси ва унинг таъминланганлик даражасидир.

Чунки кўзланаётган даромад, лойиҳа самарадорлиги, лойиҳа ликвидлиги жуда яхши бўлиши мумкин. Лекин хавфсизлик даражаси паст бўлса белгиланган мақсадга эришиш еҳтимоли ҳам жуда пасайиб кетади. Маълумки даромад, даромадлилик қанча юқори бўлган соҳада ёки умуман лойиҳада даромадлардан ажралиб қолиш хавфи ҳам юқори бўлади. Яъни риск даражаси юқори бўлади. Бу эса корпоратив тузилманинг жиддий ахволга солиб қўйиши мумкин.

Юқоридагилардан келиб чикқан ҳолда корпоратив тузилмаларнинг инвестицион фаолиятга таъсир этувчи омилларни куйидаги 4.1-жадвалда кўришимиз мумкин. Ушбу маълумотларга кўра инвестицион фаолиятга таъсир этувчи омиллар бўлиб, авваламбор инвестицион лойиҳа қиймати бўлиб ҳисобланади.

4.1-жадвал

Корпоратив тузилмаларда инвестицион фаолиятга таъсир этувчи омиллар⁷⁶

№	Инвестицион фаолиятга таъсир этувчи омиллар
1	Инвестицион лойиҳа қиймати
2	Инвестицион лойиҳадан қутиладиган фойда
3	Инвестицион лойиҳа даври
4	Инвестицион лойиҳа фойдалилик даражаси
5	Инвестицион лойиҳа бўйича риск даражаси

Инвестицион лойиҳа қиймати катта-кичиклигига қараб турлича қарорлар қабул қилиш мумкин. Иккинчи омил инвестицион лойиҳадан келадиган фойда миқдори ҳисобланади. Учинчи омил, инвестицион лойиҳа даври ҳисобланади. Инвестицион лойиҳа фойдалилик даражаси тўртинчи омил ҳисобланади. Навбатдаги омил, инвестицион рисклар даражаси бўлиб ҳисобланади. Ушбу лойиҳалардан бирортаси инвестор учун тўғри келмаса инвестиция киритиш бўйича қарор қабул қила олмайди. Шунинг учун ушбу омилларни корхоналар обдон ўрганиб чиқиб, таҳлил қилиб омилларнинг ҳар бири бўйича ижобий натижалар олган ҳолдагина инвестиция киритиш бўйича қарор қабул қилиш мумкин.

⁷⁶ Иктисодий адабиётлардан фойдаланган ҳолда тузилди.

Юқорида таъкидлаганимиздек, даромадлилиқ юқори соҳада риск даражаси ҳам юқори бўлади ва аксинча даромадлилиқ даражаси паст соҳада риск даражаси ҳам паст бўлади. Маълумки, корпоратив тузилмаларнинг асосий мақсади фойда олиш ҳамда уни максималлаштиришдир. Бунинг учун корпоратив тузилмалар инвестиционриск даражаларини яхши ўрганиб, унга таваккал қилишига тўғри келади. Бу жараёнда корпоратив тузилмалар фойдасини максималлаштириш учун юқори даромадлилиқ соҳаларга барча молиявий ресурсларини кирита олмайди. Чунки юқори даромадлилиқда юқори риск бўлиб, бор молиявий ресурслардан ажралиб қолиши мумкин. Бозор иқтисодиёти шароитида корпоратив тузилмалар барча молиявий ресурсларини риск даражаси паст соҳаларга ҳам кирита олмайди. Чунки уларда даромадлилиқ даражаси паст бўлади. Шунинг учун бугунги кунда корпоратив тузилмалар рисклилиқ даражалари турлича бўлган соҳаларга молиявий ресурсларини сафарбар этиши кўзланган мақсадга эришишни таъминлайди. Бундан ташқари турли соҳаларга пул маблағларини сарфлаш рисклилиқ даражасини ҳам пасайтиради. Қуйида келтирилган расмда Республикамиз молия бозоридаги иқтисодиёт тармоқлари бўйича инвестицион жозибадорлик нуқтаи назаридан кўрсаткичлар келтирилган. (4.2-расм). Унга кўра 2017 йил январ ва феврал ойида иқтисодиётнинг асосий тармоқлари кесимида қимматли қоғозларнинг биржа айланмаси қуйидагилардан иборат:

– иқтисодиётнинг молиявий сектори корхоналари биржа айланмасининг 37,3%ини ёки 5,7 млрд сўмни ташкил этиб, уларда банкларнинг улуши 28,8% ёки 4,4 млрд сўмни, суғурта компаниялари улаши эса 1,3 млрд сўм (8,5%)ни;

– агросаноат мажмуасининг улуши эса 17,4%ни ёки 2,6 млрд сўмни;

қурилиш корхоналарининг улуши 0,3%ни ёки 0,05 млрд сўмни ташкил этган.

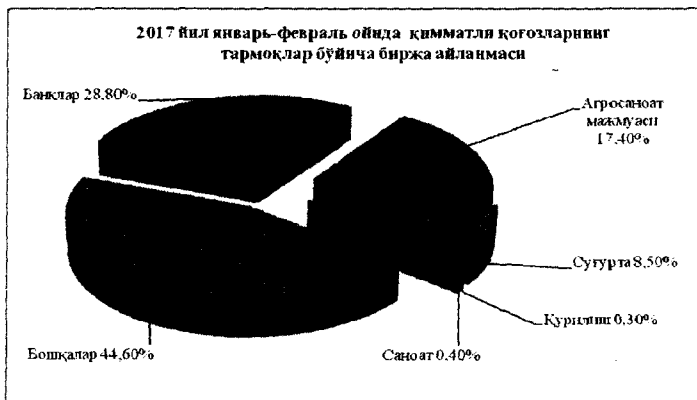
Бундан ҳозирги кунда энг юқори талаб тижорат банкларининг қимматли қоғозларига бўлаётганлигини кўришимиз мумкин.

Шу билан биргалиқда узоқ муддатли капитал қўйилмалар тўғрисида қарор қабул қилиш учун қуйидаги иккита энг муҳим (асос бўладиган) асосни тасдиқловчи ахборотга эга бўлиш зарур:

- қўйиладиган капитал тўла қопланиши лозим;

- мазкур операция натижасида олинadиган фойда миқдори етарли даражада юқори бўлиши ва якуний натижанинг ноаниқлиги

шароитида юзага келиши мумкин бўлган молиявий рискларни қоплай олиши лозим.



4.2-расм. Қимматли қоғозларнинг тармоқлар бўйича биржа айланмаси (2017 йил январь-февраль)⁷⁷

Корпоратив тузилмаларда инвестицион лойиҳаларни баҳолашда фойдаланиладиган кўрсаткичлар ҳам мавжуд бўлиб, уларни урта гуруҳга бўлиш мумкин: динамик (вақт омилини ҳисобга олувчи), статистик (ҳисоб) ва муқобил методлар. Бу жараёнда қўлланиладиган методлар ва уларга мос келувчи мезонлар куйидаги расмда келтирилган (4.3 -расм).

Бугунги кунда корпоратив молияни бошқариш амалиётида кўпинча инвестициялар самарадорлигини баҳолашдаги замонавий ёндашувларни ўзида акс эттирувчи динамик мезонлардан фойдаланилади. “Қиритилган инвестициялардан қилинган харажат билан, ундан келган даромад вақтга боғлиқ равишда ўзгариб боради. Қилинган харажат билан даромадни инвестиция қиритилган йиллар бўйича, инвестиция фоизини эътибога олган ҳолда, таққослаб бориш усули динамик усул дейилади”⁷⁸.

⁷⁷ www.uzse.uz “Тошкент” РФБнинг “Хар ойлик ахборот бюллетени” маълумотлари асосида тузилди.

⁷⁸ Исламов Ф.Р., Носирова Н. Иқтисодиётга қиритилаётган инвестициялар самарадорлигини баҳолаш // Иқтисодиёт ва инновацион технологиялар илмий электрон журнали. 2016. №3. май-июн.



4.3-расм. Инвестициялар иқтисодий самарадорлигини баҳолаш методлари таснифланиши⁷⁹

Уларнинг қўлланилиши қарорлар қабул қилиш жараёнида талаб қилинадиган даромадлиқ меъёри, вақт бўйича пул маблағлари қиймати, лойиҳа рисклилиқ даражаси, капитал баҳоси каби муҳим омилларни ҳисобга олиш ва мувофиқлаштириш имконини беради.

Динамик методлар баъзида дисконтли методлар деб аталади ва улар инвестицион лойиҳани амалга ошириш билан боғлиқ пул оқимларининг жорий миқдорини аниқлашга хизмат қилади. Бу жараён қуйидагиларга имкон беради:

- лойиҳани амалга оширишнинг ҳар бир даври охиридаги пул оқимини аниқлаш;
- мос даврлар бўйича олинган барча ижобий пул оқимларини қайта инвестициялаш имкониятлари;
- лойиҳа бўйича қўйилмага мос фойз ставкаси кўринишида акс этган лойиҳа самарадорлигини баҳолаш.

⁷⁹ Элмирзаев С. Корпоратив молия: Ўқув қўлланма. Т.: Иқтисод-Молия, 2015. 168 б.

Бундай баҳолаш сифатида одатда, куйидагилардан фойдаланилади:

- корхона учун капиталнинг ўртача ёки чегаравий киймати;
- узоқ муддатли кредитлар ва молиявий инструментлар бўйича фойз ставкалари;
- бир хил риск даражаларига эга муқобил қўйилмалар даромадлилиги;
- инвестор талаб қиладиган қўйилмалар даромадлилиги меъёри ва бошқалар.

Амалда бундай баҳолаш натижасига таъсир кўрсатувчи омиллар инфляция ва риск ҳисобланади. Куйида баҳолаш ҳақида сўз юритганда “дисконт меъёри” атамасидан фойдаланган ҳолда унинг иқтисодий таркибни кўриб чиқамиз.

Соф жорий қиймат (NPV)

Лойиханинг соф жорий қиймати (*Net Present Value – NPV*) куйидаги формула бўйича аниқланади:

$$NPV = \sum_{t=0}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t} = \sum_{t=0}^n \frac{CIF_t}{(1+r)^t} - \sum_{t=0}^n \frac{COF_t}{(1+r)^t} \quad (1)^{80}$$

бу ерда, r – дисконт меъёри;

n – лойихани амалга ошириш даврлари сони;

CF_t – t даврдаги лойиха операцияларидан пул оқимлари;

CIF_t – t даврдаги лойихадан жами тушумлар;

COF_t – t даврдаги лойиха бўйича жами тўловлар.

Соф жорий қиймат (NPV)ни аниқлаш натижасидаги умумий ягона қоида шуки, $NPV > 0$ ҳолатда лойиха амалга ошириш учун қабул қилинади. Қолган ҳолатларда эса ўз-ўзидан инкор қилиш лозим бўлади.

Агар ҳисоб-китоб қилинганда пул оқимларининг соф жорий қиймати ижобий ($NPV > 0$) бўлса, бу лойихани амалга ошириш вақти давомида дастлабки харажатлар (I_0) қоплангани ва даромадлилик меъёри r талабига мос фойда олинishi таъминланганини англатади. Бошқача айтганда, NPV лойихани муваффақиятли амалга ошириш натижасида эришилган, янгитдан яратилган қўшимча қиймат ҳисобланади.

⁸⁰ Элмирзаев С. Корпоратив молия. Ўқув қўлланма. Т.: Иқтисод-Молия, 2015, 142 б.

Салбий миқдордаги NPV берилган даромадлилик меъёри лойиҳанинг зарар келтиришини ва ҳеч қандай қўшимча қиймат яратилмаслигини англатади. $NPV = 0$ да эса лойиҳа ҳеч қандай даромад ҳам, зарар ҳам келтирмаслигини англатади.

Кўп сонли тадқиқотлар кўрсатиб берадики, NPV кўрсаткичи белгиланган давр мобайнида пул маблағлари кирими ва чиқиб кетиши ўртасидаги муносабатни ўзида акс эттиради, шунингдек, амалга оширилган харажатларни қоплаш ва қўйилмаларнинг берилган даромадлилиги меъёрига эришиши ҳақида тасаввур беради.

NPV мутлақ кўрсаткич сифатида ўзаро жамлаш хусусиятига ҳам эга. Яъни турли лойиҳалар бўйича NPV лар ўзаро жамланиши мумкин:

$$NPV(A, B, C) = NPV(A) + NPV(B) + NPV(C).$$

Мазкур мезоннинг муҳим хусусиятларидан бири сифатида келиб тушган маблағларни реинвестициялаш ставкаси бўйича аниқ тахминини келтириш мумкин. NPV методида лойиҳани амалга оширишдан келиб тушадиган маблағлар корхона учун капиталнинг ўртача тортилган қийматини англатувчи берилган дисконт меъёри (r) бўйича реинвестицияланиши аниқ белгилаб берилмайди.

NPV методи лойиҳани амалга ошириш натижасида корхона қиймати ўзгариши ҳақида фикр юритиш имконини беради. Шунингдек, NPV кўрсаткичининг қўлланилиши орқали таққослама баҳолаш мутлақ миқдорларни таққослашнинг мураккаблиги каби амалиётда ҳар доим ҳам қулай эмас.

Шундан келиб чиққан ҳолда корпоратив молияни бошқариш амалиётида нисбий кўрсаткич ҳисобланган даромадлиликнинг ички меъёри ва рентабеллик индекси каби кўрсаткичлардан фойдаланиш мақсадга мувофиқ.

Даромадлиликнинг ички меъёри (IRR)

Даромадлиликнинг ички меъёри (*Internal Rate of Return – IRR*) инвестициялар самарадорлигини баҳолашда кенг фойдаланиладиган мезон ҳисобланади.

Даромадлиликнинг ички меъёри тушунчаси NPV нолга тенг бўлганда инвестицион лойиҳа бўйича пул оқимларининг соф жорий қийматини аниқлашга хизмат қилувчи дисконтлашнинг коэффициентлари ёки фоиз ставкаларини англатади.

Даромадлиликнинг ички меъёри қуйидаги тенглама орқали аниқланади:

$$NPV = \sum_{t=0}^n \frac{CF_t}{(1+IRR)^t} = \sum_{t=0}^n \frac{CIF_t}{(1+IRR)^t} - \sum_{t=0}^n \frac{COF_t}{(1+IRR)^t} = 0 \quad (2)^{81}$$

Бу тенглама математик ифодалардан фойдаланиш орқали *IRR*-ни аниқлаш имконини беради. Бунда $NPV=0$ эканлигини, яъни дастлабки харажат ва пул тушумлари ўзаро миқдори тенг эканлигини унутмаслик лозим.

Умумий ҳолда *IRR* нолдан юқори бўлса инвестициялар иктисодий жиҳатдан самарали ҳисобланади. Қарор қабул қилиш жараёнида *IRR* миқдори инвестор томонидан талаб қилинадиган даромадлилик ставкасига нисбатан солиштирилади. Бунда агар $IRR > r$ бўлса, лойиҳа ижобий *NPV*ни ва даромадлиликни таъминлайди. Агарда $IRR < r$ бўлса харажатлар даромадлардан ошиб кетади ва лойиҳа фойдали ҳисобланмайди.

Инвестицион лойиҳаларни баҳолашда *IRR* кўрсаткичи қатор ижобий хусусиятларга эга. Биринчидан, мазкур кўрсаткич лойиҳаларни молиялаштириш учун жалб қилинадиган манбаларга тўловларнинг максимал ставкаси сифатида кўриб чиқилади.

Иккинчидан, *IRR*нинг белгиланиши инвестицион харажатлар фойдалилигининг минимал ставкаси сифатида талқин қилиниши мумкин. Агарда бу кўрсаткич капитал ўртача қийматидан ёки маълум бир тармоқдаги даромадлилик меъёридан юқори бўлса, лойиҳа амалга ошириш учун тавсия қилиниши мумкин.

Учинчидан, даромадлиликнинг ички меъёри инвестицияни коплашнинг чегаравий даражаси сифатида амал қилишини таъкидлаш лозим. Мазкур мезон лойиҳага қўшимча капитал қўйилмалар амалга оширишнинг мақсадга мувофиқлигини белгилиб беради.

IRR ни қўлда ҳисоб-китоб қилиш кўп меҳнат талаб қилиши мумкин. Лекин инвестицион таҳлилнинг бугунги замонавий дастурий воситалари бу кўрсаткични тез ва самарали аниқлаш имконини беради. Хусусан, жадвал процессорлари ҳисобланган Microsoft Excel дастури *IRR*ни ҳисоблаш учун махсус функцияларга эга.

Инвестицион таҳлилда фоизларда акс этадиган *IRR* кўрсаткичи *NPV* кўрсаткичига нисбатан фойдаланиш учун жуда қулай ҳисобланади. Мазкур амалиётда нисбий миқдорлар натижани аниқроқ кўрсатиб беради.

⁸¹ Элмирзаев С. Корпоратив молия: Ўқув қўлланма. Т.: Иқтисод-Молия. 2015, 142 б.

IRR мезонининг ахборот учун белгиланишининг асосий сабаби амалиётда унинг оммабоплиги ва тушунарлилиги ҳисобланади. Кўп сонли хорижий тадқиқотлар шуни кўрсатадики, 75 фоиз молиявий директорлар деярли ҳар доим инвестициялар самарадорлигини баҳолашда мазкур кўрсаткичдан фойдаланади. Бундан ташқари *IRR* кўрсаткичи дисконтлаш ставкаларини белгилаш борасидаги тахминларсиз лойиҳани баҳолаш имконини беради.

Модификацияланган даромадлилик ички меъёри (MIRR)

Инвестицион лойиҳалар самарадорлигини баҳолашда даромадлиликнинг ички меъёри (*IRR*) кўрсаткичининг афзалликлари билан биргаликда унинг ўзига ҳос камчиликлари ҳам мавжуддир. Ушбу камчиликлардан бири бу унинг қайта молиялаштириш ставкаси борасида у қадар аниқ бўлмаган маълумот беришидир.

Амалиётчи мутахассислар аксарият ҳолларда *IRR* кўрсаткичини инвестицияларнинг йиллик даромадлилик меъёрига тенглаштиришади. Айнан мана шундай оддий, лекин шу билан бирга хато таққослаш бу усулни шу қадар жозибадор қилади. Аслида эса *IRR* кўрсаткичи, инвестицияларнинг йиллик ўртача даромадлилик меъёрини фақат қуйидаги ҳолатлардагина кўрсатиб беради:

– Лойиҳа бўйича оралик даврларда ҳеч қандай пул оқимлари амалга оширилмаганда;

– Пул тушумларини *IRR* кўрсаткичига тенг ставкада қайта инвестиция қилиш мумкинлигида.

Шундай қилиб, *NPV* кўрсаткичидан фаркли ўларок, *IRR* кўрсаткичи орқали аниқланган натижа келиб тушган маблағларни реинвестициялаш ставкасини аниқ акс эттирмайди.

Яъни масалан, агар лойиҳани молиялаштириш қиймати 10%ни, ушбу лойиҳа бўйича аниқланган *IRR* кўрсаткичи 26%ни ташкил этса, у ҳолда лойиҳани амалга оширишдан пул тушумлари 26% ставкада реинвестиция қилиниши лозим, бу эса капитал қийматидан 2,6 марта юқори деганидир. Шубҳасиз, бундай ҳолатни амалда деярли иложи йўқлиги маълум.

Мазкур камчиликларни бартараф этиш учун *IRR* кўрсаткичига асосланган ҳолда қуйидаги формула билан аниқланувчи модификацияланган даромадлилик ички меъёри (*Modified Internal Rate of Return – MIRR*) кўрсаткичи ишлаб чиқилди:

$$MIRR = \sqrt[n]{\frac{\sum_{t=0}^n CIF(1+r)^{n-t}}{\sum_{t=0}^n \frac{COF_t}{(1+r)^t}}} - 1 = \sqrt[n]{\frac{FV_{CIF}}{PV_{COF}}} - 1 \quad (3)^{82}$$

Ужоридаги формула ёрдамида аниқланган MIRR кўрсаткичи, одатда корхона капиталининг ўртача қиймати каби фойдаланувчи, лойиҳадан тушумлар r ставка бўйича қайта инвестиция қилинишини тахмин қилади. Бунда келиб тушган маблағларни реинвестициялаш меъёри сифатида бошқа ставкалар ҳам қўлланилиши мумкин. Масалан, эҳтиёткор инвесторлар маблағларни реинвестициялаш меъёри сифатида рисксиз ставкалардан ёки ишончли банкларнинг депозитлар бўйича ставкаларидан фойдаланишлари мумкин. Бу ҳолатда (3) формула куйидагича кўринишга келади:

$$MIRR = \sqrt[n]{\frac{\sum_{t=0}^n CIF_t(1+j)^{n-t}}{\sum_{t=0}^n \frac{COF_t}{(1+r)^t}}} - 1 = \sqrt[n]{\frac{FV_{CIF}}{PV_{COF}}} - 1 \quad (4)$$

бу ерда, j -тахминий қайта инвестициялаш ставкаси.

Умуман олганда модификацияланган даромадлилик ички меъёри-MIRRни аниқлаш усули жуда идеал усул эмас, лекин нисбатан олганда у маблағларни реинвестициялашнинг аниқ ставкаларини белгилашни ҳамда реал йиллик даромадлилик ставкасини ҳисоблаб топиш имконини беради.

Рентабеллик индекси (PI)

Ҳар бир инвестиция лойиҳасини амалга оширишдан энг асосий мақсад фойда олишдир. Умуман, жамиятда бўлиб ўтадиган барча молиявий-иқтисодий муносабатлар асосини фойда ташкил этади. Шу сабабли, кўп ҳолларда молиявий-иқтисодий муносабатлар фойдалилигини билиш мақсадида рентабеллик кўрсаткичларидан фойдаланилади. Умумий ҳолда, бу кўрсаткич хўжалик фаолиятдан олинган ёки келиб тушган тушумни маҳсулот таннархига бўлиш орқали ҳисоблаб топилади. Инвестиция рентабеллигини баҳолаш усули ҳам мантиқан худди шундай аниқланади. Аммо ундан фарқи шуки, бунда маълум фоиз остида дисконтланган пул тушумлари дисконтланган инвестиция харажатларига бўлинади. Одатда, харажатлар, кўпинча, бошланғич инвестиция харажатларидан ташкил топади.

⁸² Лукасевич И. Я. Финансовый менеджмент: Учебник. М.: ЭКСМО, 2010. 768 с.

Рентабеллик индекси PI (инг. Profitability index) – бу шундай кўрсаткички, дисконтлаштирилган даромадларнинг дисконтлаштирилган инвестиция харажатларига нисбатини ҳисоблаб топишга асосланади. У қандай ҳолатда инвестор бойлиги ўсиши мумкинлигини кўрсатиб беради ва қуйидагича аниқланади:

$$PI = \left[\sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t} \right] / I_0, \quad (5)$$

Бу ерда:

I_0 – дастлабки қўйилган инвестициялар;

CF_t – қўйилган инвестициялар орқали t -йилда келиб тушган пул оқимлари.

Агар лойиҳага бир марта эмас, балки бир неча ой ёки йиллар давомида молиявий ресурсларни кетма-кет инвестициялаш талаб қилинса:

$$PI = \left[\sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t} \right] / \left[\sum_{t=1}^n \frac{I_t}{(1+r)^t} \right], \quad (6)$$

бу ерда, I_t – t йилдаги инвестициялар.

Формуладан кўриниб турибдики, агар:

- $NPV > 0$ бўлса, $PI > 1$, демак, лойиҳани қабул қилиш керак;

- $NPV < 0$ бўлса, $PI < 1$, демак, лойиҳадан воз кечиш керак;

- $NPV = 0$ бўлса, $PI = 1$, демак, лойиҳа фойда ҳам, зарар ҳам келтирмайди.

Дисконтланган қоплаш даври (DPP)

Дисконтлаштиришни ҳисобга олган ҳолда инвестицияларни қоплаш муддатини (DPP) ҳисоблаш усулида дисконтлашган йиллик пул тушумларининг дисконтлашган инвестицияларга нисбатини топиш орқали амалга оширилади. Инвестицион лойиҳаларда дисконтланган қоплаш даври (DPP)ни аниқлаш учун, энг аввало PP — инвестицияларни қоплаш муддати қуйидаги тенглик бажарилиши шarti асосида ҳисобланади:

$$\sum_{t=1}^n ACI(t) = I_0, \quad (7)$$

бу ерда, I_0 – бошланғич инвестициялар; $ACI(t)$ — t даврдаги пул тушумлари.

Энди инвестицияларнинг дисконтланган қоплаш даврини (DPP) ҳисоблаймиз. У қуйидаги формула орқали аниқланади:

$$DPP = \frac{I_0}{DCF^{(2)}}, \quad (8)$$

бу ерда, I_0 – бошланғич инвестициялар; $DCF^{(2)}$ – дисконтланган йиллик пул тушумлари.

Инвестицияларнинг дисконтланган қоплаш даври уларнинг дисконтланмаган қоплаш муддатига қараганда бироз узоқ вақтни талаб этади. Бу эса инвестицияларнинг дисконтланган қоплаш даврининг келгуси пул тушумлари ва инвестицияларнинг жорий қийматини ҳисобга олиши билан изоҳланади. Демак, инвестицияларнинг қоплаш муддати бўйича ҳисоблаш усули қилинган инвестицияларнинг жорий (реал) қиймати бўйича тўлиқ қопланиш муддатини тавсифлаб беради ва шу жиҳатдан у инвестицияларнинг қоплаш даври усулидан фарқли равишда афзалроқ ҳисобланади. Шунини қайд этиш жоизки, инвестицияларни дисконтланган қоплаш даври кўрсаткичи уларнинг соф жорий қийматда тўлиқ қопланишининг аниқ даврини тавсифлаб беради. Камчилиги эса, қилинган инвестиция қоплангандан сўнг, унинг самарадорлигини кўрсатиб бера олмайди ва уни лойиҳанинг фойдалилигини аниқлашда қўллаб бўлмайди.

Шу ўринда қуйидаги таҳлил натижаларини келтириб ўтишни жоиз деб топдик.

4.4-жадвал

Инвестиция қарорларини қабул қилишда қўлланиладиган усуллар⁸³

	АҚШ	Буюк Британия	Нидерландия	Австралия	Хитой
NPV	75%	80%	89%	94%	49%
IRR	76%	81%	74%	81%	89%
PP	57%	70%	79%	90%	84%
APP	маълумот йўқ	маълумот йўқ	2%	маълумот йўқ	1%

Юқоридаги жадвал маълумотларига кўра, хорижий мамлакатлар компанияларида инвестицион лойиҳаларни баҳолашда менежерлар соф жорий қиймат усулидан (NPV) фойдаланишни афзал кўрадилар ва умумий ҳолда кўп қўлланилади. Иккинчи машҳур баҳолаш усули, бу ички даромадлилик меъёри (IRR). АҚШ ва Буюк Британия каби мамлакатларда соф жорий қиймат (NPV) ва

⁸³ Бурханов У. А., Гулямов Р. Р., Алладустов Р. Капитал бюджет тузишда қўлланиладиган баҳолаш усулларининг таҳлили // Иқтисодиёт ва инновацион технологиялар илмий электрон журнали. 2014. №5. сентябрь-октябрь.

ички даромадлилиқ кўрсаткичлари(IRR) деярли бир хилда қўлланилади. Инвестиция лойиҳаларини баҳолашда қўлланиладиган усуллардан яна бири - бу оддий қоплаш муддати (PP) бўлиб, у ўрганилган мамлакатларда унчалик оммабоп ҳисобланмайди. Лекин, Австралия ва Ҳитойда бу усулдан фойдаланиш улуши бошқаларга нисбатан анча юқори. Республикамизда ҳам корпоратив молиявий бошқарувни ташкил этишда хорж тажрибасини инобатга олган ҳолда мана шу каби инвестицион лойиҳаларни баҳолаш кўрсаткичларидан фойдаланиш, лойиҳаларни нисбатан тўғри ва аниқ баҳолаш имкониятини берган бўлар эди.

Зеро, корпоратив молияни бошқаришда инвестиция қарорларини қабул қилиш молиявий менежерлар томонидан ҳал қилиниши лозим бўлган асосий масалалардан бири ҳисобланади. Чунки инвестицион лойиҳаларнинг самарадорлигини баҳолаш орқали маблағларни самарали жойлаштириш йўлларининг энг оптималини танлаш, турли объектларга узоқ муддатга капитал маблағларни қўйишнинг мақсадга мувофиқлигини аниқлаб, қўйилган маблағлар келажакда фойда келтириши ва ўзини тўлиқ қоплашини ҳисоб-китоб қилиш мумкин.

Хулоса қилиб айтганда, корпоратив молияни бошқаришда инвестицион фаолиятни такомиллаштиришнинг асосий йўналишлари сифатида қуйидагиларни санаб ўтиш мақсадга мувофиқдир:

- корхоналарда корпоратив бошқарув тизимини такомиллаштириш, бу борадаги билим ва тажрибаларимизни ошириш, бунда чет эл корпоратив бошқариш услубиятларидан кенг фойдаланиш;

- инвестицион фаолиятни баҳоловчи асосий молиявий кўрсаткичлар яъни, инвестицион лойиҳанинг соф жорий қиймати, дароматлилиқнинг ички меъёри, модификацияланган дароматлилиқнинг ички меъёри, рентабеллик индекси, қоплаш даври, дисконтланган қоплаш даври каби тахлил усулларидан самарали фойдаланиш мақсадга мувофиқдир;

- инвестицион молиявий ресурслардан оқилона фойдаланиш ва бошқаришнинг назарий ва амалий билимларни такомиллаштириш ва бу борадаги хорижий давлатлар амалиётини кенг ўрганиш;

- инвестицион молиявий ресурсларни ташкил этувчи ҳар бир элементни самарали ва аниқ бошқариш;

- инвестицион молиявий ресурсларни самарали бошқариш жараёнига таъсир этувчи омилларни олдиндан аниқлаш ва уларни олдини олиш чора-тадбирларини ишлаб чиқиш;

- корпоратив молияни бошқаришда инвестицион лойиҳаларни баҳолашнинг бир қанча усуллари мавжуд бўлиб, улардан дисконтлашга ососланган усуллар лойиҳаларни нисбатан тўғри ва аниқ баҳолаш имкониятини беради.

Умуман олганда, инвестицион молиявий ресурсларни самарали бошқаришни такомиллаштириш корпоратив тузилмалар молиявий-иктисодий ҳолатини яхшилашга, уларда молиявий муносабатларни ривожланишига, ўз мажбуриятларини вақтида бажаришга ижобий таъсир этади деб ўйлаймиз.

Фойдаланилган адабиётлар

1. Ўзбекистон Республикасининг 2014 йил 9 декабрдаги «Инвестиция фаолияти тўғрисида»ги Қонуни (янги таҳрири).
2. Ўзбекистон Республикаси Биринчи Президенти Ислон Каримовнинг мамлакатимизни 2015 йилда иқтисодий-иктисодий ривожлантириш яқунлари ва 2016 йилга мўлжалланган иқтисодий дастурнинг энг муҳим устувор йўналишларига бағишланган Вазирлар Маҳкамаси мажлисидаги маърузаси //Халқ сўзи. 17.01.2016.
3. Ўзбекистон Республикаси Президентининг “Акциядорлик жамиятларида замонавий корпоратив бошқарув усулларини жорий этиш чора-тадбирлари тўғрисида”ги 2015 йил 24 апрелдаги 4720-сонли Фармони.
4. Ўзбекистон Республикаси Президентининг “Акциядорлик жамиятларига хорижий инвесторларни жалб қилиш борасидаги қўшимча чора-тадбирлар тўғрисида” 2015 йил 21 декабрдаги Қарорлари.
5. Элмирзаев С. Корпоратив молия: Ўқув қўлланма. Т.: Иқтисод-Молия, 2015.
6. Синицин О. Инвестиционный анализ. Теория выбора // Инвестиции в России. 2007. № 1-2.
7. Шапиро В.Д. и др. Управление проектами. СПб.: Два Три, 2006.
8. Жўраев А.С., Хўжамқулов Д.Ю., Маматов Б. Инвестиция лойиҳалари тахлили. Т.: Шарқ, 2007.

9. Каримов Н.Ф., Хожиматов Р.Х. Инвестицияларни ташкил этиш ва молиялаштириш: Дарслик. Т.: ТДИУ, 2011.

10. Лукасевич И. Я. Финансовый менеджмент: Учебник. М.: ЭКСМО, 2010.

11. Амонбоев М. Корпоратив корхоналар фаолиятини инновацион бошқариш шароитида ишлаб чиқаришни модернизациялашнинг асосий йўналишлари. Диссертация. Т., 2011.

12. Худайкулов Ш.Р. Корпоратив бошқарувда самарали инвестиция сиёсатининг назарий жиҳатлари // Иқтисодиёт ва инновацион технологиялар илмий электрон журнали. 2016. №6. ноябрь-декабрь.

13. Бурханов У.А., Гулямов Р.Р., Алладустов Р. Капитал бюджет тузишда қўлланиладиган баҳолаш усулларининг таҳлили // Иқтисодиёт ва инновацион технологиялар илмий электрон журнали. 2014. №5. сентябрь-октябрь.

14. Исламов Ф.Р., Носирова Н. Иқтисодиётга киритилаётган инвестициялар самарадорлигини баҳолаш // Иқтисодиёт ва инновацион технологиялар” илмий электрон журнали. 2016. №3. май-июнь.

V боб. КОРПОРАТИВ МОЛИЯНИ БОШҚАРИШДА МОЛИЯВИЙ РИСКЛАРНИ БАҲОЛАШ ВА БОШҚАРИШНИНГ ДОЛЗАРЪ МАСАЛАЛАРИ

Ҳозирги кунда молиявий рисклар корпоратив молияни бошқаришнинг марказий масалаларидан бирига айланди ва шиддат билан ривожланиб бораётган тадқиқот соҳаси ҳисобланади. Корпоратив тузулмаларда молиявий муносабатлар тобора мураккаблашиб бораётган бир вақда уларда вужудга келадиган молиявий рискларни баҳолаш ва бошқариш жараёни ҳам жадал ривожланмоқда.

Корпоратив молия бошқарувининг мақсадлари – корхона фойдасини максималлаштириш, таъсисчиларни иқтисодий фаровонлигини таъминлаш ва корхона бозор қийматини ошириш ҳисобланади. Ушбу мақсадларга эришиш учун корхоналарда молиявий, инвестицион ва операцион фаолиятларини самарали ташкил этиш бўйича қарорлар қабул қилиш билан бир қаторда молиявий рискларни баҳолаш ва бошқаришни самарали ташкил этиш бўйича ҳам тегишли чоралар ишлаб чиқилади ва жорий этилади. Молиявий рисклар бўйича барча фаолиятлар пировардида корxonанинг келгусидаги молиявий йўқотишларини олдини олади ва молиявий барқарорлигини таъминлайди.

Корпоратив молияни бошқаришда молиявий рискларни баҳолаш ва бошқариш жараёнини самарали ташкил этиш учун аввалам бор молиявий рискларнинг ривожланиш босқичлари, турлари, баҳолаш ва бошқариш ҳақида тушунча ҳосил қилиш керак. Молиявий рискларни баҳолаш ва бошқариш усулларини назарий ва амалий жиҳатларини инobatга олиб, уларни фаолият жараёнида ўринли қўллаш орқали вужудга келадиган рискларни аниқлаш ва уларга қарши амалий чоралардан фойдаланиш керак бўлади. Ушбу келтирилган тартибда молиявий рискларни баҳолаш ва бошқариш жараёнини қуйида батафсил ёритилади.

5.1. Молиявий рискларни баҳолаш ва бошқаришнинг эволюцияси

Молиявий рискларни баҳолаш ва уни бошқаришнинг тарихи бизни санок тизими, эҳтимоллик, маълумотлар танланмаси ва

нормал тақсимот қонуни билан таништирган математика, хусусан статистика ютуқлари туфайли эришилди. Рискларни баҳолаш ва бошқариш XX аср инновацион ютуқларига тегишли бўлиб унинг шаклланиши нисбатан яқин ўтмишга бориб тақалади. Шу билан бирга замонавий рискларни баҳолаш ва бошқариш концепцияси узоқ тарихдан буён мавжуд.¹

Риск табиатини англаш рақамларга ва улар билан боғлиқ ҳисоблашларга бевосита тааллуқли саналгани учун рискни баҳолаш ва бошқариш тарихи ўрта асрлар олими Лионардо Фибоначчи (Пизано)нинг *Liber Abaci* «Ҳисоблаш ҳақидаги китоб» асари риск моҳиятини тушунишга дастлабки керакли инструмент яралиши учун биринчи қадам эди.

Уйғониш даврида математиклар қимор ўйинларига кизиқишган ва бу борада ўз илмий ишлари орқали соҳа ривожланишининг кейинги босқичини бошлаб беришди. Жумладан 1494 йилда францискан монах Лука Пацциоли «Арифметика, геометрия ва пропорциялар ҳақидаги китоб» деб номланган асарида олти ёғли тош билан ўйинда уни муддатдан олдин якунланса ютуқни қандай тақсимлаш масаласини таклиф қилган. Пацциоли тадқиқотларини Кардано, Паскаль, Фермалар давом эттиришди ва ҳар бири эҳтимоллар назарияси ва рискни баҳолашга ўз хиссаларини қўшишди.

XVI асрда миланлик врач Джероламо Кардано (1501-1576) тош ўйнидаги такрорланишларга биринчилардан эътибор қаратди. Тош ўйини ҳақидаги Пацциоли масаласига у *Liber De Ludo* «Ҳасодифий ўйинлар китоби» номли илмий трактатини бағишлаган. Асарда биринчи бор эҳтимоллар назариясининг статистик принциплари ишлаб чиқилган.

Буюк италиялик олим Галилео Галилей (1564-1642) ҳам эҳтимоллик муаммоларига оид *Sopra le Scoperte dei Dadi* «Тош уйини ҳақида» номли қисқа эссе ёзган. Кардано сингари Галилео ҳам ўйинда битта ёки бир нечта тошларни ирғитишдан ҳосил бўладиган натижалар таҳлили билан шуғулланган. Пировард натижалар турлари ва хилма-хил комбинациялар частотаси ҳақида умумий хулосаларни тасвирлаб ўтган.

XVII-XVIII асрлар. Рискни баҳолашнинг асосий инструменти (воситаси) саналган эҳтимоллик қонуниятларини айти таърифига яқин қолишгани ҳақида на Кардано ва на Галилео билишган. Галилео вафотидан сўнг учта француз Блез Паскаль (1623-1662),

Пьер Ферма (1601-1665), шевалье де Мере (1607-1648)лар ноаниклик борасида улкан олдинга силжишни амалга оширишди.

1662 йилда Лондонда савдогар Дж. Грант (1620-?) каламига мансуб «Ўлим ҳақидаги маълумотларга оид табиий ва сиёсий кузатувлар» деб номланган китоб чикди. Ушбу китоб статистик тадқиқотлар тарихида муҳим роль ўйнаган, чунки рискни баҳолаш барча жиҳатларини асоси саналган танланма ва эҳтимоллик усулларида фойдаланишга ўтиш таклифи берилган. Бу таҳлил усули статистик хулоса дейилади ва у маълумотлар танланмаси асосида баҳолаш имкониятини беради.

Тахминан 30 йилдан сўнг шунга ўхшаш асар астроном Эдмунд Галлей (1656-1742) томонидан яритилди. У Германия шарқида жойлашган Бреслау шахрининг аҳолиси ҳақидаги маълумотларга асосан турли ёш учун ҳаётни суғурталаш қийматини ҳисоблаб чиққан. Галлей таҳлили эҳтимоллик тушунчасини конкрет мазмун билан бойитган ва оқибатда ҳаёт суғуртаси рискини баҳолашга қаратилган илк илмий ишланма бўлди.

1738 йилда швейцариялик математик Даниил Бернуллини «Санкт-Петербург Император фанлар академияси Ахбороти»да «Рискни ўлчашнинг янги назарияси баёни» номли мақоласи чоп этилди. Мақола шу даврдаги рискни баҳолаш бўйича ҳамда рискли ҳолатда инсон ҳатти-ҳаракатини ўзига хос жиҳатлари ҳақидаги энг муҳим нашрлардан бири эди. Муаллиф мақолада эътибор қаратган масала – бу баҳолаш ва ички истаклар ўртасидаги мураккаб боғлиқликлар ҳисобланади. Тарихда биринчи бор ҳисоблаш мумкин бўлмаган нарса, яъни интуицияга ўлчашни қўллаган. Кардано, Паскаль ва Ферма тош ирғитишда рискни ҳисоблаш методини ишлаб чиқишган бўлишса, Бернулли рискни ҳисоблаш масаласини ўйинчига – умуман пул тикиш ва қанча тикишни қарор қиладиган шахсга қаратди.

1730 йилда француз математиги Абрахам де Муавр (1667-1754) реал танланма орқали шаклантирилган умумийликнинг хоссасини, ушбу реал танланма қанчалик аниқ акс эттириш муаммосига ечим берган. Биномиал теоремаси ҳисобланишлари асосида де Муавр бир қатор тасодифий синовлар, натижани ўрта қиймат атрофида тақсимланишга олиб келишини кўрсатиб берди. Ҳозирги кунда де Муавр тақсимоти нормал тақсимот сифатида танилган. Нормал тақсимот кузатувларнинг энг кўп сони марказда – ўрта қиймат атрофида – гуруҳланишини кўрсатади.

83 йилдан сўнг де Муавр кашфиётига буюк немис олими Карл Фридрих Гаусс (1777-1855) географик кузатувларни аниқлигини топиш учун Ердаги нотекисликларининг геодезия ўлчовлари бўйича 30 йиллик тадқиқотлари натижасида эришган. Геодезик ўлчашлар натижаларининг тақсимоли уларнинг тартибсиз ёйилганини кўрсатди, лекин агар ўлчашлар сони кўпайтирилса натижалар қандайдир марказий нуқта атрофида мужассамланиши кузатилди. Бу марказий нуқта барча ўлчашлар натижаларини ўрта қиймати ҳисобланса, натижалар ушбу ўрта қийматдан икки томонга симметрик тақсимланади (ёйилади). Ўлчашлар қанча кўп ўтказилса тақсимот кўриниши шунча равшанлашади ва у кўнғироксимон эгри чизик кўринишига келади.

Кейинги кадамни инглиз олими Френсис Гальтон (1822-1911) қўйди. У катта сонлар қонуни ва тасодифийликка асосланган эҳтимолликнинг статистик тушунчасини жараёни динамик концепциясига ўзгартирди, бунда ўзгариш ва ҳаракат доимий ва муқаррар ташки чегарадан марказ томон ҳаракатланганини исботлади, яъни бу нормал тақсимот қонуни эди. Ўртага ҳаракатланиш концепцияси прогностлаш ва риск шароитида деярли барча турдаги ҳатти-ҳаракатни тушунтириб беради.

Америкалик иқтисодчи олим Фрэнк Найт (1885-1972) ўзининг «Риск, ноаниқлик ва фойда» мавзусидаги докторлик диссертациясида 1916 йилда биринчи бор ноаниқлик шароитида қарор қабул қилиш бўйича асосий мазмун-қоидаларни баён қилган. Найт таҳлилчи риск ва ноаниқликни фарқлашга асослантирди.

Джон Мейнард Кейнс (1883-1946) Найтдан фарқли ноаниқлик ва риск тушунчаларини қатъий тарзда бир-биридан ажратмаган. Кейнснинг иқтисодиёт ҳақидаги мулоҳазалари доим ноаниқлик тушунчаси атрофида айланган. Кейнс ва унинг издошлари реал дунёда математик эҳтимоллик эмас, балки ноаниқлик ҳуқумронлик қилишини кўрсатиб бериш учун пул айланиши ва шартномалар борасида тадқиқотлар олиб боришди.

Чорак аср мобайнида Кейнснинг “Бандлик, фойза ва пулнинг умумий назарияси” асарининг нашр этилганидан сўнг риск ва ноаниқлик категориялари бўйича жиддий ривожланиш, ўйинлар назарияси доирасида эришилди. Ушбу назария ноаниқликни тушунишга принципиал янги қарашни киритди. Назариядан олдингилар ноаниқликни ҳаётий мавжудлик сифатида қабул

қилишган ва унинг келиб чиқиши бўйича кам изланишган. Назария эса ноаниқликни чин манбаси шахснинг хохиш-истаги эканлигини кўрсатиб берди.

Ўйинлар назарияси буюк физик олим Джон фон Нейман (1903-1957) томонидан ишлаб чиқилган. У ўзининг ўйинлар назариясини илк бор 1926 йилда нашр қилинган мақоласида баён қилди. 1938 йилда Нейман Германия иқтисодчи олими Оскар Моргенштерн билан “Ўйинлар назарияси ва иқтисодий ахлоқ” номли асар ёзишди. Улар асарда инсон хулқ-атворини муҳим стереотипини, яъни ўз нафлилигини максималлаштирадиган инсонга чиқадиغان ютуқ унинг “оқилона” хатти-ҳаракатига боғлиқлигини асослаб беришди. Ҳисоб-китобларга таяниш интуициядан ишончли саналади, яъни аққли инсонлар танловни ҳиссиётлари орқали эмас, балки маълумотларни таҳлил қилиш асосида амалга оширишини асослаб беришди. Ўйинлар назариясининг хатти-ҳаракат ҳақидаги постулати ва муаллифларининг бундай ҳаракатни ҳисоблаш (микдорий ўлчаш) ва микдорий кўрсаткичлар орқали ифодалаш мумкинлиги қатор қизиқарли назариялар ва амалий ишланмалар яратилишига тurtки бўлди.

1952 йилда Journal of Finance журналида Чикаго университети битирувчиси Гарри Марковицнинг “Портфельни шакллантириш” деб номланган мақоласи чоп этилади. Мақола шу қадар новатор эдики ва молиявий фаолият назарияси ҳамда амалиётига шу қадар таъсир кўрсатдики, натижада 1990 йилда муаллифга иқтисодиёт бўйича Нобел мукофоти берилди. Мақолада инвестор портфель яратишида риск тушунчасини қўллаш масаласи қўйилган, бунда инвестор режалаштирилган фойдани мақбул ҳисобласа, фойданинг ўзгарувчанлиги (тебраниши)ни эса номақбул ҳисоблайди. Инвестицион стратегияни тавсифлашда Марковиц “риск” сўзи ўрнига волатилик (тебранувчанлик) таърифини ишлатган. Фон Нейман ва Моргенштерн нафлиликни микдорий ўлчашни бошлаган эдилар, Марковиц эса инвестицион рискни ҳисоблашга ўтди ва инвестициялашда қутилаётган даромадлилик ҳамда риск тушунчаларини тенглаштирди.

XX асрнинг кейинги ўн-йилликларида рискни баҳолаш ва бошқариш методологиясида сезиларли ўсиш кузатилди, хусусан бозор самарадорлиги гипотезаси (Efficient Market Hypothesis – EMH), капитал активларнинг баҳолаш модели (Capital Asset Pricing

Model – CAPM), EMH ва Марковицнинг портфель назариясини бирлаштирган арбитраж баҳо назарияси (Arbitrage Pricing Theory – APT), опцион баҳолаш назарияси (Option Pricing Theory – OPT)ларини мисол тариқасида келтирса бўлади. OPTнинг муаллифлари кейинчалик 1997 йили иктисодиёт бўйича Нобель мукофотига сазовор бўлишди.

5.2. Молиявий рискларни тавсифи ва таснифи

«Риск» тушунчаси XV асрлар якунида европа тилларида пайдо бўлишни бошлаган. Риск дастлаб денгиз орқали савдо жараёнида юз бериши мумкин бўлган ходисалар ноаниклигига бориб тақалади. Айни шу пайтлардан бошлаб «риск» ва «хатар» тушунчалар ўртасида фарқ сезила бошлаган. Ушбу соҳада изланишлар олиб борган рус иктисодчи олими В.Владимиров бу атамага қуйидагича ифода берган: «Иккита имконият вужудга келади. Эҳтимолли йўқотиш, қабул қилинган қарор натижаси сифатида қаралса, риск тушунчаси қўлланилади. Йўқотиш ташқи сабабдан, яъни атроф муҳит натижасида вужудга келса, хатар ҳақида гапирилади.»⁸⁴

Замонавий, оммабоп талқинда риск атамаси «йўқотишлар хавфи» деб ифодаланса-да, молия назариясида рискни – активлар, хусусий капитал ва даромадларни ифодаловчи иктисодий натижа (самара)ларни фавкулотда ўзгарувчанлиги ёки молиявий ўзгарувчанларнинг ўзгаришидан келиб чиқадиган қутилмаган натижани дисперияси деб қабул қилинган. Умуман олганда компаниялар икки турдаги рискка дуч келишади: бизнес rischi ва молиявий риск.⁸⁵

Бизнес rischi компанияларнинг бизнес қарорлари ҳамда улар фаолият олиб борадиган бизнес муҳитидан иборат. Бизнес қарорлари – бу стратегия rischi саналиб, у инвестицион қарорлар, ишлаб чиқаришни ривожлантиришга оид қарорлар, маркетинг стратегияси ва компаниянинг ташкилий тузилиши (структураси)га оид қарорларни ўз ичига олади. Бизнес муҳити эса рақобат ва **макроиқтисодий рискларини** камраб олади.

⁸⁴ Владимирова В.А., Воробьев Ю.Л., Малинецкий Г.Г. и др. Управление риском. Риск, устойчивое развитие, синергетика. М.: Наука, 2000.

⁸⁵ Jorion, Philippe. Value at Risk: The New Benchmark for Managing Financial Risk – 3rd ed. The McGraw-Hill Companies, Inc. USA 2007. Pages 602/page-4.

Молиявий рисклар – бу молия бозоридаги компания фаолияти натижасида вужудга келадиган эҳтимолли йўқотишлар билан боғлиқ рисклар ҳисобланади. Бундай йўқотишларга мисол учун бозордаги фоиз ставкалар ўзгариши ёки молиявий мажбуриятлар бажарилмаслиги натижасида келиб чиқади.

Саноат корхоналари асосан бизнес рискани бошқаришни яхши йўлга қўйишгани сабабли молиявий рискни ҳам шунга қаратиб оптималлаштиришади (мувофиқлаштиришади). Молиявий институтларнинг асосий вазифаси эса айнан молиявий рискларни фаол бошқариш саналади.

Рискни тўғри баҳолаб ва назорат қилиш учун молиявий менежерлар иложи борича молиявий рискларни аниқ ҳисоблашлари зарур. Шу орқали улар салбий оқибатларга қарши тўғри режа ишлаб чиқишлари ва муқаррар ноаникликка мос тарзда тайёрланишлари мумкин бўлади.

Умуман олганда молиявий рисклар тўртта қатга гуруҳларга бўлинади, яъни: бозор рисклари, ликвидлилик рисклари, кредит рисклари ва операцион риклар.⁸⁶ Албатта бу риск гуруҳлари ўзаро боғлиқликда бўлишади.

Бозор рисқи – бу бозордаги нархлар волатилиги (ўзгарувчанлиги) ва бундан келиб чиқадиган йўқотишлар рисқи ҳисобланади. Бозор рисқи иккита шаклда бўлиши мумкин: абсолют қийматдаги рисқи (масалан сўмда ҳисобланади) ва нисбий қийматдаги рисқи (масалан бозор индексларига нисбатан ҳисобланади). Биринчиси умумий тушумнинг волатиллиги кўринишида бўлади, иккинчиси эса индексдан четланишни кўрсатади. Бозор рисқи тўртта турга бўлинади: фоиз ставкаси рисқи, валюта рисқи, хусусий капитал рисқи ва товар рисқи.

Ликвидлилик рисқи – бу бозорда ликвидлиги паст бўлган трансакциялар (битимлар тузиш) натижасида пайдо бўладиган рисқи ҳисобланади, ва асосан савдо ҳажми кам ҳамда сотиш ва сотиб олиш нархлари ўртасидаги тафовут анчани ташкил қиладиган ҳолатларда вужудга келади. Бу рисқи ҳам иккита шаклга эга: актив ликвидлиги рисқи ва молиялаштириш ликвидлиги рисқи. Биринчиси бозордаги мавжуд нархларда нормал савдо лотларига нисбатан позициянинг узунлигидан келиб чиқиб трансакция

⁸⁶ Peter F. Christoffersen. Elements of Financial Risk Management. Elsevier Science (USA), 2003. Pages 214/page-4.

(битим) амалга ошира олинмаслигида вужудга келади. Яъни ҳар қандай битим, албатта биржадаги савдо позициясидан ҳамда актив туридан келиб чикиб, актив нархига таъсир кўрсатишини англатади. Иккинчиси қарз мажбуриятлари бўйича тўлов қобилияти билан боғлиқ риск ҳисобланади. Бу риск асосан қарз эвазига шакллантирилган ва нарх ўзгариши ҳисобига кредитор томонидан қўшимча молиялаштириш киритилиши талаб қилинадиган портфельда ёки ташқи молиялаштириш зарур бўлганда кредиторлар томонидан рад этилишида вужудга келади.

Кредит рисқи – бу контрагентлар ўз шартномасида белгиланган мажбуриятларини бажара олмаслиги ёки бажаришни хоҳламаслигидан келиб чиқадиган йўқотишлар рисқи ҳисобланади. Бу риск нафақат контрагентнинг банкротлик ҳолатидан келиб чиқади балки тўлов қисман амалга оширилганда ёки муддатидан кечикканда ҳам вужудга келади.

Операцион рисқи – бу компаниянинг фаолияти доирасида самарасиз ташкил қилинган ички жараёнлар, инсон омили, ички тизимдаги хатоликлар ёки ташқи ходисалар таъсирида вужудга келадиган риск ҳисобланади. Бу асосан маълумотлар узулиши, трансакциялар ва ҳисоб-китоблар тизимидаги вақтида чорасини кўрилмаган ёки инobatта олинмаган нуксонлар ҳамда трейдернинг савдо жараёнида субъектив, манфаат кўзлаган ҳолда қатнашиши, шунингдек, ҳар хил жарима, жазо чоралари, суд жараёнларидан кўриладиган зарарлар ҳисобланади.

5.1-жадвал

Молиявий рисқлар турлари ва уларни баҳолаш моделлари

Молиявий рисқ турлари	Мавжуд баҳолаш моделлари
Кредит рисқи	Банкротлик рисқини баҳолаш усуллари: Э.Альтмана, Р. Таффлера, Р. Лиса ва ҳ.к. Рейтинг агентликларининг баҳолаш методлари: Moody's, Standard&Poor's.
Валюта рисқи	VaR усули, фундаментал ва техник таҳлил.
Бозори рисқи	VaR, Shortfall, У.Шарп, Е.Фама, С.Росс, Ф.Блек-М.Шоулз моделлари.
Ликвидлик рисқи	Ликвидлик ва тўлов қобилияти коэффициентлари таҳлили.

Юқорида кўриб чиқилган туртта гуруҳ рисқларни ҳар бирининг табиатидан ўзаро узвий боғлиқлигини ҳатто бири бирадан

келиб чиқишини кўриш мумкин. Шу сабабдан уларни тизимли тарзда бошқариш ва назорат қилиш рискни бошқариш тизимининг асосий вазифаси саналади.

Молиявий рискларни бошқариш – бу молиявий рискларни аниқлаш, баҳолаш ва бошқариш билан боғлиқ муайян тадбирлар мажмуини ишлаб чиқиш ва фаолиятга тадбиқ қилиш ҳисобланади.

Йўқотишлар иккита омилни комбинациясидан вужудга келади, булар: молиявий ўзгарувчаннинг⁸⁷ волатиллиги ва айни шу манбадан келиб чиқадиган рискка йўлиқиш ҳисобланади. Компаниялар молиявий ўзгарувчанлар волатиллиги устидан назоратга эга бўлмаган ҳолатларида, улар бундай рискларга учрашни деривативлар орқали бошқаришлари мумкин.

Молиявий ўзгарувчанлар ҳисобига вужудга келадиган тебранишлардан рискка йўлиқишнинг чизикли (биринчи тартибли) ҳисобланишлари турли кўринишларда пайдо бўлади. Даромади катъий белгиланган кимматли қоғоз (облигация) бозорида фоиз ставкасидаги ўзгаришлардан рискка учраш – дьюрация орқали ифодаланади. Акция бозорида эса – тизимли риск ёки бета (β) деб номланади. Опцион бозорларида базис актив қиймати тебранишига қараб пайдо бўладиган риск ўлчови дельта (δ) дейилади. Рискка учрашнинг квадратик (иккинчи тартибли) ҳисобланиши даромади катъий белгиланган ва опцион бозорларида мос равишда конвекслик (кавариқлик) ва гамма (γ) деб аталади. Бозордан ташқарида вужудга келадиган риск кутилмаган натижаларнинг стандарт четланиши ёки сигма (σ) орқали ҳисобланади.

Умуман олганда риск – бу натижанинг ноаниқлиги деб ифодаланади ва бунинг энг мақбул ҳисобланиши эҳтимолликнинг тақсимот функцияси орқали амалга оширилади.⁸⁸

5.3. Молиявий рискларни микдорий баҳолаш кўрсаткичлари

Албатта келгусидаги ҳодисалар оқибатларини олдиндан аниқ прогноз қилиш мушкул саналади. Бироқ рискни баҳолашда келгусидаги эҳтимолли натижалар ва уларни қўлга киритиш

⁸⁷ Молиявий ўзгарувчанлар булар: кредитлар, лизинг, аренда, қолдиққиймат, улушли мулк, аутсорсинг, бюджет, валюта, пулмаблаглари, тўловни амалга оширишу суллари, кредит-карточкаси, роялти. <http://www.pearsoned.co.uk/bookshop/article.asp?item=107>

⁸⁸ Jorion, Philippe. Value at Risk: The New Benchmark for Managing Financial Risk – 3rd ed. The McGraw-Hill Companies, Inc. USA 2007. Pages 602/page-83.

имкониятларини микдор кўрсаткичлар оркали ифодалаш зарур ҳисобланади.

Энг содда кўринишда бундай ифода барча эҳтимолли натижалар қиймати ва уларни амалга ошириш эҳтимоллигидан иборат бўлади.

Мисол учун иккита «А» ва «В» фирмаларнинг акцияларини сотиб олиш имкониятини кўрсак. Акциялар бўйича фараз қилинадиган даромадлиликнинг қиймати ва уларнинг эҳтимоллиги ҳақида олинган эксперт баҳолари қуйидаги 5.2-жадвалда кўрсатилган.

5.2-жадвал

Акциялар бўйича даромадлилик қиймати ва уларнинг эҳтимоллиги

Прогноз	Эҳтимоллик, p	Акциялар даромадлиги, %	
		«А» фирмаси	«В» фирмаси
Пессимистик	0,3	-70	10
Эҳтимолли	0,4	15	15
Оптимистик	0,3	100	20

Маълумки, воқеаларни ривожлантиришнинг кўплаб турли хил сценарийларини кўриш мумкин. У ёки бу ҳодисанинг содир бўлиш оқибатларини таърифлашга қулай ва универсал ёндашув – бу барча мумкин бўлган тасодифий қиймат (масалан, даромадлилик) учун унинг амалга ошиш эҳтимоллигини белгилашдан иборат ҳисобланади. Бу коида тасодифий қийматнинг эҳтимолли тақсимот қонуни деб номланади.

X тасодифий қийматнинг $F_X(x)$ эҳтимолли тақсимот функцияси деб шундай функцияни айтиладики, унда берилган ҳар қандай x ифодасига $\{X < x\}$ ҳодиса эҳтимоллигининг қиймати мос келади:

$$F_X(x) = p\{X < x\} \quad 5.1$$

Бу ерда

p – X тасодифий микдорнинг қийматихдан ошмаслигининг эҳтимоллиги.

Агар F_X функцияси узлуксиз ва дифференциаланувчи бўлса, тадқиқ қилинаётган тасодифий қийматнинг бошқа қулай ифодалаш усули $F_X(x)$ эҳтимолликнинг зичлиги функцияси ҳисобланади ва у x нуқтадаги тақсимот функциясининг ҳосила функцияси бўлади:

$$f_X(x) = F_X(x) \quad 5.2$$

Таксимот функцияси ёки тасодифий қийматнинг эҳтимолли зичлигини билиб олгач, унинг содир бўлиш қийматининг аниқлик даражаси ва унга мос келадиган ходисалар ҳақида хулосалар қилиш мумкин.

Амалиётда кўплаб масалаларни ечиш учун кўпинча тасодифий қийматнинг баъзи параметларини билиш етарли ҳисобланади. Улардан энг муҳимлари – бу ўрта ёки қутилаётган қиймат (математик қутилиш), дисперсия ва стандарт (ўртача квадратик) четланишлар ҳисобланади.

Тасодифий ифоданинг ўрта (кутилаётган) қиймати.⁸⁹ X тасодифий ифоданинг эҳтимолли таксимотини асосий кўрсаткичи бу – ўрта ёки қутилаётган қиймат (*expected value* – $E(X)$) ҳисобланади.

X тасодифий ифоданинг $E(X)$ ўрта (кутилаётган) қиймати унинг барча мумкин бўлган қийматларини амалга ошириш эҳтимоллиги билан тортилиш орқали аниқланади ва қуйидаги формула орқали ҳисобланади:

$$E(X) = \sum_{i=1}^{i=n} x_i * p_i \quad 5.3$$

Бу ерда

p_i – мос келувчи x_i қийматининг амалга ошиш эҳтимоллиги.

Ушбу формулани мисолдаги акциялар бўйича қутилаётган фойданинг ўрта қийматини аниқлаш учун қўллаймиз:

$$E(A) = 0,3 * (-70) + 0,4 * 15 + 0,3 * 100 = 15\%$$

$$E(A) = 0,3 * 10 + 0,4 * 15 + 0,3 * 20 = 15\%.$$

Тасодифий ифоданинг ўрта қиймати унинг эҳтимоллигини таксимот маркази сифатида хизмат қилади.

Умумий ҳолатларда қутилаётган натижани эҳтимолли таксимот диапазони унинг ўрта қийматига нисбатан қанча кичик бўлса, ушбу операция билан боғлиқ риск шунча кичик бўлади.

Ушбу фикрнинг миқдорий исботи тасодифий ифода таксимотининг бошқа иккита параметри, яъни *дисперсия ва стандарт четланишларни* аниқлаш йўли орқали эришилади.

Тасодифий миқдорнинг дисперсияси ва стандарт четланиши. Дисперсия (*variance* – VAR) ва стандарт ёки квадратли

⁸⁹ Лукасевич И. Я. Финансовый менеджмент: учебник / 2-е изд. – М.: Эксмо, 2010. – 768с.

четланиш (*standard deviation, mean deviation squared* – σ)лар тасодифий миқдорнинг тақсимот марказидан (ўрта қиймат) ёйилиши (вариациялари) характеристикаси бўлиб хизмат қилади.

Дисперсия тасодифий ифоданинг ўзининг мос эҳтимоллиги бўйича тортилган ўрта қийматидан четланишлари квадратининг сўммаси сифатида аниқланади:

$$VAR(X) \sum_{i=1}^{i=n} p_i (x_i - E(X))^2 \quad 5.4$$

Мисолдан «А» ва «В» фирмалар акциялари бўйича даромадлилик дисперциясини аниқласак, улар мос ҳолда қуйидагиларга тенг бўлади:

$$VAR(X) = 0,3(100-15)^2 + 0,4(15-15)^2 + 0,3(-70-15)^2 = 4335.$$

$$VAR(B) = 0,3(200-15)^2 + 0,4(15-15)^2 + 0,3(10-15)^2 = 15.$$

Дисперсия молиявий операциялар rischi ўлчови бўлиб хизмат қилишига қарамасдан, амалиётда ундан фойдаланиш ҳамма вақт ҳам қулай бўлавермайди.

Шунинг учун тасодифий ифодани ёйилма ўлчови сифатида бошқа кўрсаткичдан, яъни *стандарт (ўртача квадратли) четланишдан* фойдаланиш қулай ҳисобланади:

$$\sigma_x = \sqrt{VAR(X)} = \sqrt{\sum_{i=1}^{i=n} p_i (x_i - E(X))^2} \quad 5.5$$

Демак σ – бу тасодифий ифоданинг ўзининг математик кутилишидан ўртача тортилган четланиши ҳисобланади ва бунда ўлчов оғирлиги сифатида мос равишда эҳтимоллик олинади. Яъни стандарт четланиш бу тасодифий ифода ўзининг ўрта қийматидан қанчалик четланиши мумкинлигини кўрсатади.

Стандарт четланиш қанча кам бўлса, эҳтимолли тақсимот диапазони шунча тор бўлади ва ушбу операция билан боғлиқ риск ҳам мос равишда паст бўлади.

Кўрилатган мисол учун акциялар даромадлилигининг стандарт четланишини ҳисоблаймиз:

$$\sigma_x = \sqrt{4335} = \pm 65,84$$

$$\sigma_B = \sqrt{15} = \pm 3,87$$

Олинган натижалар шуни кўрсатадики, «А» фирма акциялари бўйича даромадлиликнинг тебраниш диапазони кутилаётган кийматдан бир стандарт четланиш чегарасида 50,84% дан 80,84% гачани ташкил этади ($15 \pm 65,84$), «В» фирма учун эса 11,13% дан 18,87% гача ($15 \pm 3,87$).

Молиявий рискларни баҳолаш назарияси ва амалиётида эҳтимолликни нормал тақсимоти қонунидан кенг фойдаланилади. Бу эса фақат икки параметрни – тасодифий ифоданинг ўртача киймати ва дисперсиясини (ёки стандарт четланишни) билишни талаб қилади.

Вариация коэффиценти. Рискларнинг таҳлилида қўлланиладиган яна бир фойдали кўрсаткич – бу *вариация коэффиценти* (*coefficient of variation — CV*) ҳисобланади ва қуйидаги формула билан ҳисобланади:

$$CV = \frac{\sigma_x}{E(X)} \quad 5.6$$

Стандарт четланишдан фаркли равишда вариация коэффиценти нисбий кўрсаткич ҳисобланади ва ўртача даромад бирлигига тўғри келадиган риск даражасини кўрсатади. Вариация коэффиценти қанча юқори бўлса, риск ҳам шунча юқори бўлади.

«А» ва «В» фирмалари учун *вариация коэффицентини* ҳисоблаймиз:

$$CV_A = \frac{65,84}{15} = 4,39$$

$$CV_B = \frac{3,87}{15} = 0,26.$$

Ушбу кўрсаткичга мувофиқ, «А» фирма акциялари бўйича даромаднинг ўртача бирлигига тўғри келадиган риск «В» фирманикига нисбатан 17 баробар юқори.

Ўрта қиймат ва стандарт четланишдан ташқари асимметрик тақсимоат қўшимча яна бир параметрини, яъни асимметрия коэффиценти билишни талаб қилади.

Асимметрия (қиялик) коэффиценти. Асимметрия коэффиценти (skewness) қуйидаги формула бўйича аниқланади:

$$\gamma = \frac{\sum_{i=1}^n p_i (x_i - E(X))^2}{\sigma_x^2} \quad 5.7$$

Коеффициентнинг мусбат кийматида энг юкори даромад (ўнг «дум») энг пасткисига нисбатан эҳтимоллиги юкори ҳисобланади. Аксинча асимметриянинг манфий коеффициентида энг паст даромадлар эҳтимолли ҳисобланади.

Эксцесс. Эксцесс кўрсаткичи (kurtosis) қуйидаги формула билан ҳисоблаб чиқилади:

$$\delta = \frac{\sum_{i=1}^n p_i (x_i - E(X))^4}{\sigma_X^4} \quad 5.8$$

Агар эксцесснинг киймати нолдан катта бўлса, тақсимот эгри чизигининг шакли нормал эгри чизикқа нисбатан анча ўткир, учли бўлади. Манфий эксцесс кийматида эгри чизикли тақсимот нормалга нисбатан анча қия, ясси бўлади.

Ушбу кўрсаткичнинг иктисодий маъноси қуйидагича: агар иккита хўжалик операциясининг даромадлари симметрик тақсимотгава бир хил ўрта кийматга эга бўлса, эксцесснинг каттарок кийматга эга бўлгани пастроқ рискка эга ҳисобланади. Нормал тақсимот учун эксцесснинг киймати 3 га тенг.

Рискнинг чегаравий даражаси кўрсаткичи сифатида молиявий амалиётда эҳтимолли тақсимотнинг квантилидан фойдаланилади.

Тақсимот квантили ва риск нархи.⁹⁰ Умумий ҳолатда $F(x)$ узлуксиз тақсимот функциясига эга тасодифий X нинг тартибдаги квантили (quantil) деб $X < u_\alpha$ ни қаноатлантирадиган шундай u_α кийматки, у учун ҳодисанинг эҳтимоллиги α га тенг бўлади:

$$F(u_\alpha) = p(X < u_\alpha) = \alpha \quad 5.9$$

Қуйидаги жадвалда ўрта кийматдан четланиш эҳтимолликларига мос келувчи, стандарт четланишлар сонда ифодаланган нормал тақсимот квантиллари келтирилган.

5.3-жадвал

Нормал тақсимот квантиллари

Эҳтимоллилик α , %	99,99	99,00	97,72	95,00	90,00	84,13	50,00
Квантиль u_α	3,715	2,326	2,000	1,645	1,282	1,000	0,000

Ушбу кўрсаткичдан α эҳтимолликдан ортмайдиган ёки $1-\alpha$ эҳтимолликдан ортиши мумкин бўлган йўқотишлар ёки зарар кўришнинг чегаравий кийматини аниқлаш учун фойдаланиш мум-

⁹⁰Энциклопедия финансового риск-менеджмента // Под ред. А.А. Лобанова и А.В. Чугунова. 4-е издание, исправленное и дополненное. М.: Альпина бизнес букс, 2009.

кин. Қайд этиш қийин эмаски, охирги ҳолат учун масала қийматини топиш қуйидагича бўлади:

$$p(X \geq u_\alpha) = 1 - F(u_\alpha) \quad 5.10$$

Квантиль тушунчаси молия бозори иштирокчилари орасида, шунингдек, унинг фаолиятини тартибга солувчи ташкилотлар ва хизматлар орасида кенг тарқалган риск нархи (қиймати) (*ValueatRisk – VaR*)⁹¹ кўрсаткичининг асосида ётади. VaR (*ValueatRisk – рискнинг қийматдаги ўлчови*) кўрсаткичи маълум шартлар остида *t* вақт *оралигида* инвесторнинг максимал йўқотишларини ифодалайди.⁹²

Расман бу кўрсаткич *t* давр учун ва берилган α аниқлик даражаси билан маълум актив ёки активлар портфелига эгалик қилишдан қутилаётган максимал йўқотишлар VaR қийматидан ошмаслик эҳтимоллиги α -га тенг бўлган қийматни баҳолайди. Бошқача айтганда, α эҳтимоллик билан V_t актив (портфель) қийматит вақтда ўзининг V_0 дастлабки қийматидан $[0; t]$ давр *оралигида* VaR дан *ортмайдиган қийматга* озмайди:

$$p(V_t - V_0 < VaR) = \alpha \quad 5.11$$

Агар, эҳтимоллик VaR дан *ортиқ* бўлса, у ҳолда зарар кўриш эҳтимоллиги $1 - \alpha$ га тенг бўлади, яъни:

$$p(V_t - V_0 > VaR) = 1 - \alpha \quad 5.12$$

Этибор қилсак, математик нуқтаи назардан VaR кўрсаткичи α тартибдаги тасодифий ифода тақсимотининг квантили ҳисобланади.

Агар нарх(даромад)лар ўзгаришининг эҳтимолли тақсимоти нормал тақсимот қонунига бўйсунса, VaR миқдорини қуйидаги формула бўйича ҳисоблаш мумкин:

$$VaR = V_0 * u_\alpha * \sigma_t \quad 5.13$$

Бу ерда

V_0 – актив (портфель)нинг дастлабки қиймати;

t – кўрилаётган давр;

α , – *t* вақт давомида актив (портфель) қиймати ёки даромадининг стандарт четланиши;

⁹¹ VaR кўрсаткичи Базель кўмитаси, Халқаро своп ва ҳосилавий инструментлар ассоциацияси, АҚШ миллий сугуртачилар ассоциацияси томонидан тартибга солиш инструменти сифатида фойдаланиш тавсия этилган.

⁹² Crouhу M., Galai D., Mark R. Risk management. N.Y.: McGraw Hill, 2001.

α – ишончилилик (ҳаққонийлик)нинг танланган даражаси.

Эхтимолли йўқотишларни баҳолашдан ташқари VaR кўрсаткичи ва унинг аналоглари молиявий ташкилотлар томонидан капитални бошқаришда, шунингдек, рискни ҳисобга олган ҳолда коррективровка қилинган самарадорлик мезонлари (*Risk-adjusted Performance Measurement — RAPM*)ни аниқлаш учун фойдаланилади.

Буларни орасидан энг кўп танилгани – бу киритилган капитал даромадлигининг риск бўйича коррективровка қилинган кўрсаткичи (*Risk-adjusted Return On Capital — RAROC*) ҳисобланади. Биринчи бор Bankers Trust гуруҳи томонидан таклиф қилинган. Энг содда кўринишида *RAROC соф фойдани унинг VaRга нисбати сифатида аниқланади:*

$$RAROC = \frac{NP}{VaR} \quad 5.14$$

Ҳозирги кунда ушбу кўрсаткич амалиётда кенг тадбиқ қилинмоқда. Молиявий рискларни баҳолашнинг миқдорий кўрсаткичлардан ташқари амалиётда махсус усулларга асосланган сифатий кўрсаткичлари ҳам қўлланилади.

5.4. Молиявий рискларни сифатий баҳолаш ва бошқариш амалиёти

Нафақат дунё ҳамжамиятида балки мамлакатимизда ҳам иқтисодиёт субъектлари ўз фаолиятлари давомида рискка дуч келишади. Рискнинг зарар келтириш эхтимоллиги мавжудлиги сабабли, у иқтисодиёт субъектлари томонидан бошқарилиши ва назорат қилиниши керак.

(Молиявий рискларни таҳлил қилиш, баҳолаш ва бошқариш тизими корхонанинг стратегик бошқаришнинг марказий қисми ҳисобланади.⁹³) Молиявий рискларни бошқаришнинг асосий мақсади – компания қийматини максималлаштириш жараёнига ҳисса қўшиш, яъни ўзининг молиявий ресурсларини тўлиқ (қисман) сақлаб қолиш ёки қутилаётган фойдага эришиш ҳисобланади. Бу корхонанинг молиявий ҳолатига таъсир этувчи потенциал “салбий” ва “ижобий” омилларни аниқлашни англатади; корхона олдига қўйган мақсадларига эришиш учун ютуқ эхтимоллини оширади ва йўқотишлар эхтимоллини минималлаштиради.

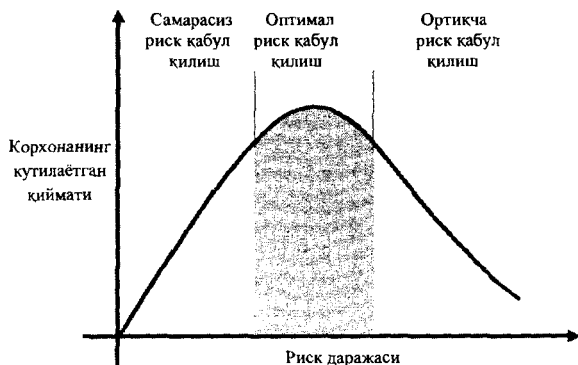
⁹³ Ступаков В.С. Риск-менеджмент: учебное пособие. М.: Финансы и статистика, 2005. 288 с.

Молиявий рискларни бошқариш бошқарув органи томонидан қабул қилиниб тасдиқланиши керак ҳамда корхонанинг ҳар бир ходимига жойларда конкрет вазифаларни белгилаш орқали умумий ривожланиш дастури сифатида етказилиши керак.

Молиявий рискларни бошқариш яхлит тизим сифатида қўйилган вазифаларни бажарилиши устидан назорат дастурини, олиб борилаётган тадбирлар самарадорлигини баҳолашни, шунингдек, корхонанинг ҳар бир бўғинида рағбатлантириш тизимини ўз ичига олади.

Молиявий рискларни бошқариш соҳаси кенг бўлиб, турли ривожланаётган компонентлардан (таркибий қисмлардан) иборат ва улардан энг муҳими – бу рискни баҳолаш ҳисобланади.

Қиймат риск ва даромадлиликнинг функцияси ҳисобланади, яъни наониклик шароитида ҳар бир қабул қилинадиган қарор қийматни ошириши, ўзгаришсиз сақлаб қолиши ёки пасайтириши мумкин. Шундан келиб чиқиб риск қийматга эришиш учун катта аҳамиятга эга саналади ва стратегик йўналтирилган компаниялар анъанавий рискка ёндашувдан фарқли равишда рискни бартараф этишга ва ҳатто уни минималлаштиришга ҳам интилишмайди. Аксинча бундай компаниялар ўзларини барча ташкилий қисмлари бўйлаб рискка учрашни бошқаришга ҳаракат қилишади, яъни маълум бир давр учун улар стратегик мақсадларга самарали эришишга керакли рискни мақбул даражада қабул қилишади. Бунинг оптимал рискни қабул қилиш зонаси дейилади ва график кўриниши 5.1-расмда тасвирланган.



5.1-расм. Оптимал риск қабул қилиш зонаси

Ушбу рискни қабул қилиш зонасини аниқлаш зарурати эса рискни баҳолаш муҳимлигини ифодалайди. Шу йўл билан корхоналар ҳар бир рискни корхонанинг умумий мақсадига эришиш учун таъсири қандай бўлишини тушунади ва назорат қилади.

Буни бажариш учун корхоналарга амалий, барқарор ва тушуниш осон бўлган рискни баҳолаш жараёни керак ҳисобланади. Жараён тартибли ва тизимли кўринишда амалга оширилиши керак бўлади. Унинг кўлами корхонанинг ҳажмига, фаолият қамровига ва географик жойлашишига мувофиқ бўлиши керак. Корхона кўламидаги рискни бошқариш (ERM - enterprise-wide risk management) нисбатан янги фан соҳаси бўлиб⁹⁴, қўлланиш техникаси охириги ўн йилликларда ривожланиб келмоқда.

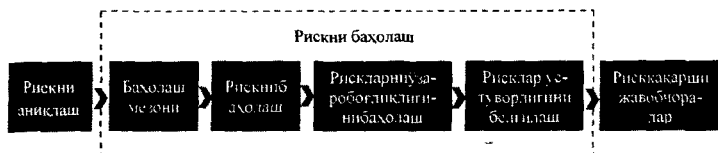
Рискни сифатий баҳолаш жараёни. COSO ERM⁹⁵ доирасида рискни баҳолаш – бу риск юз бериш ҳодисасини аниқлашдан кейинги ва риск билан боғлиқ ҳолатга муносабат беришдан олдинги жараён ҳисобланади. Унинг мақсади – бошқарув диққатини энг аҳамиятли таҳдидлар ва имкониятларга қаратиш учун ҳамда рискли ҳолатга жавоб реакциясига асос солиш учун риск катталиги (кўлами)ни баҳолашдан иборат. Рискни баҳолаш – имкониятлардан воз кечмасдан ёки ҳаддан ташқари назоратни олдини олмасдан белгиланган рискни қабул қилишнинг чегаравий киймати доирасида риск даражасини бошқариш учун риск бўйича ҳисоблашлар ва рискларни даражалари бўйича устуворлигини белгилаш ҳисобланади.

Рискни баҳолаш механизмини ишга туширадиган тепки вазифасини бажарувчи ҳодисалар ўз ичига корхонадаги рискни бошқариш дастурини жорий этиш, даврий янгиланиш, янги лойихани бошлаш, қўшиб олиш, бирлашиш, тугатилиш ёки йирик реструктуризация қилишлар қиради.

Баъзи рисклар юқори динамикага эга ҳисобланади ва мунтазам назорат қилишни ҳамда баҳолаб боришни тақозо этади. Бошқалари эса айчайин статик саналиб, даврий асосда назорат билан бирга қайта баҳолаб боришни талаб қилади.

⁹⁴ Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission (COSO) Enterprise Risk Management – Integrated Framework, 2004.

⁹⁵ COSO, Enterprise Risk Management – Integrated Framework (2004)



5.2-расм. Рискни баҳолаш жараёнининг босқичлари

Рискни аниқлаш (айнанлаштириш). Риск (ёки ходиса)ни аниқлаш жараёни рискни баҳолашдан олдинги босқич бўлиб, у ҳўжалик юритувчи субъектлар, корпорациялар мутасаддилари ҳамда капитал қўйилмалари лойиҳалари учун риск категориялари (молиявий ва стратегик) ва суб-категориялари (бозор, кредит, операция ва ликвидлик)дан иборат бўлган риск бўйича тўлиқ маълумот йиғиш имконини беради. Бу босқичда бутун бир тармоқ корхона рискнинг тавсифини ишлаб чиқиши учун рисклар мажмуини аниқлаши керак ҳисобланади. Ҳар бир риск қамраб олиниши ижроия бошқаруви учун бизнесни маълум босқичида муҳим бўлса-да, ушбу аниқланган рўйхатдаги рисклар уларнинг даражаларига қараб устуворлиги бошқарув ва кенгаш фикрини асосий рискларга қаратиш учун белгиланишини талаб этади. Рискларни устуворлиги бўйича табақалаш эса рискни баҳолаш орқали амалга оширилади.

Баҳолаш мезони. Рискни баҳолаш жараёни доирасидаги биринчи амал бу баҳолашнинг умумий мезонларини ишлаб чиқиш ҳисобланади. Рисклар ва имкониятлар одатда таъсир кўрсатиши ва содир бўлиш эҳтимоллигига қараб баҳоланади.

Анъанавий риск таҳлили бўйича риск – эҳтимоллик ва таъсир даражасининг функцияси сифатида кўрилади. Ҳақиқатдан ҳам бу ўлчовлар муҳим ҳисобланади, бироқ қутилмаган ҳодисалар тез-тез содир бўлса, кўплаб қутилган ҳодисалар эса содир бўлмай қолади. Ёмон тарафи шундаки, қутилмаган ҳодисалар катта тезликка содир бўлади. Лекин таъсир кўрсатиш ва содир бўлиш эҳтимоллиги алоҳида кўриلسа, умумий ҳолатни тўлиқлигича ифода қила олмайди.

Риск қанчалик тез пайдо бўлиши, унга қанчалик тез жавоб қайтарилиши ёки риск оқибатидан қайта тиклана олиш ва қай давргача рискка дош бера олиш каби саволларга жавоб тариқасида компаниянинг рискка мойиллик ҳамда риск содир бўлиш тезлигининг масштабини ўлчаш керак бўлади. Рискли вазиятга нисбатан

корхона заифлик (мойиллик) даражадасини ўлчаш орқали рискни қабул қилиш заруратини аниқлаши мумкин. Рискли вазият қанчалик тез содир бўлишини аниқлаш орқали унга реакция қилиш ва мослашиш тезлиги кераклилигини билиб олинади.

Баҳолаш шкаласини ишлаб чиқиш. Таққослаш стандарти (мезони)сиз корхона рискларини умумлаштириш (яхлитлаш) ва уларни ўзаро таққослаш имкони бўлмайди. Амалиётда рискларни таъсир кўрсатиш, содир бўлиш эҳтимоллиги ва шу каби бошқа ўлчовларига қараб уларни шкаласини ишлаб чиқилади.

5.4-жадвал

Таъсир даражасининг намунавий шкаласи

Рейтинг	Тавсифи	Ифодаси
5	Экстремал	Х млн сўм ва ундан ортиқ молиявий йўқотишлар Узоқ-муддатли халқаро ОАВнинг салбий хабарлари Сезиларли жарима ва пеня тўловлари Ишчи-ходимлар ва мижозларнинг жиддий шикаст ва талофат кўриши Раҳбарларнинг иш ташлаши
4	Йирик (муҳим)	Х млн дан Х млн сўмгача молиявий йўқотишлар Узоқ-муддатли миллий ОАВнинг салбий хабарлари Асосий лойиҳаларга тузатишларни киритиш учун тегишли идораларга ҳисобот тақдим этиш Чекланган стационар даволаниш ишчи-ходимлар ва мижозларга талаб этилади Баъзи раҳбарларнинг иш ташлаши
3	Ўртача	Х млн дан Х млн сўмгача бўлган молиявий йўқотишлар Қисқа-муддатли миллий салбий ОАВнинг хабарлари Тезкор тузатишларни жорий этиш билан қонун бузарлик ҳақида тегишли идораларга хабар бериш Амбулатор даволаниш ишчи-ходимлар ва мижозларга талаб этилади Меҳнат кучининг юқори даражадаги оқими кузатилади
2	Кичик	Х млн дан Х млн сўмгача бўлган молиявий йўқотишлар Бизнес репутациясига локал медиа томонидан футур етказилиши Ноҳуш ҳолат (инцидент) ҳақида тегишли идораларга хабар бериш, лекин яқунга етказмаслик Ишчи-ходимлар ва мижозларнинг ўртамиёна шикасти Меҳнат кучи оқимининг ўсиши кузатилади
1	Ахамиятсиз	Х млн сўмгача бўлган молиявий йўқотишлар Локал медиа салбий таъсирини тез бартараф этилади Тегишли тартибга солувчи идораларга ҳисобот бериш ҳолати мавжуд эмас Ишчи-ходимлар ва мижозларда ҳеч қандай шикаст кузатилмайди Тор миқёсдаги ходимлар штатининг норозилиги

Бу шкала ҳисоблаш даражалари ҳамда уларнинг ифодалари (сабаблари)дан иборат бўлиб, турли мижозлар томонидан изчил тушуниш ва татбиқ қилиш учун керак бўлади.

Шкала қанча тавсифли бўлса, шунча уларнинг фойдаланувчилари томонидан изоҳи (тушунилиши) изчил (барқарор) бўлади. Бу ерда муаммо оддийлик ва мукамаллик орасидаги тўғри мувозанатни аниқлаш ҳисобланади.

5.5-жадвал

Эҳтимолликнинг намунавий шкаласи

Рейтинг	Йиллик такрорланиш		Эҳтимоллик	
	Тавсифи	Ифодаси	Тавсифи	Ифодаси
5	Тез-тез	2 йилда бир мартагача ёки ундан ҳам кўп	Тез-тез	Белгиланган давр оралигида ёки лойиҳа ҳаётийлик даврида 90% ва ундан юқори эҳтимоллик даражаси
4	Эҳтимоллиги юқори	2 йилда бир мартадан то 25 йилгача	Эҳтимоллиги юқори	Белгиланган давр оралигида ёки лойиҳа ҳаётийлик даврида 65% дан 90% гача бўлган эҳтимоллик даражаси
3	Эҳтимоллиги ўртача	25 йилда бир мартадан то 50 йилгача	Эҳтимоллиги ўртача	Белгиланган давр оралигида ёки лойиҳа ҳаётийлик даврида 35% дан 65% гача бўлган эҳтимоллик даражаси
2	Эҳтимоллиги паст	50 йилда бир мартадан то 100 йилгача	Эҳтимоллиги паст	Белгиланган давр оралигида ёки лойиҳа ҳаётийлик даврида 10% дан 35% гача бўлган эҳтимоллик даражаси
1	Камдан-кам	100 йилда бир марта ёки ундан кам	Камдан-кам	Белгиланган давр оралигида ёки лойиҳа ҳаётийлик даврида 10% ва ундан паст бўлган эҳтимоллик даражаси

Шкала рискни асосли тарзда даражаларга ва устуворлиги бўйича ажратишга имкон яратиши керак. Шкала энг оптимал кўринишда бешта даражадан ташкил топиши керак. Қуйида таъсир даражаси, эҳтимоллик, мойиллик ва содир бўлиш тезлиги бўйича ҳар бири учун алоҳида намунавий баҳолаш шкаласи келтирилган.

Таъсир даражаси. Таъсир (ёки оқибат) даражаси риск ҳолати корхона фаолиятига таъсир кўламини кўрсатади. Таъсир даражасини баҳолаш мезони ўз ичига молиявий, репутацион, бошқарув, хавфсизлик, ташки омил, ишчи-ходим, мижоз ва операцион таъсирларни олади. Корхоналар одатда ушбу келтирилган соҳаларнинг ҳар бири бўйича риск таъсирини умумлаштириш орқали таъсир даражаси аниқланади. Баъзи корхоналар риск учун ишлаб чиқилган шкалани, имкониятлар (даромадлар) учун ҳам қўллашади (5.4-жадвал).

Эҳтимоллик. Эҳтимоллик – бу маълум ҳодиса содир бўлиш эҳтимоллиги ҳисобланади. Эҳтимолликни миқдорий ифодалар орқали нисбий (фоизда) эҳтимоллик сифатида ёки содир бўлиш частотаси сифатида кўриш мумкин. Сонли қийматлардан фойдаланилаётганда вақт оралиғини йиллик такрорланишлар ёки лойиҳа ҳаёт давриёлиги орқали таснифланиши керак. Баъзида корхоналар эҳтимолликни «белгиланган давр оралиғида риск ҳодисаси бир неча маротаба содир бўлиш»и ёки «бўлмаслиг»ига ўхшаш сифатий ифодалар орқали ифодалашади (5.5-жадвал).

Рискка мойиллик. Рискка мойиллик таъсир кучи ва эҳтимолликка бевосита боғлиқ. Корхона қанчалик рискка мойиллиги кучли бўлса шунча рискнинг таъсир кучи юқори бўлади. Агар назоратни ўз ичига олган рискка қарши чоралар ўз ўрнида ва тегишли тарзда қўлланилмаса, риск ҳодисаси содир бўлиш эҳтимоллиги ошади. Мойилликни баҳолаш корхоналарда рискни бошқариш қандай яхши жорий этилганини аниқлашга имкон беради.

Рискка мойилликни баҳолаш мезони куйидаги чораларни жорий қилишни ўз ичига олади: сценариявий режалаштириш, реал опционлар⁹⁶, риск ҳодисаси содир бўлганда унга тез мослашиб капитал зиҳраларини шакллантириш каби қарши чораларни қўллаш. Бироқ универсал баҳолаш мезани мавжуд эмас. Ҳар бир корхона ўз мезонини талабларини қондиришга мос тарзда ишлаб чиқиши керак (5.6-жадвал).

5.6-жадвал

Рискка мойилликнинг намунавий шкаласи

Рейтинг	Тавсифи	Ифодаси
5	Жуда юқори	Сценариявий режалаштириш амалга оширилмайди Корхонада рискка қарши чоралар лаёқатлилиги мавжуд эмас Рискка қарши чоралар жорий этилмаган Жойларда рискни ёки қутилмаган ҳолатларни бошқариш режалари мавжуд эмас
4	Юқори	Сценариявий режалаштириш муҳим стратегик рисклар учун жорий этилган Корхонада рискка қарши чоралар лаёқатлилиги паст Рискка қарши чоралар қисман жорий этилган Жойларда рискни ёки қутилмаган ҳолатларни бошқариш режалари мавжуд
3	Ўртача	Сценариявий таҳлилнинг стресс тест ва таъсирчанлик таҳлили ишлаб чиқилган

⁹⁶ Реал опцион – бу реал активлар опционни. Реал активларга ер, бино ва ускуналар кирди. Реал опцион таҳлили инвестицион имкониятларнинг капитал баҳосини ҳисоблаш учун опцион баҳолаш назариясидан фойдаланади.

		Корхонада рискка қарши чоралар лаёқатлилиги ўртача Рискка қарши чоралар жорий этилган ва кўпинга мақсадга эришади Жойларда рискни ёки қутилмаган ҳолатларни бошқариш режалари мавжуд, лекин такрор ишлаши чегараланган
2	Паст	Стратегик опциялар аниқланган Корхонада рискка қарши чоралар лаёқатлилиги ўртачадан юқоригача мавжуд Рискка қарши чоралар жорий этилган ва экстремал вазиятдан ташқари барча ҳолатда мақсадга эришади Жойларда рискни ёки қутилмаган ҳолатларни бошқариш режалари мавжуд ва такрор ишлаши ҳам учрайди
1	Жуда паст	Реал опциялар стратегик мослашувчанлик (эластиклик)ни максималлаштириш учун ишга туширилган Корхонада рискка қарши чоралар лаёқатлилиги юқори даражада Ҳаддан ташқари рискка қарши чоралар механизми жорий этилган ва критик рискларни мунтазам текшириб борилади Жойларда рискни ёки қутилмаган ҳолатларни бошқариш режалари мавжуд ва доимий такрор ишлаши таъминланган

Риск содир бўлиш тезлиги. Риск содир бўлиш тезлиги – бу риск ҳолати ўзини ошқор этиши учун кетадиган вақтни, яъни риск ҳодисаси содир бўлиши ва корхона биринчи бор унинг таъсирини ҳис қилиш нуқтаси оралиғида кечадиган вақтни англатади. Ушбу тезликни билиш корхона учун рискка қарши чоралар режасини ишлаб чиқишига фойдали ҳисобланади (5.7-жадвал).

Рискни баҳолаш. Рискларни баҳолаш – бу ҳар бир риск учун қабул қилинган мезон асосида қиймат белгилаш ва эҳтимолли имкониятларни аниқлаш ҳисобланади. Буни икки босқичда амалга ошириш мумкин: биринчи босқичда сифатий ҳисоблаш техникасидан фойдаланиб рискларни дастлаб саралаб олинади, иккинчи босқичда энг аҳамиятли рисклар бўйича миқдорий таҳлил ўтказилади. ↓

5.7-жадвал

Риск содир бўлиш тезлигининг намунавий шкаласи

Рейтинг	Тавсифи	Ифодаси
5	Жуда юқори	Жуда ҳам тез лаҳзали ва хабар сигнали деярли йўқ
4	Юқори	Содир бўлиш тезлиги бир кундан бир неча ҳафта ичида амалга ошади
3	Ўртача	Содир бўлиш тезлиги ойлар ичида амалга ошади
2	Паст	Содир бўлиш тезлиги бир неча ойлар ичида амалга ошади
1	Жуда паст	Жуда ҳам паст, бир йил ва ундан ортиқ муддат ичида содир бўлади

Рискни баҳолаш жараёни оддатда икки босқичда амалга оширилади. Рисклар ва имкониятларни дастлабки текшириш (саралаб олиш) сифатий техникалар ёрдамида амалга оширилади, сўнгра риск ва имкониятларнинг муҳимларини миқдорий ҳисобланади.

Сифатий баҳолаш ҳар бир риск ва имкониятни юқорида келтирилган намунавий шкалалар бўйича таҳлил қилиш орқали баҳолашдан иборатдир.

Миқдорий таҳлил эса ҳам таъсир кучи ва ҳам эҳтимолликнинг турли маълумотлар манбасидан фойдаланган ҳолда сонли қийматини аниқлашдан иборат. Таҳлил сифати ушбу сонли қийматларни тўлиқлиги ва аниқлиги ҳамда қўлланилаётган модель асослилигига боғлиқ бўлади. Рискни баҳолаш ёндашувларининг ҳар иккаласи ҳам ютуқ ва камчиликларга эга.

5.8-жадвал

Рискни сифатий ва миқдорий баҳолашнинг қиёсий таҳлили

Баҳолаш техникаси	Ютуқлари	Камчиликлари
Сифатий	Нисбатан тез ва осон Манфаатдор томонлар учун тушуниш ва фойдаланишга қулай	Риск даражалари тўлиқ фрклаб бермайди Харажат-даромад таҳлилининг ўтказишда чекловлар мавжуд
Миқдорий	ВаРкаби қийматга асосланган моделларни ҳисоблайди Харажат-даромад таҳлилининг ўтказиш имконини беради	Қўп вақт ва харажат талаб этади Рақамдаги натижа қанчайин аниқ бўлса-да ҳисоблашда қўлланилаётган ўзгарувчанлар ўзи асоссиз бўлади

Сифатий баҳолашда кенг иштирок этадиган усулларга қуйидагилар қиради: интервью ва сўров ўтказиш техникаси, самарадорликнинг қиёсий текшируви, сценарийвий таҳлил.

Миқдорий техникалар ўз ичига детерминистик (аниқ) ва стохастик (эҳтимолли) моделларни олади.

Мавжуд маълумот таҳлили. Риск содир бўлиши ҳақидаги маълумотлар манбаси сифатида ички ва ташқи аудит хулосалари, қафолат бўйича даъво ва шикоятлар, сугурта компаниялари, саноат бирлашмалари ва тадқиқот ташкилотларининг очик ҳисоботларини келтириш мумкин. Мавжуд маълумотларга таяниш объектив саналса-да, ушбу маълумотлар базасини жорий ҳолатга ўринлилигини баҳолаш муҳим ҳисобланади.

Сценариявий таҳлил. Риск бўйича бир нечта сценарийни шартлари билан ишлаб чиқишни талаб этади. Қуйидаги жадвалда корхона даромадига салбий таъсир кўрсатадиган омилларни сценариявий таҳлили келтирилган (5.9-жадвал).

Рискларни ўзаро боғлиқлигини баҳолаш. Рисклар якка ажралган ҳолда бўлмаслиги сабабли, корхоналар учун рискни ўзаро таъсирини бошқариш муҳим саналади. Портфель рискини тушуниш учун унинг таркибидаги ҳар бир актив рискини алоҳида ҳисоблаш, шунингдек, уларнинг ўзаро боғлиқлигида пайдо бўладиган рискни ҳисоблаш керак бўлади.

5.9-жадвал

Сценариявий таҳлил намунаси⁹⁷

№	Сценарий тавсифи	Фаразлар	ЕВITга таъсир
1	Валюта курси ўзгариши	Ишлаб чиқариш ҳажми 15% тушади Маҳсулот нархи 20% тушади Давом этиш муддати 9 ой Тикланиш даври 9 ой	-500 п.б.
2	Ёқилғи нархи ўзгариши	Ресурслар нархи 50% ошади Давом этиш муддати 3 ой Тикланиш учун таннарх 25% ошади	-165 п.б.
3	Технология янгиланиши	Ишлаб чиқариш ҳажми 15% тушади Маҳсулот нархи 15% тушади Давом этиш муддати 12 ой	-275 п.б.
4	Рақобатчилар таъсири	Маҳсулот нархи 10% тушади Давом этиш муддати 24 ой	-200 п.б.
5	Етказиб бериш бўғинида узилиш	Ишлаб чиқариш ҳажми 10% тушади Давом этиш муддати 6 ой	-175 п.б.

Изох: *ЕВIT (Earnings before interest and taxes) – фойз ва солиқ тўловларидан олдинги даромад (яъни фойда).*

Ҳатто аҳамиятсиз бўлган рисклар ҳам бошқа ҳодиса ва ҳолатлар билан биргаликда потенциал йирик талофатга ёки аксинча имкониятларга сабаб бўлиши мумкин. Шунинг учун корхоналар рискларни интеграллашган ёки яхлит кўринишида рискни ўзаро боғлиқ харитаси, корреляцион матрицаси, «bow-tie» диаграммаси сингари техникалардан фойдаланган ҳолда баҳолашга интилишади.

Рискни ўзаро боғлиқ харитаси. Энг соддаграфик кўриниши – бу рискларни x ва y ўқлари бўйлаб жойлаштириш оркали тузилган

⁹⁷ Frederic Funston and Stephen Wagner, *Surviving and Thriving in Uncertainty* (Hoboken, N.J: John Wiley & Sons, Inc., 2010), 69.

шакли ҳисобланади. Уларни ўзаро боғлиқлигини харитада бирор белги (X) ёки миқдорий кўрсаткич билан қайд қилинади (5.3-расм).

Рисклар устуворлигини белгилаш. Риск устуворлиги – бу риск даражаларини олдиндан аниқлаб қўйилган рискни қабул қилишнинг чегаравий қийматига нисбатан таққослаган ҳолда рискни бошқариш устуворликларини аниқлаш жараёни ҳисобланади. Бунда риск нафақат молиявий ҳолатга салбий таъсир ёки ижобий имконият яратиши сифатида кўрилади, балки шунингдек, субъектив мезон сифатида, яъни саломатликка, ҳафвсизликка ёки фирма репутациясига ҳам салбий ҳам ижобий таъсир кўрсатиш, рискка мойиллик ҳамда риск содир бўлиш тезлиги сифатида ҳам қаралади.

Риск тури									
Ўтказиб бериш бўғинида узиди			X	X	X	X			
Мижозлар қолми ўзгартириш					X	X		X	X
Ҳошанинг нархи оқишдан >25%	X				X				X
Иш тўхтаб қолгани > қаффи	X				X				
Иккинчи даражаси расмийлик	X	X	X	X		X	X		X
Риқобатчилар қўлини олиш	X	X			X				X
Қапитал бекорлиги оқишдан 5%					X				X
Экспорт шартлиги оғирлашгани		X				X			
Валюта курси тебраниши		X	X		X	X	X		

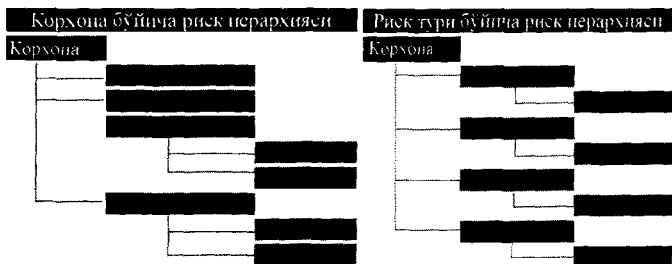
5.3-расм. Риск ўзаро боғлиқлик харитасига намуна

Рискларни устуворлиги бўйича тартиблаш икки босқичда амалга оширилади. Биринчи босқичда рисклар дейлик таъсир кучини эҳтимолликка кўпайтмаси ёки таъсир кучини мойилликка кўпайтмаси мезони бўйича тартибланади. Иккинчи босқичда

тартибланган риск таъсир кучи, содир бўлиш тезлиги ёки жорий ва келгуси риск даражалари орасидаги фарқи каби қўшимча сифатий омилларни ҳисобга олган ҳолда кўриб чиқиб қайта тартиблаш амалга оширилади.

Иерархия. Рискларни бирлаштиришнинг энг содда йўли уларни иерархиясини тузиш ҳисобланади. Бунда рисклар ташкилий тузулма, риск тури, географик ёки стратегик объект бўйича иерархияси тузилади (5.4-расм).

Риск харитаси. Одатда харита икки ўлчамли кўринишда бўлиб, риск таъсир кўрсатиш кучи ва унинг эҳтимоллиги ёки таъсир кучи ва мойиллиги нуқтаи назаридан тузилади. Агар тўлақон қамраб олинса, учинчи ўзгарувчанни ҳам, яъни рискни содир бўлиш тезлиги ёки ҳисоблашларнинг ноаниқликларини киритиш мумкин. Таъсир кўрсатиш шкаласини имкониятлар ва рисклар учун харитаси қуйидаги расм кўринишида бўлади (5.5-расм).



5.4-расм. Риск иерархиясига намуна

Рискка қарши жавоб чоралар. Рискни баҳолаш натижалари рискка қарши жавоб чораларини ишлаб чиқиш учун дастлабки маълумот сифатида хизмат қилади. Бунга мувофиқ жавоб чораларининг шартлари ўрганилади (рискни қабул қилиш, камайитириш, тақсимлаш ёки қочиш), «харажат-даромад» таҳлили амалга оширилади, жавоб чораларининг стратегиясини шакллантирилади ва рискка қарши жавоб чораларининг режасини ишлаб чиқилади.

Умумий ҳолатда молиявий рискларни бошқаришда жавоб чоралари сифатида рискдан қочиш ва рискни бутунлигича қабул қилиш (сугурталаш ва захира қилиш имконияти билан) ёки

рисklarни пайдо бўлиш ва ўзгариш жараёнида уни актив бошқаришдан бирини танлашдан иборат бўлади.

Рискдан қочиш қабул қилиб бўлмайдиган юкори даражадаги рисklar билан боғлиқ харакатларни рад этишни англатади. **Рискни қабул қилиш** вужудга келган рискни, салбий оқибатлари ўнглаб бўлмайдиган йўқотишларга олиб келмагунга қадар, фаолиятни амалга оширишни англатади. **Рискни бошқариш** унинг эҳтимоллиги ва зарар кўламини дастлабки баҳолаш асосида рискни пасайтириш ёки ошириш бўйича фаол харакатни назарда тутати.

		Таъсир кўрсатиш даражаси									
		Амалдорлик					Амалдорлик				
		Экстремал	Йирик	Ўртача	Кичик	Амалдорлик	Амалдорлик	Кичик	Ўртача	Йирик	Экстремал
Тес											
Эҳтимоллиги юкори											
Эҳтимоллиги ўртача											
Эҳтимоллиги паст											
Кам											

5.5-расм. Риск ва имкониятлар намунавий харитаси

Бундан ташқари риск вужудга келишида йўқотишлар даражасини пасайтириш чоралари қуйидаги асосий усулларга бўлинади [2]:

- активларни бозор қиймати бўйича қайта баҳолаш;
- мажбуриятларни таъминлаш – хусусан маржа ёки залог киритиш йўли билан;
- кутилаётган ва кўзда тутилмаган йўқотишларни қоплаш учун маблағларни захиралаш;
- лимитлаштириш;
- портфель диверсификацияси;
- суғурталаш;
- хосилавий инструментлар ёрдамида хеджерлаш.

Санаб ўтилган усулларидан баъзиларини қуйида батафсил кўриб чиқамиз.

Бозор қиймати бўйича қайта баҳолаш. Активларни бозор қиймати бўйича қайта баҳолаш (*marking to market – МТМ*) – бу бозор нархларини мунтазам тебраниш натижасида очиқ позициялар

бўйича фойда ва зарарни катъий белгилаш ҳисобланади, масалан ҳар кунлик (биржа битимлари учун) ёки узоқ муддатли вақт оралиғида (биржадан ташқари инструментлар учун). Агар келишаётган томонларни иккала тарафи ҳам симметрик тарзда фойда ва зарарни ҳисобга олишса, бу бозор киймати бўйича икки томонлама қайта баҳолаш (*two-way MTM*) ҳисобланади, ва агар зарарлар бир томонлама ҳисобга олинса, бу усулни бозор киймати бўйича бир томонлама қайта баҳолаш (*one-way MTM*) деб номлаш қабул қилинган [3]. Бу усул рискни жорий ҳолат бўйича бартараф қилса-да, истикболда риск хавфи мавжуд қолади.

Кафолатланган гаров (маржа)га қўйилган талаблар. Фьючерс шартномалари билан битимларда истикболли риск маржа (*margin*) орқали қопланиши мумкин. Маржа – бу тузилган шартномалар бўйича контрагент мажбуриятларини қисман таъминлаш шакли ҳисобланади.

Биржада янги позицияни очилишида бозор қатнашчиси клиринг палатасига дефолт ҳолатининг таъминоти сифатида *бошланғич маржа* киритиши керак. Ҳисоб палатаси савдо натижаларига кўра иштирокчиларни кунлик молиявий натижалари (даромади ва харажати)ни аниқлайди, буни *вариацион маржа* дейилади. Ҳисоб палатаси салбий натижага эга бўлган томоннинг маблағини ҳисоб рақамидан олиб, ижобий натижага эга бўлган томоннинг ҳисоб рақамига ўтказди. Бу жараёни баъзан *маржани қайтатдан ҳисоблаш (remargining)* деб аташади. Агар зарар кўриш натижасида маржа миқдори маълум чегаравий даражадан тушадиган бўлса, бозор иштирокчиси ҳисоб палатасидаги ҳисоб рақамига кўшимча маблағ киритиши керак, акс ҳолда унинг позицияси мажбурий тарзда ёпилади.

Икки томонлама неттинг [4]. Рискни пасайтириш бўйича амалий натижа бералдиган усуллардан бири ва халқаро молиявий бозорларида своп битимларининг стандарт шарти ҳисобланган усул – бу *талабларни икки томонлама ўзаро ҳисобга олиш (неттинг)* усули ҳисобланади.

Икки томонлама неттинг тузулган битимлар бўйича томонларни ўзаро талаб шартларини ифодалайди. Неттинг мақсади неттинг келишуви камраган барча битимлар бўйича ялпи рискни соф риск миқдоригача қисқартиришдан иборат.

Лимитлаш. Молиявий рискларга қарши жавоб чораларининг

асосий усулларидан бири – бу лимитлаш, яъни ҳар бир рискли ҳолат ёки унга етакловчи омилларни аниқлаб, уларга чекловлар тизимини ўрнатиш ҳисобланади.

Лимитлар ўрнатиш тизими қуйидаги талабларга жавоб бериши керак:

– лимитлар амал қилиши риск билан боғлиқ барча фаолиятга жорий қилинади;

– лимитларни ҳисоблашда барча эҳтимолли йўқотишлар жамланади;

– лимитлар ўрнатилган риск устуворликлари бўйича белгиланади;

– лимитлар стресс-тест натижасига кўра белгиланиши керак.

Рискни баҳолаш ва бошқариш жараёни самарали ва барқарор бўлиши учун у содда, амалий ва тушунишга осон бўлиши керак. Бу борада муваффақиятга эришиш қарор қабул қилувчи бошқарув ва ресурсларга боғлиқ. Жараён малакали мутахассислар томонидан тегишли технологиялардан тўғри ва ўринли фойдаланган ҳолда амалга оширилиши керак.

Корхоналарда молиявий рискларни баҳолаш ва бошқаришнинг вазифаси юқорида келтириб ўтилган усул ва техникалардан фаолият доирасида ва рискни таҳлил қилишда кенг фойдаланиш ҳисобланади. Жараён кенг доирада рискка қарши чораларни ишлаб чиқиш ва жорий қилиш ҳамда унинг устидан назорат қилиш ҳақидаги қарорларни қабул қилиш учун маълумотлардан фойдаланади ва натижаларни стратегик режалаштириш жараёнига тақдим этади.

Пировардида таъкидлаш ўринлики, рискни баҳолаш ва бошқаришнинг энг мукамал тизимига эга бўлиб ҳам, унинг салбий оқибатлари ва таъсирини буткул бартараф этиш мумкин бўлмайди. Бироқ рискни баҳолаш ва бошқаришнинг замонавий усул ва техникалардан самарали фойдаланиш бизнесни қутилмаган молиявий йўқотишлардан ҳимояланиш, ўз вақтида ва онгли равишда рискни қабул қилиш имконини беради.

Хулоса

Ҳозирги кунда глобаллашув жараёнида мамлакатлар молия тизимида корпоратив молия соҳаси юқори аҳамият касб этмоқда. Корпоратив молияни бошқаришни самарали ташкил этишда

молиявий рискларни баҳолаш ва бошқариш муҳим ўрин эгаллайди. Юқорида келтириб ўтилган молиявий рискларни баҳолаш ва бошқариш жараёнларини ўрганиб чиққан ҳолда қуйида қисқача хулоса ва таклифлар шакллантирилди:

1) молиявий рискларни баҳолаш ва бошқариш статистика ва математика фанларининг айрим инструментларидан фойдаланилгани сабабли мураккаб жараён ҳисобланиб, уни замонавий усуллари моҳиятини ва қўлланилиш механизмини тўлақон тушуниш учун унинг ривожланиш босқичлари билан танишиш керак ҳисобланади;

2) етакчи иқтисодчи олимлар томонидан молиявий рискларга берилган ифодаларни кўрилди ва жорий ривожланиш босқичидаги таснифи бўйича ёритиб берилди;

3) молиявий рискларни баҳолашнинг амалиётда кенг қўлланиладиган анъанавий ҳамда замонавий миқдорий усулларининг ўзига хос хусусиятларини ёритиб берилган ва ҳисоблаш механизмини мисолларда кўрсатилган;

4) корхоналарда молиявий рискни замонавий сифатий баҳолаш амалиётининг намунавий усуллари ва комплекс тартибда бошқариш амалиёти келтирилган;

5) аниқланган ва миқдорий баҳоланган молиявий рискларни бартараф этиш ёки пасайтириш бўйича рискка қарши чораларнинг баъзилари батафсил ўрганилган.

Молиявий рискларни баҳолаш ва бошқариш бўйича шакллантирилган ушбу хулосалар тавсиявий характерга эга бўлиб, уларни назарий жиҳатдан кейичалик тадқиқ қилишга пойдевор вазифасини бажаради ва амалий нуқтаи назардан корхоналарда молиявий рискларни таҳлил қилишда кенг тадбиқ этиш аҳамиятига эга ҳисобланади.

Фойдаланилган адабиётлар

1. Владимиров В.А., Воробьев Ю.Л., Малинецкий Г.Г. и др. Управление риском. Риск, устойчивое развитие, синергетика. М.: Наука, 2000.

2. Jorion, Philippe. Value at Risk: The New Benchmark for Managing Financial Risk – 3rd ed. The McGraw-Hill Companies, Inc. USA 2007.

3. Peter F. Christoffersen. Elements of Financial Risk Management. Elsevier Science (USA), 2003. Pages 214/page-4.

4. Лукасевич И.Я. Финансовый менеджмент: Учебник. 2-е изд. – М.: Эксмо, 2010.

5. Энциклопедия финансового риск-менеджмента/ Под ред. А.А. Лобанова и А. В. Чугунова. 4-е издание, исправленное и дополненное. М.: Альпина бизнес букс, 2009.

6. Core principles for effective banking supervision. Basel Committee on Banking Supervision, 2006, October.

7. Crouhu M., Galai D., Mark R. Risk management. – N.Y.: McGraw Hill, 2001.

8. Ступаков В.С. Риск-менеджмент: Учебное пособие. М.: Финансы и статистика, 2005.

9. Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission (COSO) Enterprise Risk Management – Integrated Framework, 2004.

10. COSO, Enterprise Risk Management – Integrated Framework (2004). Frederic Funston and Stephen Wagner, *Surviving and Thriving in Uncertainty* (Hoboken, N.J: John Wiley & Sons, Inc., 2010), 69.

VI боб. КОРПОРАТИВ ТУЗИЛМАЛАР ВА МОЛИЯ БОЗОРИ ИНСТИТУТЛАРИНИНГ ЎЗАРО ФАОЛИЯТ УЙҒУНЛИГИНИ ТАЪМИНЛАШ МАСАЛАЛАРИ

Молия бозорининг аҳамиятини кенг маънода реал иктисодиёт учун зарур бўлган пул маблағларининг айнан ушбу соҳа орқали мақсад сари йўналтирилишида кўришимиз мумкин. Яъни, молия бозори бевосита капитал эгалари ва молиявий ресурслар (капитал)га эҳтиёж сезувчи субъектларни учраштириш ва пул маблағларини самарали тақсимлашга хизмат қилади. Корпоратив тузилмалар бир томондан молия бозорида капитал жалб қилувчилар сифатида иштирок этса, иккинчи томондан бўш пул маблағларидан самарали фойдаланиш мақсадида инвестор сифатида майдонга чиқиши мумкин. Шу билан бирга молиявий инструментлар ва уларга бўлган талаб корпоратив тузилмаларнинг фаолияти қанчалик даражада самарали ташкил этилганлигини баҳолашда иштирок этадиган ўзига хоз мезон вазифасини ҳам ўтайди.

Шунга кўра, молия бозори институтлари фаолият хусусиятлари, улар фаолиятининг корпоратив тузилмалар фаолияти билан бевосита боғлиқлиги, бизнеснинг ташкилий-ҳуқуқий шаклларини тўғри танлаш орқали молия бозорида устунликка эришиш, инвестицион фаолият самарадорлигини ошириш, акциядорлик жамиятлари фаолияти очиклиги ва шаффофлигини таъминлаш масалаларини чуқур ўрганиш мақсадга мувофиқ ҳисобланади ва бу хусусида қисқача тўхталиб ўтамиз.

6.1. Молия бозорининг корпоратив тузилмалар фаолиятидаги аҳамияти ва ўзаро фаолияти уйғунлиги

Молиябозори капитал айланиш жараёнини оптималлаштиради. Ишлаб чиқаришда фойдаланилмаётган капитални жалб қилиш, тақсимлаш, самарали фойдаланишни таъминлайди ва шу орқали айрим хўжалик субъектларининг унга бўлган эҳтиёжини қондиради. Молия бозори иктисодий жараёнларни фаоллаштиради, ишлатилаётган капиталнинг айланишини тезлаштиради ва шу орқали ҳар бир босқичда қўшимча фойда шаклланади ва миллий даромад ўсади.

Молия бозори бизнес иқтисодий муҳитининг муҳим элементи бўлиб – киска ва узок муддатли инвестициялар учун пул маблағлари манбаи ҳисобланади. Молиявий бозорда корпоратив бошқарув – реал сектор (ишлаб чиқариш натижаси) ва молиявий сектор (ишлаб чиқаришнинг бозорда капиталлашувининг акси) ўртасидаги ўзаро ҳамкорлик мавжуд бўлиб, бу самарали мулкдорни ва менежерни топиш тизими ҳам фаоллаштиради.

Ривожланган молия бозори молиявий бошқарувга рақобат элементларини олиб киради ва бунда рақобатчилар сифатида корпорациялар фаолияти учун зарур бўлган топ-менежерлар жамоаси майдонга чиқади. Топ-менежерларсиз нафақат самарали корпоратив молиявий бошқарув, балки самарали иқтисодиёт ҳам мавжуд бўлмайди. Фирма сифатида муваффақиятга эриша олмаган корпорация одатда изсиз йўқолиб кетмайди, балки бошқарув таркибини ўзгартирувчи ва уни муваффақиятга етакловчи янги мулкдорларга эга бўлади. Мулкдорлар алмашинуви эса айнан фонд бозори орқали амалга оширилади. Айнан шу жиҳат иқтисодиётнинг реал ва молиявий секторлари ўртасидаги ўзаро боғлиқлик ҳисобланади.

Молиявий менежер бир пайтнинг ўзида бизнеснинг ташки муҳити – молиявий бозорни тушуниши ва бизнеснинг тармоқ хусусиятларидан келиб чиқадиган масалалари (инвестицион қарорлар қабул қилиш, пул оқимларини бошқариш, молиялаштириш манбаларини топиш, молиявий инструментларни эмиссия қилиш, персоналларни рағбатлантириш тизими орқали агентлик муаммоларини баратараф этиш ва ҳокозо) билан боғлиқ бўлган молиявий менежментни ўзини ҳам яхши тушуниши керак. Шу билан бирга, корпоратив молиявий бошқарув аъзолари маркетингдан етарли даражада хабардор бўлиши керак. Масалан, лойиҳанинг келгуси пул оқимларини башорат қилаётганда янги маҳсулотнинг нархи шаклланиши бўйича ва унга бўладиган талабни тахмин қила олиш талаб этилади. Қабул қилинаётган инвестиция қарорлар бизнес қийматини кўпайтириятими ёки уни барбод қилаётганлигини билиш учун ўзлик капиталининг баҳосини билиш керак бўлади. Бу эса осон иш эмас ва назарий билимларни билиш талаб этади.

Сўнги ярим асрликда ҳолат тубдан ўзгарди. Акциядор-инвесторлар, менежерлар, хежерлар, спекулянтлар, инсайдерлар,

аутсайдерлар, институционал инвесторларнинг хулқ-атворлари асосий масалага айланди. Мулкдорлар ва менежерлар ўртасидаги муносабатлар компаниянинг бошқариш амалиётида марказий ўринга кўтарилди. Айнан шундай шароитда молия институтларининг энг асосий функцияларидан бири бу молия бозоридаги воситачилик фаолиятидир.

Умумий ҳолда молия бозори таркибига энг муҳим учта сегмент киритилади:

- нақд пул ва ўхшаш функцияларни бажарувчи қисқа муддатли тўлов воситаси сифатида бир йилгача муддатда муомалада бўладиган воситалар бозори;

- ссуда капитали бозори, яъни узоқ ва қисқа муддатли кредитлар бозори – кредит бозори;

- қимматли қоғозлар бозори – фонд бозори.

Кўпинча эса молия бозори иккита сегментга пул бозори ва капитал бозорига бўлинади.

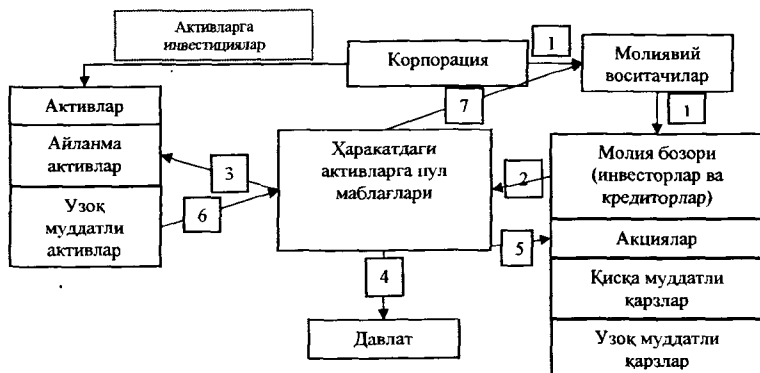
Молия бозори амал қилишининг объектив зарурлигини хўжалик субъектларининг пул маблағларига бўлган талаб ва бу талабни қоплаш учун манбаларнинг ҳар доим ҳам мос тушавермаслиги билан изоҳлаш мумкин. Амалиётда бўш пул маблағлари капитал эгаси (инвестор) қўлида бўлса, бозорнинг бошқа бир субъекти, яъни эмитентда пул маблағларига бўлган талаб юзага келади. Бўш пул маблағларини вақтинчалик қайта тақсимлаш учун молия бозоридан фойдаланилади. Молия бозорининг функционал вазифаси пул маблағларини эгасидан (инвестордан) фойдаланувчига томон ҳаракатлантиришда воситачи сифатида иштироқи билан белгиланади.

Келгусида юқори даромадли молиявий активларга инвестициялаш учун бўш пул маблағларини ўзида жамлаган юридик ва жисмоний шахслар капитал эгалари, яъни инвесторлар сифатида молия бозорига чиқади. Якка тартибдаги алоҳида шахслар (уй хўжалиги) бевосита (якка тартибда) ёки молиявий воситачилар (молия-кредит институтлари) орқали ўзларининг жамғармаларини қўйилма сифатида амалга оширади.

Кўшимча фойда олиш мақсадида тадбиркорлик фаолиятининг турли объектларига пул маблағларини молия бозоридан оладиган корпоратив тузилмалар маблағларни жалб қилувчилар ҳисобланади. Молия бозори иштирокчилари ўртасидаги ўзаро боғлиқликни юқоридаги расмдан кўриш мумкин (6.1-расм).

Молия бозорида қарз мажбуриятларини ифодаловчи облигациялар ва улуш муносабатини ифодаловчи қимматли қоғозлар акциялар сотилади ва сотиб олинади. Лекин, сотиладиган қимматли қоғозлар савдосини ташкил этиш, сотувчилари ва харидорларига кўра ҳам ўзаро фарқланиши мумкин.

Молия бозорида қимматли қоғозлари бозори бирламчи ва иккиламчи бўлиши мумкин.



Бу ерда:

1. Пул маблағларини жалб қилиш учун қимматли қоғозлар эмиссияси;
2. Корпоратив қимматли қоғозлар эмиссияси ҳисобига жалб қилинган пул маблағлари;
3. Ҳаракатдаги активларга пул маблағлари;
4. Давлат фойдасига солиқлар ва мажбурий ажратмалар;
5. Инвесторлар ва кредиторларга тўланадиган дивидендлар ва фойзалар;
6. Солиқлар тўлангандан сўнг корпорация активларига реинвестиция қилинадиган фойзалар ва дивидендларнинг бир қисми;
7. Молиявий воситачиларга тўланадиган коммиссион муқофотлар.

6.2-расм. Корпорациялар ва молия бозори ўртасидаги пул оқимлари⁹⁹

“Бирламчи бозор” атамаси қимматли қоғозларни уларнинг дастлабки эгаларига бериш жараёни, иккиламчи бозор эса дастлабки реализациядан кейин молиявий инструментлар қайта олди-сотди қилинадиган бозор ҳисобланади.¹⁰⁰ Акциялар корпорациялар

⁹⁹ Иқтисодий адабиётлар асосида муаллифлар томонидан тузилган.

¹⁰⁰ Ўзбекистон Республикасининг “Қимматли қоғозлар бозори тўғрисида”ги Қонунининг 3-моддаси.

томонидан муомалага чиқарилади. Қарз муносабатли қимматли қоғозлар эса корпорациялардан ташқари давлат томонидан ҳам эмиссия қилинади.

Молия бозори давлат томонидан бошқарув объекти бўлиб ҳисобланади. Бошқарув объекти сифатида молия бозори қуйидаги параметрларга кўра тавсифланади:

- бозор сигими ва конъюктураси;
- молиявий инструментлар бўйича баланслаштирилган талаб ва таклиф;
- қимматли қоғозлар реализацияси шартлари;
- қимматли қоғозларнинг даромадлилиги ва молиявий риск даражаси.

Молия бозори сигими тушунчаси аниқ бир турдаги қимматли қоғозлар бўйича уларга бўлган талаб ва таклифдан келиб чиққан ҳолда мумкин бўлган йиллик (ойлик) савдо кўламини англатади. Молия бозоридаги ҳолат ижобий ва салбий ҳолатларга ажратилади. Мамлакатимизда молиявий активларга талаб уларга бўлган таклифга нисбатан сезиларли даражада паст. Молия бозорида конъюктуранинг ўзгариши молиявий инструментлар бозор баҳоси ўзгаришида намоён бўлади. Молия бозорининг барқарор ривожланиши молиявий активларга талаб ва таклиф ўртасидаги нисбатнинг тўғри ўрнатилиши, яъни баланслиликни талаб қилади. Шунда молиявий инструментлар барқарор ва реал баҳоларда сотилади ва сотиб олинади.

Молия бозорида ҳам талаб ва таклиф доимий равишда ўсиб бориши лозим. Бу жиҳат молиявий активларга бўлган талабнинг қаноатлантирилиши билан бир вақтнинг ўзида таклиф қилинадиган молиявий инструментларнинг бозорда эркин сотилишини таъминлайди. Ривожланган бозорда молиявий активлар кўплаб саноат товарларига нисбатан аксарият ҳолатларда юқори ликвидли ҳисобланади. Уларни қимматли қоғозлар курси кўтарилиши ёки пасайишига қараб қулай шароитдан фойдаланган ҳолда бир онда сотиш ёки сотиб олиш мумкин. Шунинг учун молия бозорининг бирор бир субъекти қимматли қоғозларни сотувчи ёки сотиб олувчи сифатида (муддатли шартномалар – опционлар, фьючерслар воситасида) қатнашиши мумкин. Қимматли қоғозларнинг даромадлилиги ва риск даражаси ўртасида тўғридан-тўғри боғлиқлик амал қилади. Яъни юқори рискли қимматли қоғозлар

(масалан янги ташкил этилган компания акциялари) бўйича юкори даромад ҳам тақлиф этилади.

Молия бозори нисбатан мустақил сегментлар тизимини ўзида акс эттиради. Масалан, корпоратив қимматли қоғозлар бозори, давлат қарз мажбуриятлари бозори, ҳосилавий фонд инструментлари (ҳосилавий қимматли қоғозлар ёки деривативлар) бозори ва бошқалар.

Қамровига кўра молия бозорларини халқаро ва ички молия бозорларига бўлиш мумкин. Ўз навбатида ички молиявий бозор молиявий марказлар (фонд биржалари, йирик банклар, молиявий компаниялар ва бошқалар)дан ташкил топган регионал бозорларга ҳам бўлинади. Айрим мамлакатлар регионал молия бозорларида регионал (муниципал) мажбуриятни ифодаловчи облигациялар ҳам муомалада бўлиши мумкин.

Ички молия бозорларда товар сифатида куйидагилар намоён бўлади:

- қимматли қоғозлар – эмиссион ва тижорат қимматли қоғозлари;

- суғурта компаниялари, нодавлат пенсия фондлари ва бошқа молиявий воситачилар катъий мажбуриятларини ўзида акс эттирувчи қимматли қоғозлар;

- валюта қимматликлари (хорижий валюталар ва хорижий валютада акс эттирилган қимматли қоғозлар);

- қимматбаҳо металлар ва тошлар;

- пуллар (миллий банкноталар, депозит ва жамғарма сертификатлари).

Молия бозоридан корпоратив гуруҳлар томонидан жалб қилинган пул маблағлари куйидаги мақсадларда фойдаланилади:

- акцияларни бирламчи жойлаштиришдан олинандиган пул маблағлари таъсис ҳужжатларида кўрсатилган устав капиталини шакллантириш манбаси бўлиб хизмат қилади;

- акциялар кўшимча эмиссиясидан тушадиган пул маблағлари устав капиталини оширишга йўналтирилади;

- корпоратив облигацияларни сотишдан олинандиган пул маблағлари реал активлар (капитал кўйилмалар)ни молиялаштиришга йўналтирилиши мумкин;

- акциядорлик жамияти эмиссион даромади кўшимча капитални тўлдириш манбаси бўлиб хизмат қилади;

- тижорат векселлари ҳамкорлар билан ўзаро муносабатларда тўлов воситаси сифатида иштирок этади.

Корпорациянинг қиймати бир томондан унинг капитализацияси орқали аниқланади. Иккинчи томондан эса, муаммо кўтарилади: компания капитализацияси унинг фундаментал қийматини акс эттирадими? Яъни Модилияни-Миллернинг классик ёндашувига кўра, қиймат компаниянинг келгусидаги фойдасининг бугунги кунга келтирилган қийматига тенг. Агар ушбу авторларнинг мантикига амал қилинса, у ҳолда қанчалик узоқ муддатли бўлмасин, масала келгусидаги дивиденд тўловлари ҳақида кетиши керак. Бироқ, бугунда компаниянинг дивидендлари билан боғлиқ бўлмаган унинг қийматини оширишга қаратилган бир қатор усуллар мавжуд: опцион схемалари, бирлашиш/кўшиб олишлар орқали қиймати яратиш, спекуляция ва х.к

Қиймат муаммосининг назарий таҳлили жуда ҳам қийин ва ноаниқ. Кўплаб эмпирик тақдиротлар шуни кўрсатадики, ҳаттоки ривожланган давлатлардаги бухгалтерия ҳисоби таҳлили ҳам компанияни қийматини баҳолашда ноадекват ҳисобланади. 2001 йилдаги Энрон компаниясининг банкрот бўлиши кўплаб аудиторлик компанияларнинг обрусига путур етказди.

Молия бозорини тартибга солишдаги асосий вазифа унинг барча субъектлари фаолияти қондаларини шакллантириш ва унга риоя қилинишини таъминлаш ҳисобланади. Бу эса молиявий бозорнинг асосий макроиктисодий вазифаларини, яъни иқтисодиёт ривожланиши учун бўш турган ресурсларни жалб қилиш ва аҳоли жамғармалари учун даромадли ва ишончли молиявий инструментларни яратишга хизмат қилиши керак.

Ҳозирги пайтда республикамизда молия бозорини ривожлантириш борасидаги муаммолар мавжуд бўлган шароитда корпоратив тузилмалар ва молия бозори ўртасидаги муносабатларни такомиллаштириш мақсадида давлат томонидан қуйидаги мақсадларга эътибор қаратилиши мақсадга мувофиқ:

- молия бозори фаолиятини самарали ташкил этиш учун барча шароитларни яратиш, бозор механизмларини барқарор қўлланилишини таъминлаш;

- ривожланган бозор инфратузилмасини яратиш, фаолиятини таъминлаш ва такомиллаштириш;

– молия бозор инвесторлари ва бошқа иштирокчилари ҳуқуқлари ва манфаатларини ҳимоя қилиш, бозорнинг институционал субъектлари томонидан қоидабузарликларни олдини олиш;

– институционал субъектларнинг профессионал фаолиятини ривожланишини таъминлаш;

Давлат томонидан молия бозорини тартибга солишда қуйидагиларга эътибор қаратилади:

- бозорнинг институционал субъектлари фаолиятига мажбурий талаблар ўрнатиш ва унинг стандартларини ишлаб чиқиш;

- молия бозорида давлат рўйхатидан ўтказиш тадбирлари;

- институционал субъектлар фаолиятини лицензиялаш ва рухсат бериш масалаларини амалга ошириш;

- молиявий активлар ва инструментлар эгалари ҳуқуқларини ҳимоя қилиш тизимини яратиш, шунингдек, эмитентлар ва институционал субъектлар томонидан улар ҳуқуқларига риоя этишини назорат қилиш тизимини яратиш;

- молия бозорида ноқонуний ёки давлат талабларига жавоб бермайдиган тадбиркорлик фаолият билан шуғулланадиган фаолиятларни таъқиқлаш ва бекор қилиш.

Умуман, молия бозори институтлари орқали корпорацияларнинг маблағлар жалб қилиши уларнинг молиявий барқарорлиги ва тўловга лаёқатлилигини оширади, шунингдек, иқтисодий ўсиш учун молиявий асос бўлиб хизмат қилади.

6.2. Молия бозорида корпоратив қимматли қоғозлар курсини белгилаб берувчи омиллар

Молия бозорининг таркибий қисми ҳисобланган қимматли қоғозлар бозори бошқа бозор турларидан ўз товарлари хусусияти билан ажралиб туради. Чунки қимматли қоғоз – алоҳида махсус хусусиятга эга бўлган товар ҳисобланади. Қимматли қоғозлар бир вақтнинг ўзида мулкка эгалик қилиш ва даромад олиш титули сифатида хизмат қилади. Қимматли қоғозлар товар сифатида ўз номинал баҳосига эга бўлишига қарамадан, юқори бозор баҳоси бўйича сотилиши мумкин. Бу ҳолатни қимматли қоғозларнинг саноатга ёки бошқа соҳаларга жойлаштирилган капитал бир қисми эканлигидан келиб чиқади.

Агар қимматли қоғозга бозор талаби таклифдан юқори бўлса, ўз-ўзидан бозор қиймати номинал қийматидан юқори бўлади. Қимматли қоғоз бўйича бозор баҳосининг унинг номиналидан кескин даражада фарқ қилиши сохта капитал юзага келишига сабаб бўлади. Сохта капитал реал капиталнинг қоғоздаги акси ҳисобланади.

Сохта капитал баҳоси куйидаги икки омил орқали аниқланади:

1. Капиталга талаб ва таклиф ўртасидаги нисбат;
2. Эмиссия қилинган қимматли қоғоз бўйича капиталланган даромад миқдори.

Фонд бозорида реал амал қилувчи капитал (пул ва ссуда) бозори сифатида амал қилади. Макродаражада унинг ёрдамида миллий хўжалиқдаги иқтисодий жараёнлар ўз-ўзидан тартибга солинади. Бунга капитални инвестициялаш жараёнини келтириш мумкин. Мазкур жараён кам даромадли тармоқлардан юқори даромадли тармоқларга капитал ўтишини англатади. Натижада инвестицияланган капитал бўйича фойда миқдорини таққослаш юз беради. Капиталнинг бундай ҳаракат механизми кўпчиликка маълум. Яъни маълум бир товарга талаб ошса мос равишда уларнинг нархлари ва уларни ишлаб чиқаришдан фойда ҳам ошади. Янги технологиялар асосида фаолият кўрсатувчи тармоқда капитал кам самара билан ишловчи хўжалиқ тармоғидан йўналтирилади. Бунда қимматли қоғозлар мазкур механизмнинг ишлашини таъминловчи восита ҳисобланади. Улар ёрдамида компанияларда ва жисмоний шахсларда бўш капитал жамланади ва молиявий инструментлар олди-сотдиси орқали зарурий йўналишларга йўналтирилади. Натижада ижтимоий ишлаб чиқаришнинг оптимал тузилмаси шаклланади ва дефицитсиз иқтисодиёт амал қилишига замин яратилади. Мазкур ҳолатда ижтимоий ишлаб чиқариш тушунчаси ялпи талабга мос товар ва хизматлар етказиб беришни назарда тутлади.

Амалиётда инвесторлар томонидан қимматли қоғозларга талаб куйидаги омиллар таъсири остида шаклланади:

- даромадлилик – дивиденд, фоиз ва курс ўсиши каби шаклларда даромад келтириш имконияти;
- риск даражаси – маълум бир даражада молиявий йўқотишлар келтириш эҳтимоли;
- ликвидлилик – қимматли қоғозлар эвазига пул маблағлари олиш имконияти.

Инвестор ўз капитални жойлаштириш вариантлари (ўз маблағларини банк депозитига жойлаштириш, товар ёки кўчмас мулк сотиб олиш ва бошқалар)ни юқорида келтирилган омилларни ҳисобга олган ҳолда ўзаро таққослайди.

Бунда молиялаштириш жараёнида нарх шаклланиш омилларини шартли равишда учта гуруҳга ажратиш мумкин:

- объектив омиллар;
- спекулятив омиллар;
- субъектив омиллар.

Объектив омиллар молия бозорининг макро ва микродаражасида кўзга ташланади. Макроиктисодий омиллар таркибига қуйидагилар киради:

- мамлакат иктисодиётининг барқарорлиги ва ривожланиш истиқболлари;

- ялпи ички маҳсулот таркибида жамғарма ва истеъмол улушларининг ўзаро нисбати;

- давлат қарзи миқдори ва унинг ялпи ички маҳсулотдаги салмоғи;

- компаниялар зиммасига тушаётган солиқ юки ва ссуда фоиз ставкаси;

- мамлакатдаги инфляция даражаси;

- барқарор хорижий валюталарга нисбатан миллий валюта курси;

- фаолиятни ривожлантириш мақсадида корпоратив тузилмалар томонидан маблағ жалб қилиш учун эмиссион қимматли қоғозлардан фойдаланиш даражаси.

Корпоратив қимматли қоғозларни муомалага чиқариш ҳисобига жалб қилинадиган реал капиталдан фойдаланишга объектив микроиктисодий омиллар ҳам бевосита таъсир кўрсатади. Бундай омилларга асосий капитални янгилаш даражаси, компаниялар молиявий барқарорлиги ва тўловга лаёқатлилиги, даромадлилик даражаси, тармоқнинг истиқболлилиги ва бошқаларни киритиш мумкин.

Спекулятив (бозор) омиллари таркибига қуйидагиларни киритиш мумкин:

- қимматли қоғозлар савдосининг аниқ бир “дастур”га асосланганлиги;

- фонд бозоридида қисқа яқунловчи позиция ҳолати;

- корпоратив тузилмаларнинг ўз акцияларини сотиб олиши.

Спекулятив омилларнинг ҳар бирига тўхталиб ўтамиз. Қимматли қоғозлар бўйича аниқ дастурий савдо фьючерс шартномалари асосида акциялар курслари ўртасида фарқдан фойда олиш имкониятини белгилаб беради. Мазкур омил акцияларнинг биржа орқали савдосида кўшимча бекарорликка олиб келади. Дастурий савдо амалда бошқа барча омилларга ҳам таъсир кўрсатиши мумкин. Бундай ҳолат акциялар бозор баҳосининг улар ҳақиқий баҳосига нисбатан юқори даражада ошган вақтда биржа савдоларида юзага келади ва акцияга талабнинг пасайишига хизмат қилади. Воқеанинг бундай ривожланиши кутилмаганда биржа инкирозига олиб келади. Қисқа муддатли бундай позиция ўз муддатида сотилган акцияларнинг умумий миқдорини ўзида акс эттиради. Агар бу кўрсаткич юқори бўлиб кетган бўлса, бу ҳолат кўплаб инвесторлар бир вақтнинг ўзида акциялар курси пасайишига ўйнашидан келиб чиқишини аниқлатади. Бундай ҳолатнинг юзага келиши эмиссион қимматли қоғозларнинг биржа савдосида кўшимча бекарорликка сабаб бўлади. Корпоратив тузилмаларнинг ўз акцияларини сотиб олиши бошқа компаниялар билан бирлашиб кетиши мумкинлиги шароитида ўз молиявий ҳолатини яхшилашга интилиши ёки таъсисчиларнинг акциялар назорат пакети орқали ўз таъсир кўламини мустақамлашни хоҳлашига гувоҳлик беради. Ҳар қандай ҳолатда мазкур омил акциялар курсига ўз таъсирини кўрсатади.

Субъектив омиллар ҳам хилма-хилликка эга. Уларни шартли равишда қуйидагилар билан боглиқ ҳолда урта гуруҳга ажратиш мумкин:

- молия бозори фаолият кўрсатишининг техник жиҳатлари;
- корпоратив қимматли қоғозларни молиявий таҳлил қилиш методлари (фундаментал ва техник таҳлил);
- етакчи молиявий менежерлар (директорлар) ва компаниялар, фонд биржалари, йирик банклар ва қимматли қоғозлар бозорининг бошқа институционал иштирокчилари позициялари ва ёндашувлари.

Бундай ҳолатда, капитал қўйилмаларни молиялаштириш жараёнида эмиссион қимматли қоғозлар курс қиймати динамикасига, уларнинг даромадлилиги, хавфсизлиги ва ликвидлилигига таъсир этувчи ҳам объектив, ҳам субъектив омилларни ҳисобга олиш

лозим. Ҳаттоки иқтисодий ва корпоратив қимматли қоғозлар курси бўйича биржа операцияларини давлат томонидан тартибга солиш шароитида ҳам молия бозоридаги ҳолатни таҳлил қилиш ва баҳолаш учун муҳим кўрсаткичлардан фойдаланиш тавсия этилади.

6.3. Бизнесни ташкил этиш шакллари ва уларнинг молия бозорида операцияларни амалга ошириш имкониятларини ошириш масалалари

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

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

- АЖ фаолиятининг назорат қилувчи кўшимча давлат назорат органининг мавжудлиги¹⁰¹;

- ўз фаолияти ҳақида, шу жумладан муҳим фактлар ҳақида ахборотларнинг ошқор қилиш мажбурияти;

- акциядорларнинг умумий йиғилишлари, кузатув кенгаши йиғилишларини ўтказишга кўшимча харажатлар;

¹⁰¹ Қимматли қоғозлар бозорини мувофиқлаштириш ва ривожлантириш маркази қимматли қоғозлар бозорини тартибга солувчи ваколатли орган ҳисобланади.

- ахборотларнинг очиб берилишини таъминлаш, қимматли қоғозлар чиқариш ҳақида махсус ваколатли органга ҳисоботларни бериш;

- мажбурий аудит ўтказишзарурияти;

- штатда доим қимматлиқоғозлар бўйича корпоратив бошқарув бўйича мутахассисларнинг бўлиши ва ҳоқозо.

Шу билан бирга АЖ шундай ўзига хос ташкилий-ҳуқуқий шакли, у Ўзбекистоннинг амалдаги қонунчилиги доирасида қимматли қоғозларни чиқариш ҳисобига ишлаб чиқаришни кенгайтириш, модернизация ва реконструкция қилиш, техник ва технологик қайта жиҳозлаш учун молиявий ресурсларни жалб қилиш имконини беради. Бошқа ташкилий-ҳуқуқий шаклдаги корхоналар эса бундай имкониятга эга эмас (1-жадвал).

б. 1-жадвал

Бизнесни юритишнинг турли ташкилий-ҳуқуқий шаклдаги корхоналарни молиялаштириш манбалари¹⁰²

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

Изоҳ: (+; -) – мазкур манба ҳисобига молиялаштиришни амалга ошириш мумкин ёки мумкин эмас.

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

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

¹⁰² Муаллиф томонидан тузилган.

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

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

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

- компания инвестициявий жозибadorлигининг ошиши. Устав капитали компания кредиторлари учун зарар қопланишининг ўзига хос қафолати бўлиб хизмат қилади;

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

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

- киритилган капитал эвазига компанияда бошқаришда иштирок этиш ҳуқуқидан фойдаланиш;

- дивиденд кўринишда компаниядан даромад олиш ;

- компания томонидан берилган имтиёзлардан фойдаланиш;

- жамият тугатилаётганда мол-мулкнинг бир қисмига бўлган ҳуқуқдан фойдаланиш.

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

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

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

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

АЖни молиялаштиришнинг яна бир муҳим бир манбаси буюмимтиёзли акциялар бўлиб, улар қарз мажбуриятлари ва оддий акциялар белгиларини ўзида акс эттиради. Имтиёзли акцияларнинг АЖ устав капиталининг умумий ҳажмидаги улуши 20 %дан ошмаслиги лозим.¹⁰³

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

АЖни имтиёзли акциялар эвазига молиялаштиришнинг эмитент учун афзаликлари қуйидагилардан иборат:

1. *Мослашувчанлик.* Қонунчиликка кўра, имтиёзли акциялар бўйича дивидендлар тўлаш - компаниянинг сўзсиз мажбурияти

¹⁰³2014-йил 6-май ЎРҚ-370-сон "Акциядорлик жамиятлари ва акциядорларнинг ҳуқуқларини химоя қилиш тўғрисида"ги ЎзР Қонуни (янги таҳрирда).

эмас. Агар компания зарар кўраётган, банкротлик аломатлари сезилаётган бўлса, дивидендларни тўламаслик мумкин. Карз маблағларини жалб этишда эса фоизлар жамият молиявий ахволидан қатъий назар тўлаб борилиши керак.

2. *Ҳаракатларнинг муддатсизлиги.* Имтиёзли акцияларни сўндиришнинг охириги муддати йўқ. Капитал облигацияларни чиқариш ҳисобига жалб қилинса ёки банк кредити олинса, улар қайтаришлилик ёки сўндиришни талаб этади.

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

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

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

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

АЖни қимматли қоғозлар эмиссияси ҳисобига молиялаштириш тузилмасида муҳим ўринни облигациялар асосида жалб қилинадиган маблағлар эгаллайди. “Корпоратив облигациялар-бу махсус инвестициявий қиймат бўлиб, инвестор ва эмитент ўртасидаги қарз муносабатларини ифодалайди; фонд бозорида бутунлай копланмагунча эркин муомалада бўлади ҳамда ўзининг котировкасига эга; асосий инвестицион ҳоссаларга: ликвидлилик, ишончлилик ва даромадлиликка эга.”¹⁰⁴

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

АЖни бундай молиялаштиришнинг асосий афзалликлари шундан иборатки, мазкур ҳолда корхона қарз маблағларини жалб қилиш учун муҳим ва муҳим бўлмаган шартларни ўзи белгилайди. Бу авваламбор, кредит суммаси, муддати, сўндириш шартлари,

¹⁰⁴ Бутиков И. Акциядорлик жамиятин қимматли қоғозлар чиқариш ҳисобига молиялаштириш афзалликлари ва камчиликлари // Корхонани бошқариш. Т. 2012. -№10 (64). Б. 9.

фоиз ставкаси каби параметрлардир. Корхона банкдан кредит олганда шартларни банк кўяди. Банкдан узоқ муддатли кредитларни олиш анча мураккаб масала.

Бу банкнинг ресурс базасини чекланганлиги билан изоҳланади. Бундан ташқари кредитнинг баҳоси сезиларли даражада юкори бўлиши мумкин. Кредит учун фоиздан ташқари уни расмийлаштириш учун оралик расмий ва норасмий транзакцион харажатлар унинг баҳосини ошишига олиб келади. Облигациялар шу нуқтаи назардан арзон молиялаштириш манбаига айланади.

6.2-жавабвал¹⁰⁵

Корхонани ташқи молиялаштириш манбалари афзалликлари ва камчиликлари қиёсий таҳлили

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

¹⁰⁵Муаллиф томонидан тайёрланган.

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

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

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

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

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

Хулоса

Корпоратив тузилмалар ва молия бозори институтлари ўзаро фаолият уйғунлигини таъминлаш масалаларини ўрганиш натижа-сида қуйидаги хулосалар шакллантирилди:

Биринчидан, корпоратив тузилмалар (корпорациялар) мавжуд экан улар ўз фаолиятларини молия бозори институтлари билан бевосита боғлиқ ҳолда ташкил этадилар.

Иккинчидан, корпоратив тузилмалар (корпорациялар) молия бозорида эмитент, инвестор, молиявий воситачилар сифатида иштирок этиши мумкин.

Учинчидан, акциялар эркин котировкаси корпоратив тузилмаларнинг нуфузини белгиланишига хизмат қилади ва бу ўз навбатида капитал жалб қилиш нуктаи назаридан молия бозорида устунликка эришиши мумкин. Бунда акциялар бозор баҳоси белгиланиши энг муҳим жиҳатлардан ҳисобланади.

Тўртинчидан, корпоратив тузилмаларда топ-менежерлар фаолиятининг йўлга қўйилиши бўш пул маблағларини молия бозори орқали жойлаштириш натижасида инвестицион фаолиятни самарали этишга ҳам хизмат қилади.

Бешинчидан, мамлакатимизда муаммолигича колаётган ахборотлар шаффофлиги ва корпоратив бошқарувни юкори даражага кўтариш масаласининг ҳал қилиниши корпоратив тузилмалар ва молия бозори институтлари, хусусан фонд биржалари билан ҳамкорликнинг янги босқичга чиқишига хизмат қилади.

Фойдаланилган адабиётлар

1. Ўзбекистон Республикасининг “Акциядорлик жамиятлари ва акциядорлар ҳуқуқларини ҳимоя қилиш тўғрисида”ги 2014 йил 7 майдаги Қонуни.

2. Ўзбекистон Республикасининг “Қимматли қоғозлар бозори тўғрисида”ги 2015 йил 4 июндаги Қонуни.

3. Бутиков И. Акциядорлик жамиятин қимматли қоғозлар чиқариш ҳисобига молиялаштириш афзалликлари ва камчиликлари // Корхонани бошқариш. Т., 2012. №10 (64). Б. 9.

4. Michael C. Ehrhardt and Eugene F. Brigham. Financial Management: Theory and Practice, 13th edition.

5. Қимматли қоғозлар бозорини мувофиқлаштириш ва ривожлантириш маркази расмий сайти (www.csm.gov.uz).

VII боб. КОРПОРАТИВ МОЛИЯНИ БОШҚАРИШДА СОЛИҚ МУНОСАБАТЛАРИНИ САМАРАЛИ ТАШКИЛ ЭТИШ МАСАЛАЛАРИ

Молия тизимининг муҳим бўғини ҳисобланган корпоратив молиянинг самарали амал қилиши давлат бюджети даромадларининг белгиланган тартибда ўз вақтида ва тўлиқ шаклланишига хизмат қилиши, бунинг учун эса солиқ мажбуриятларини бажариш юзасидан корпоратив молияни бошқариш тизими фаолияти аниқ механизмлар асосида ташкил этилиши зарур. Мамлакатимизда барқарор иктисодий ўсишни таъминлаш мақсадида корпоратив тузилмалар фаолиятини молиявий қўллаб-қувватлашда солиқ механизмидан фойдаланишга алоҳида эътибор қаратилаётган бугунги кунда солиқлар бўйича берилаётган имтиёз ва енгилликлардан тўғри фойдаланиш ҳам корпоратив молияни бошқариш билан бевосита боғлиқ. Шунингдек, корпоратив молиявий муносабатларнинг бевосита ёки билвосита солиқ муносабатлари билан боғлиқлигидан келиб чиққан ҳолда солиқлар ва мажбурий ажратмалар бўйича мажбуриятларни ўз вақтида аниқлаш ва уларни сўзсиз бажариш орқали юзага келиши мумкин бўлган муаммоли ҳолатларнинг олдини олиш лозим.

Корпоратив молияни бошқаришда солиқ муносабатларини самарали ташкил этишда асосий йўналишлар сифатида солиқларни режалаштириш, солиқ рискларини бошқариш, ички солиқ назорати, солиқларни оптималлаштириш, солиқ маслаҳатидан фойдаланиш кабиларнинг амал қилиши корпоратив тузилмалар молиявий барқарорлигини таъминлаш билан бирга солиқ мажбуриятларининг белгиланган тартибда бажарилишига хизмат қилади. Бунда солиқ тўловчиларнинг солиқларни режалаштириш жараёнида солиқ қонунчилигидаги бўшлиқлардан, карама-қаршилиқлардан фойдаланиш орқали солиқ мажбуриятларини минималлаштиришга интилиши бошқа томондан солиқ қонунчилигининг такомиллашувиغا олиб келади. Келтирилаётган жиҳатлар корпоратив молияни бошқаришда солиқ муносабатларини самарали ташкил этишга доир тадқиқотлар олиб боришнинг долзарблиги ва заруратини ўзида акс эттиради.

7.1. Корпоратив молиявий муносабатлар ва солиққа тортиш амалиётининг ўзаро боғлиқлиги

Бозор иқтисодиёти шароитида молия тизимининг самарали ишлаши унинг ҳар бир бўғини самарали ишлаши билан бевосита боғлиқ. Бунда молия тизимининг асосий бўғини ҳисобланган корпоратив молияда молиявий муносабатларни самарали ташкил этиш нафақат ҳар бир корпоратив тузилмада, шу билан бирга ҳар бир мамлакатда алоҳида муҳим аҳамият касб этишини кўришимиз мумкин. Молия тизимининг айнан шу соҳасида иқтисодиётнинг турли тармоқларига тақсимланадиган даромадларнинг асосий қисми шаклланади ва бу даромадлар иқтисодий тараққиётнинг ҳамда жамият равнақининг асосий манбаси сифатида хизмат қилади. Бунда корпоратив тузилмалар даромадлари ўз-ўзини молиялаштириш учун, ишчи ходимлар ва давлат олдидаги мажбуриятлари ҳамда бошқа йўналишларга тақсимланади.

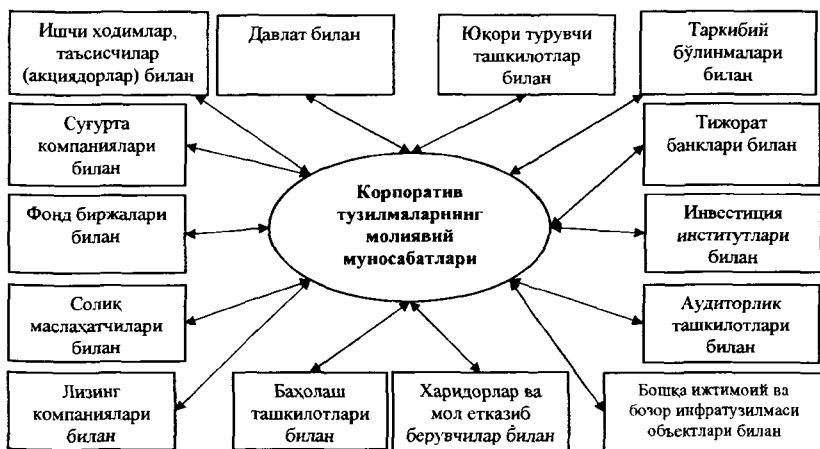
Юқоридагилардан келиб чиққан ҳолда корпоратив молиянинг молия тизими марказий бўғини сифатида юзага чиқишини кўришимиз мумкин ва корпоратив молиянинг амал қилишини самарали ташкил этиш жамият ижтимоий-иқтисодий тараққиётида доимий эътибор талаб қилишини таъкидлашимиз лозим. Корпоратив молия бугунги кунга келиб халқаро молия тизимининг асоси сифатида ҳам хизмат қилмоқда, десак муболаға бўлмайди. Айнан шундай ҳолатда мамлакатимизда корпоратив молияни самарали ташкил этиш мамлакатимиз иқтисодий тараққиётини юксалтириш билан бирга халқаро иқтисодий интеграциялашув жараёнининг юксалишига имкон беради. Чунки ташқи савдо муносабатларида айнан давлатлар билан бир қаторда корпоратив тузилмалар ҳам фаол иштирок этади.

Бозор иқтисодиёти шароитида ҳар бир тижорат ташкилотининг асосий мақсади молиявий-хўжалик фаолиятини самарали ташкил этиш орқали юқори фойда олиш ва мулкдорлар манфаатларини қаноатлантириш ҳамда моддий фаровонлигини ошириш ҳисобланади. Эркин бозор муносабатларида бозорнинг ҳар қандай субъекти сотувчи ва (ёки) харидор сифатида қатнашиши мумкин. Умуман бозор муносабатларини ривожлантириш корпоратив молиянинг жамиятдаги ролини кучайтиришни талаб қилади.

Ҳар қандай молиявий муносабатнинг моддий асоси пул ҳисобланади. Пул маблағларининг субъектлар ўртасидаги мақсадли ҳаракати молиявий муносабатнинг юзага келиш асосий шартидир. Корпоратив тузилма доирасида пул фондларини шакллантириш ва тақсимлаш, улардан фойдаланиш жараёнлари корпоратив молиянинг асоси сифатида хизмат қилади.

Шу ўринда таъкидлашимиз лозимки, корпоратив тузилма бу тадбиркорлик фаолияти билан шуғулланувчи юридик шахсдир. Юридик шахс тушунчаси эса “ўз мулкида, хўжалик юритишида ёки оператив бошқарувида алоҳида мол-мулкка эга бўлган ҳамда ўз мажбуриятлари юзасидан ушбу мол-мулк билан жавоб берадиган, ўз номидан мулкӣ ёки шахсий номулкӣ ҳуқуқларга эга бўла оладиган ва уларни амалга ошира оладиган, мажбуриятларни бажара оладиган, судда даъвогар ва жавобгар бўла оладиган ташкилот”¹⁰⁶ ни англатади.

Бозор иқтисодиёти шароитида корпоратив тузилмалар қуйидаги субъектлар билан молиявий муносабатларга киришади (7.1-расм).



7.1-расм. Корпоратив тузилмалар молиявий муносабатларга киришадиган субъектлар¹⁰⁷

¹⁰⁶ Ўзбекистон Республикаси Фуқаролик кодекси, 39-модда.

¹⁰⁷ Муаллиф томонидан тузилган.

Корпоратив тузилмалар ўз фаолияти давомида ишчи ходимлар, таъсисчилар (акциядорлар), давлат, юқори турувчи ташкилотлар, таркибий бўлинмалар, тижорат банклари, инвестиция институтлари, аудиторлик ташкилотлари, харидорлар ва мол етказиб берувчилар, баҳолаш ташкилотлари, лизинг компаниялари, солиқ маслаҳатчилари, фонд биржалари, суғурта компаниялари ҳамда бошқа ижтимоий ва бозор инфратузилмаси субъектлари билан молиявий муносабатларга киришади. Бунда ҳар бир молиявий муносабат бевосита ёки билвосита солиқ муносабатлари юзага келишига сабаб бўлади. Келтирилган корпоратив тузилмалар муносабатларга киришадиган субъектлар таркибида давлат билан молиявий муносабатлар алоҳида аҳамият касб этади. Давлатнинг корпоратив тузилмалар билан молиявий муносабатлари кўп томонламалиги билан ажралиб туради. Бундай муносабатлар таркибини қуйида келтириб ўтамыз (7.2-расм).



7.2-расм. Давлатнинг корпоратив тузилмалар билан молиявий муносабатлари¹⁰⁸

Юқоридаги 7.2-расм маълумотлари асосида давлатнинг корпоратив тузилма билан молиявий муносабатлари бевосита давлат рўйхатидан ўтказиш ва фаолиятга руҳсат бериш, фаолиятни

¹⁰⁸ Муаллиф томонидан тузилган.

тартибга солиш, давлат бюджети даромадларини шакллантириш, давлат улушини киритиш ёки хусусийлаштириш мақсадида сотиш, корпоратив бошқарувда бевосита иштирок этиш, давлат таълим муассасаларида корпоратив тузилмалар фаолияти учун кадрлар тайёрлаш, иш ўринлари яратиш орқали аҳоли бандлигини ва даромадлилигини таъминлаш, молиявий назорат қилиб бориш, субсидиялар ёки давлат кредитлари ажратиш, турли имтиёз ва преференциялар (хусусан, солиқ имтиёзлари) бериш, йирик лойиҳаларни ҳамкорликда амалга ошириш, истеъмолчи сифатида давлат харидини амалга ошириш, давлат қимматли қоғозларини корпоратив тузилмалар ўртасида жойлаштириш каби ҳолатларда намоён бўлишини кўришимиз мумкин.

Бизга маълумки, миллий амалиётда корпоратив тузилмаларнинг, айниқса акциядорлик жамиятларининг *юқори турувчи ташкилотлар* (хўжалик бирлашмалари, холдинглар, компаниялар, уюшмалар, концернлар ва ҳокозо) билан бевосита боғлиқ ҳолда фаолият кўрсатиши кенг қўлланилади. Бунда холдинглар акциядорлик жамиятлари акцияларининг назорат пакетига бевосита эгаллик қилади ва натижада молиявий қарорлар қабул қилиш бевосита холдинг қарори асосида ташкил этилади. Мазкур амалиётда ҳам давлатнинг фаол иштироки кузатилади, чунки мамлакатимиздаги миллий холдинглар маъмурий холдинг ҳисобланади. Маъмурий холдинглар амалиёти давлатнинг акциялар пакетига эгаллик қилишига асосланади.

Корпоратив тузилма томонидан амалга оширилган ҳар бир молиявий операция бевосита ёки билвосита солиқлар ёки мажбурий ажратмалар бўйича муносабатлар юзага келишига сабаб бўлади. Шундан келиб чиққан ҳолда қуйида аввало солиқларнинг иқтисодий моҳияти, мамлакатимизда амал қилаётган солиқлар ва мажбурий ажратмалар турлари хусусида қисқача тўхталиб ўтамиз.

Бозор иқтисодиёти шароитида солиқлар давлатнинг иқтисодиётга аралашувининг асосий воситаси сифатида кўзга ташланади. Шунингдек, солиқлар орқали давлат бюджети даромадлари шаклланади ва натижада ишлаб чиқариш базаларини янгилашга, ижтимоий харажатларини қоплашга йўналтирилади. Умуман «Солиқлар ва бошқа мажбурий тўловлар қонун билан белгиланган, давлат пул жамғармаларига (бюджет ва б.) тушадиган, солиқ

тўловчилар билан давлат ўртасидаги мажбурий тўловни ифода-ловчи пул муносабатларидир»¹⁰⁹.

Бизга маълумки, Республикамиз Конституциясига асосан “Ўзбекистон Республикаси ҳудудида ягона солиқ тизими амал қилади. Солиқлар жорий қилишга фақат Ўзбекистон Республикасининг Олий Мажлиси ҳақли”¹¹⁰. Шунингдек, Ўзбекистон Республикаси Солиқ кодекси “солиқлар ва бошқа мажбурий тўловларни белгилаш, жорий этиш, ҳисоблаб чиқариш ҳамда Ўзбекистон Республикасининг Давлат бюджетига (бундан буён матнда бюджет деб юритилади) ва давлат мақсадли жамғармаларига тўлаш билан боғлиқ муносабатларни, шунингдек, солиқ мажбуриятларини ба-жариш билан боғлиқ муносабатларни тартибга солиди”¹¹¹.

Ўзбекистон Республикаси ҳудудида амал қилаётган солиқлар ва мажбурий ажратмалар Солиқ кодексининг 23-моддасида ўз аксини топган. Унга кўра ҳозирги кунда қуйидаги солиқлар умум-белгиланган тартибда давлат бюджетига ундирилиб келинмоқда¹¹²:

- юридик шахслардан олинадиган фойда солиғи;
- жисмоний шахслардан олинадиган даромад солиғи;
- қўшилган қиймат солиғи;
- акциз солиғи;
- ер каъридан фойдаланувчилар учун солиқлар ва махсус тўловлар;
- сув ресурсларидан фойдаланганлик учун солиқ;
- мол-мулк солиғи;
- ер солиғи;
- ободонлаштириш ва ижтимоий инфратузилмани ривожлантириш солиғи;
- транспорт воситаларига бензин, дизель ёқилгиси ва газ ишлатганлик учун олинадиган солиқ.

Мамлакатимизда амал қилаётган бошқа мажбурий тўловларга қуйидагилар киради:

- ягона ижтимоий тўлов;
- фуқароларнинг бюджетдан ташқари Пенсия жамғармасига суғурта бадаллари;

¹⁰⁹ Яхёев Қ.А. Солиққа тортишнинг назарий асослари ҳақида айрим мулоҳазалар // Молия Т., 2009. №2. Б. 53-55.

¹¹⁰ Ўзбекистон Республикасининг Конституцияси 123-модда. www.lex.uz

¹¹¹ Ўзбекистон Республикасининг Солиқ кодекси 1-модда. www.lex.uz

¹¹² Ўзбекистон Республикасининг Солиқ кодекси. 23-модда. www.lex.uz

- бюджетдан ташқари Пенсия жамғармасига мажбурий ажратмалар;

- Республика йўл жамғармасига мажбурий ажратмалар;

- Республика йўл жамғармасига йиғимлар;

- бюджетдан ташқари Умумтаълим мактаблари, касб-хунар коллежлари, академик лицейлар ва тиббиёт муассасаларини реконструкция қилиш, мукаммал таъмирлаш ва жиҳозлаш жамғармасига мажбурий ажратмалар;

- давлат божи;

- божхона тўловлари;

- айрим турдаги товарлар билан чакана савдо қилиш ва айрим турдаги хизматларни кўрсатиш ҳукуки учун йиғим.

Шунингдек, белгиланган ҳолларда ва тартибда солиқ солишининг соддалаштирилган тартибида тўланадиган куйидаги солиқлар қўлланилиши мумкин:

- ягона солиқ тўлови;

- ягона ер солиғи;

- тадбиркорлик фаолиятининг айрим турлари бўйича қатъий белгиланган солиқ.

Биламизки, республикамызда амал қилиб келаётган солиқлар тегишли бюджетларга келиб тушишидан келиб чиққан ҳолда умумдавлат ва маҳаллий солиқлар ҳамда мажбурий тўловларга бўлинади. Лекин шуни ҳам алоҳида қайд этиб ўтиш лозимки, республика бюджетига ундириладиган солиқлар давлат бюджети параметрларига асосан маҳаллий бюджетларга бириктирилиши ҳам мумкин.

Корпоратив молиявий муносабатлар ва солиққа тортиш амалиётининг ўзаро боғлиқлиги хусусида сўз юритганда корпоратив тузилма томонидан амалга ошириладиган ҳар бир молиявий операция маълум даражада солиқ муносабатларининг юзага келишига олиб келишини алоҳида таъкидлашимиз лозим бўлади.

Корпоратив тузилмалар молиявий-хўжалик фаолиятининг асосий йўналишларидан келиб чиққан ҳолда корпоратив молиявий муносабатларнинг солиққа тортиш амалиёти билан ўзаро боғлиқлиги хусусида куйида атрофлича тўхталиб ўтамиз.

Аввало корпоратив тузилма томонидан молиявий ресурс (капитал) жалб қилиш бўйича муносабатлар ташкил этилганда капитал баҳосига солиқлар таъсир кўрсатишини таъкидлашимиз лозим.

Ўзбекистон Республикасининг янги тахрирдаги “Акциядорлик жамиятлари ва акциядорларнинг ҳуқуқларини ҳимоя қилиш тўғрисида” ва “Қимматли қоғозлар бозори тўғрисида”ги Қонунарига асосан акциядорлик жамиятлари ўз фаолиятларини молиялаштириш учун эмиссиявий қимматли қоғозлар ҳисобланган оддий ва имтиёзли акциялар, шунингдек, корпоратив облигациялар муомалага чиқаришлари мумкин. Бунда “Эмиссиявий қимматли қоғозларнинг дастлабки чиқарилишини давлат рўйхатидан ўтказишда эмитент мазкур чиқарилишдаги эмиссиявий қимматли қоғозлар номинал қийматининг 0,01 фоизи миқдоридан республика бюджетига йиғим тўлайди. Илгари рўйхатдан ўтказилган чиқарилишдаги эмиссиявий қимматли қоғозларнинг номинал қиймати оширилган тақдирда, эмитент мазкур чиқарилишдаги эмиссиявий қимматли қоғозлар номинал қиймати ошган суммасининг 0,01 фоизи миқдоридан республика бюджетига йиғим тўлайди”¹¹³. Натижада давлат билан молиявий муносабат юзага келади. Ўз навбатида капитал баҳосини аниқлашда талаб қилинадиган харажатлар таркибида эмиссиявий қимматли қоғозларни рўйхатга олиш бўйича республика бюджетига тўланадиган йиғим ҳам ҳисобга олиниши, лекин бу харажат умумий харажатлар таркибида катта улушга эга эмаслигини таъкидлашимиз лозим.

Капитал жалб қилиш ва солиққа тортиш амалиётининг ўзаро боғлиқлиги қарз капитали бўйича капитал баҳосини аниқлашда яққол кўзга ташланади. Чунки қарз капитали баҳоси солиқни ҳисобга олмасдан ҳамда солиқни ҳисобга олган ҳолда якуний баҳо сифатида ҳисоблаб чиқилади.

“Қарз капитали бўйича капитал баҳоси одатда қуйидаги учта омил орқали аниқланади:

- амалдаги фоиз ставка;
- банкрот бўлиш (дефольт) эҳтимоли;
- фоизлар бўйича солиқ самараси”¹¹⁴.

Лекин капитал баҳосини аниқлашда капитал жалб қилиш бўйича амалга ошириладиган барча харажатларнинг инobatта олинишидан келиб чиққан ҳолда ҳисобга олиниши лозим бўлган омилларни янада кенгайтиришимиз мумкин.

¹¹³ Ўзбекистон Республикаси “Қимматли қоғозлар бозори тўғрисида”ги Қонуни, 10-модда.

¹¹⁴ Glen Arnold. Corporate financial management. – 5th ed. Pearson Education Limited, 2013. – P. 702. (1107)

Бевосита фоизлар бўйича солиқ самараси ҳақида сўз кетганда халқаро амалиётда фоизлар бўйича харажатларнинг фойда солиғи базасидан чегирилиши натижасида солиқ бўйича енгиллик юзага келиши билан боғлиқ ҳолат назарда тутилади. Ўзбекистон Республикаси Солиқ кодексининг 141-моддаси, 145-модда 41-бандига асосан кредитлар (заёмлар) бўйича фоизлар, 46-бандига асосан солиқ тўловчи томонидан чиқарилган облигациялар ва бошқа қарз қимматли қоғозлари бўйича фоизлар тарзидаги харажатлар фойда солиғи базасидан чегирилади.

Умумий ҳолатда ҳар қандай қарз маблағининг муҳим хусусиятларидан бири сифатида қарз маблағлари бўйича тўланадиган фоиз тўловларининг фойда солиғи бўйича солиққа тортиладиган базадан чегирилишини келтириш мумкин. Шундай қилиб, қарз капиталининг якуний баҳоси тўланадиган фойда солиғи таъсирини ҳисобга олган ҳолда қуйидагича аниқланади:

$$K_D = R \times (1 - T) \quad (7.1)$$

бу ерда, K_D – қарз капитали баҳоси;

R – қарз капиталининг солиқни ҳисобга олмаган ҳолдаги баҳоси;

T – фойда солиғи ставкаси, коэффициентда.

Инвестиция фаолиятини амалга ошириш жараёнида юзага келиши мумкин бўлган солиқ муносабатларини ҳисобга олиш мақсадга мувофиқ ҳисобланади. Инвестицион фаолиятни, умуман молиявий-хўжалик фаолиятини амалга ошириш давомида солиқ мажбуриятлари ортиб боради. Чунки бевосита таннарх шаклланишидан тортиб (ягона ижтимоий тўлов назарда тутилмоқда) соф фойда шакллангунга қадар ҳамда фойдани тақсимлаш вақтида солиқлар ва мажбурий ажратмалар давлат бюджетига ва бюджетдан ташқари фондларга тўлаб борилади.

Умуман, корпоратив тузилмаларда молиявий натижалар шаклланиши нуқтаи назаридан корпоратив тузилма ва давлат ўртасида солиқ муносабатлари келтирилган. Бунда таннарх таркибига киритиладиган ягона ижтимоий тўловни ҳам алоҳида тартибда кўрсатиш мақсадга мувофиқ эди. Шунингдек, корпоратив тузилмаларда солиқ агенти сифатида тўлов манбаида ушлаб қолиш орқали тегишли бюджетларга ўтказиб берадиган жисмоний шахслар даромад солиғи, дивиденд ва фоизларга солиқлар бўйича ҳам давлат билан солиқ муносабатлари амалга оширилишини таъкидлашимиз лозим.

7.2. Корпоратив молияни бошқаришда солиқ менежментининг ташкилий хусусиятлари

Бозор иқтисодиёти шароитида солиқларни бошқариш молиявий бошқарувнинг бир қисми сифатида кўзга ташланади. Бунда давлат ҳамда солиқ тўловчилар солиқлар билан боғлиқ муносабатларни бошқаришдаги асосий субъектлар ҳисобланади, яъни солиқларнинг амал қилишида давлатдан бошқа манфаатдор томонлар ҳам мавжудлиги намоён бўлади. Яъни, давлат солиқларнинг амал қилишини бошқариб боришига параллел равишда солиқ тўловчилар томонидан солиқларни имкон қадар камроқ тўлашга бўлган интилиш ҳам манфаатдорлик нуқтаи назаридан кучайиб боради. Бунда солиқлар иккинчи томон – солиқ тўловчилар томонидан ҳам бошқарилиб борилиши юзага келади ва амалиётда солиқ тўловчилар нуқтаи назаридан солиқ мажбуриятларини бошқариш сифатида баҳоланади.

Солиқ тўловчиларнинг солиқларни бошқариш орқали солиқларни камайтиришга қаратилган чора-тадбирлари билан бир вақтда давлат солиқлардан қонуний қочиш ҳолатларини бартараф этишга, капиталларнинг кўчишига қарши курашга, корпоратив тузилмаларнинг бошқа давлатларда олган фойдаларини ҳам солиққа тортиш бўйича чора-тадбирларни белгилашга интилади. Умуман солиқларни ундириш жараёнини бошқариш ва солиқ мажбуриятларини бошқариш қисқача солиқ менежменти, деб юритилади.

Солиқ менежменти давлат ва корпоратив тузилмалар миқёсида ҳам ўхшаш, ҳам бир-бирига қарама-қарши тушунчалар сифатида намоён бўлишини кўришимиз мумкин. Яъни, давлат томонидан солиқларни бошқариш солиқ тизимини тартибга солиш ҳамда солиқларни белгиланган муддатларда ва тўлиқ тегишли бюджетларга тушишини таъминлашга қаратилса, солиқ тўловчилар бунга қарама-қарши равишда солиқ мажбуриятларини бошқариш орқали солиқларни имкон қадар кечроқ ҳамда камроқ тўлашга интиладилар. Бу ҳолатга бозор иқтисодиёти қонунияти сифатида ёндашишимиз лозим.

Солиқлар корпоратив тузилмалар пул оқимларида салмоқли улушга эга ҳисобланади. Солиқларнинг хўжалик субъектлари молиявий ҳолатига таъсирини ҳисобга олган ҳолда қабул қилинган қарорлар бизнес тақдирини белгилаб бериш билан бирга унинг ўсиш ва ривожланиш имкониятларини ҳам белгилаб беради. Со-

ликлар ва мажбурий ажратмалар бўйича давлат бюджети билан ҳисоб-китоблардаги ҳар қандай хато ёки камчилик корпоратив тузилма учун қўшимча молиявий мажбуриятларни юзага келтириши ва жиддий молиявий йўқотишларга олиб келиши мумкин.

Корпоратив тузилмалар томонидан солиқлар бўйича жиддий хатолар ёки солиқ ҳуқуқбузарликларига йўл қўйилишининг олдини олиш, солиқлар бўйича мажбуриятларни қонуний йўллар ва усуллардан фойдаланган ҳолда максимал даражада камайтиришни йўлга қўйиш молиявий барқарорлик ва корпоратив молиявий хавфсизликни таъминлашда муҳим аҳамият касб этади.

Бунга эришиш учун корпоратив тузилма ўз фаолиятини юритиш давомида солиққа тортиш жараёни билан бевосита боғлиқ ҳамда объектив зарурият бўлган солиқ мажбуриятларини бошқаришни самарали ташкил этиши лозим бўлади.

Кўплаб ривожланган мамлакатлар компаниялари фаолиятида солиқ менежери ўз вазифаларидан келиб чиққан ҳолда солиқларни режалаштириш ва оптималлаштириш билан шуғулланишини кўришимиз мумкин. Натижада компаниялар раҳбарияти томонидан қарорлар қабул қилишда солиқ менежерларининг солиқ тўловларини амалга ошириш борасидаги қарорларига алоҳида эътибор қаратилади ва йил якунида бу қарорларнинг самарадорлиги баҳоланади.

Солиқларни бошқариш жараёнида давлат солиқ менежментига нисбатан корпоратив миқёсдаги солиқларни бошқариш тобелик, бўйсунувчанлик характериغا эга. Чунки корпоратив тузилмалар солиқ тўловчилар сифатида давлат томонидан ўрнатилган солиқ қонунчилиги доирасида ўзларининг солиқ мажбуриятларини бошқариб боради.

Корпоратив тузилманинг молиявий-хўжалик фаолияти давомида бюджет билан солиқлар бўйича ҳисоб-китобларда хатоларга йўл қўйиш корхона учун жиддий молиявий йўқотишларга айланиши ҳақида юқорида ҳам таъкидлаб ўтдик. Ўзбекистондаги ҳақиқий ҳолат тадбиркорлик фаолиятини солиққа тортишнинг ва солиқ қонунчилигининг ўзгарувчанлиги ва шу каби бошқа ҳолатлардан келиб чиққан ҳолда корхоналарда солиқ мажбуриятларини бошқариш кенг миқёсда йўлга қўйилмаган. Бугунги кунда бизнес фаолиятининг бориши давомида баъзи бир шартномаларнинг қанча фойда келтириши ва бу бўйича қанча солиқ тўланиши талаб қилинишини ҳисобга олмаганда корхоналар миқёсида солиқларни бошқариш деярли кўзга ташланмайди. Солиққа

тортиш, солиқ ҳисоби ва солиқларни бошқариш муаммоларини хусусиятлари бўйича таққослаганда бундай муаммолар билан биргалликда ишлаб чиқариш ёки хоҳлаган тадбиркорлик фаолияти соҳаси билан бевосита боғлиқ бўлган муаммолар ҳам мавжуд. Солиқ тўловлари корхонанинг барча ишлаб чиқариш ва хўжалик фаолиятини камраб олиб, нарх шаклланишидаги барча элементларга, ишлаб чиқариш самарадорлигига таъсир кўрсатади, шунингдек, бизнес қарорларини қабул қилиш бўйича муҳим омилларга ҳам ўз таъсирини кўрсатади. Юқоридагилардан келиб чиққан ҳолда куйида давлат солиқ менежменти ва корпоратив солиқ менежментининг ташкилий хусусиятларини келтириб ўтамиз (7.3-расм).

Солиқлар ҳақиқатда корпоратив тузилманинг молиявий қарорлар қабул қилишига жиддий таъсир қилмаслиги лозим. Амалиётда солиқлар иқтисодий тартибга солишнинг муҳим воситаси сифатида кўринади. Стратегик қарорлар соҳасида, баъзан эса компания фаолиятида ҳам тактик алмаштиришлар зарур бўлиб қолади. Жиддий қарорлар ҳеч қачон солиқларни ҳисобга олмасдан қабул қилинмайди. Корхонада доимий равишда асосий функцияси мазкур корхона фаолиятини солиқ нуқтаи назаридан кузатиш ва таҳлил қилиш бўлган ички ва ташқи мутахассислар бўлиши лозим. Агар солиқлар корпоратив тузилма молиявий стратегиясида эътиборга олинмаса, кимдир уларни ўз вақтида ва тўғри ҳисоблаши, шунингдек, уларни оптималлаштириш бўйича чоратадбирлар қабул қилиши керак. Солиқ тўловчиларда «солиқларни тўламаслик мумкин эмас экан, унда мумкин қадар камроқ тўлаш керак» деган ёндашувни шакллантириш барча хўжалик субъектларининг ўз солиқ мажбуриятларини таъқиқланмаган қонуний усуллар ёрдамида камайтиришини бозор иқтисодиёти талаб этади ва бу уларнинг ҳуқуқи сифатида асосланади.

Корхоналарда солиқларни бошқариш корпоратив молияни бошқаришнинг муҳим таркибий қисми сифатида ҳамда амалиётга молиявий-хўжалик фаолиятининг муҳим бўғини сифатида кириб бориши керак. Хўжалик юритувчи субъектларда солиқ мажбуриятларини, умуман солиқларни бошқариш бўйича мутахассислар (солиқ менежери, солиқ маслаҳатчиси) энг аҳамиятли фигура сифатида юзага чиқиши мақсадга мувофиқ.



- давлатнинг бевосита функцияларидан бири ва унинг иқтисодий сисъатининг муҳим элементи ҳисобланади,
- давлатнинг солиқлар амал қилиши бўйича умумий принциплари, методологик қондаларини ишлаб чиқиш орқали солиқ муносабатларини тартибга солиб боради,
- солиқ тизимини тартибга солиб туради ва шу орқали давлат жамиятдаги бошқа кўлаб ўзаро боғлиқ соҳаларни молиявий жиҳатдан таъминлайди,
- макроиқтисодий ривожланиш прогнозидан келиб чиққан ҳолда солиқларни прогнозлаш амалга оширилади.

- солиқларнинг қорхона пул оқимларида салмоқли улушга эгаллиги ва молиявий натижага таъсири сабабли бозор иқтисодийёти талаби ҳисобланади,
- амалдаги қонунчиликдан ва қонунчиликдаги ўзгаришлар прогнозидан келиб чиққан ҳолда солиқларни режалаштириш амалга оширилади,
- корпоратив молияни бошқаришнинг таржибый қисми сифатида солиқ мажбуриятлари бошқариб борилади,
- солиқ мажбуриятлари бажарилши бўйича ҳаго ва ҳуқуқбузарликларни, шунингдек солиқ рискларини қамайтириш ва баргараф этишга ҳизмат қилади,
- қонунчилик доирасида ташкил этилишидан келиб чиққан ҳолда давлат солиқ менежментига нисбатан чекланган доирада амал қилади.

7.3-расм. Давлат солиқ менежменти ва корпоратив солиқ менежменти ташкилий хусусиятлари¹¹⁵

¹¹⁵Муаллиф томонидан тузилган

Юқоридагилар асосида таъкидлаш мумкинки, корпоратив тузилманинг давлат билан молиявий ва солиқ муносабатларини бошқариш, солиқлар ва мажбурий ажратмаларни тўлаш бўйича мажбуриятларини бажариш жараёнида юзага келадиган муаммоларни ҳал қилишда корпоратив молияни бошқариш тизимининг муҳим қисми ҳисобланган корпоратив солиқ менежментини ривожлантириш талаб этилади.

Корпоратив солиқ менежменти бу – қонунчилик доирасида корпоратив тузилма миқёсида солиқлар бўйича пул оқимлари ҳаракатини самарали бошқариш орқали солиқ мажбуриятларини минималлаштириш, тартибга солиш, солиқ хатоларининг олдини олиш, солиқ тўлашнинг қулай вазиятларини танлашга қаратилган корпоратив молияни бошқариш тизимининг муҳим бўғинидир.

Корпоратив солиқ менежментини кенг маънода корпоратив тузилма молиявий-хўжалик фаолиятини ташкил этиш ва давом эттириш жараёнида юзага келиши мумкин бўлган солиқлар билан боғлиқ ҳар қандай муносабатни самарали ташкил этишга қаратилган молиявий бошқарув соҳаси сифатида кўришимиз мумкин.

Тор маънода эса солиқлар ва мажбурий ажратмаларни оптимал даражада тўлашни ташкил этиш учун зарур шарт-шароит яратиш ва уни амалга ошириш сифатида баҳоланади.

Корпоратив тузилмада солиқлар бўйича пул оқимларини бошқаришни ташкил этиш учун молиявий менежментнинг ташкилий структурасидан фойдаланилади. Яъни, бу жараёнда молиявий режалаштириш, молиявий рискларни бошқариш, ички молиявий назоратни йўлга қўйиш, молиявий таҳлил ўтказиш, ҳамкорлар билан молиявий муносабатларни ташкил этиш ва ҳокозоларда корпоратив солиқ менежменти ташкилий йўналишлари ҳисобланган солиқларни режалаштириш, солиқ рискларини бошқариш, ички солиқ назоратини йўлга қўйиш, солиқларни таҳлил қилиб бориш, шартномавий муносабатларда солиқларнинг амал қилиш доирасини ҳисобга олиш кабиларда эътибор қаратилиши лозимлигини алоҳида таъкидлаб ўтамиз.

Корпоратив тузилмалар миқёсида солиқларни бошқариш ва давлат томонидан солиқларни бошқаришнинг ўзаро боғлиқ соҳалари сифатида солиқларни прогнозлаш (давлат миқёсида) ёки режалаштириш (корхона миқёсида), солиқларни тартибга солиш ва солиқ назорати келтириб ўтилади. Бунда солиқларни режалаштириш молиявий режалаштиришнинг муҳим таркибий қисмларидан

бири сифатида қаралади. Солиқларни тартибга солиш эса корпоратив миқёсда солиқ қонунчилигига катъий риоя қилиш орқали солиқ ҳуқуқбузарликларига йўл қўйилишининг олдини олишда намоён бўлади. Корпоратив солиқ назорати солиқлар ва мажбурий ажратмалар бўйича ҳисоб-китобларнинг ишончилигини таъминлашда муҳим аҳамият касб этади.

Корпоратив тузилмаларда солиқлар бўйича пул оқимларини бошқаришнинг зарурлиги корхона зиммасига тушаётган солиқ юки билан бевосита боғлиқдир. Чунки, солиқ юки даражаси юқори даражада бўладиган бўлса, корхонада тўла қувватли солиқ менежментини ташкил этиш мақсадга мувофиқ ҳисобланади. Солиқ юки юқори бўлганда солиқлар бўйича пул оқимларини бошқаришни ташкил этиш бўйича хўжалик субъекти харажатлари самарали бўлади, солиқ бўйича қабул қилинган бошқарув қарорлари юқори баҳоланади.

Солиқлар бўйича пул оқимларини бошқариш корпоратив молияни бошқаришнинг таркибий қисми сифатида йўлга қўйилиши билан бирга бозор инфраструктураси таркибида солиқ тўловчилар билан шартномалар асосида солиққа тортиш соҳасида хизмат кўрсатувчи солиқ маслаҳатчилари ташкилотларини ривожлантириш йўли билан ҳам ривожланиши мумкин. Чунки, солиқларни корпоратив миқёсда бошқариш бозор иқтисодиёти шароитида солиқ маслаҳатчилари ташкилотининг фаолият соҳаси ҳисобланади.

Корпоратив солиқ менежментидан мақсад солиқ мажбуриятларини бажариш, солиқ тўловларини қонун доирасида камайтириш орқали фойдани максималлаштиришга қаратилади.

Корпоратив солиқ менежментида қуйидагиларга эътибор қаратиш лозим, деб ҳисоблаймиз:

- солиқ мажбуриятларини бошқариш;
- солиқларни режалаштириш;
- солиқ рискларини бошқариш;
- ички солиқ назоратини ташкил этиш;
- солиқларни оптималлаштириш.

Солиқларни режалаштириш ташкилотнинг умумий мақсадидан келиб чиққан ҳолда фақатгина солиқ тўловларини камайтиришга йўналтирилмайди. Бунда солиқ тўловларини камайтиришга қаратилган чора-тадбирлар солиқларни режалаштиришнинг бир

кисми сифатида эътиборга олинади. Бу ҳақда қуйидаги параграфларда батафсил тўхталамиз.

Солиқ рискларини бошқариш солиқлар бўйича пул оқимларини бошқаришнинг амал қилиш жараёнида йўл қўйилиши мумкин бўлган хатоликларни камайтиришга қаратилади.

Солиқ мажбуриятларини бошқариш солиқлар ва мажбурий ажратмалар амал қилиши бўйича мажбуриятларни белгиланган тартибда бажаришни назарда тутати ва бу вазифа давлат бюджети даромадларининг ўз вақтида шаклланишига хизмат қилади.

Ички солиқ назорати солиқлар бўйича ҳуқуқбузарликларнинг олдини олиш ва солиқ хатоларини солиқ органлари томонидан текширув ўтказилгунга қадар бартараф этиш мақсадида ташкил этилади.

Солиқларни оптималлаштириш эса турли хил схемалар ишлаб чиқиш орқали солиқ тўловларини қонун доирасида камайтириш йўллари ишлаб чиқиш ва улардан фойдаланиш орқали солиқлар бўйича харажатларни қисқартиришни назарда тутати.

Корпоратив солиқ менежментини самарали ташкил этишда бухгалтерия ҳисобининг алоҳида таркибий қисми сифатида солиқ ҳисобини юритиш ҳам муҳим аҳамият касб этади, деб ўйлаймиз. Чунки солиқ ҳисобини алоҳида ташкил этиш солиқ мажбуриятларини бошқаришни белгиланган тартибда ташкил этишда, солиқларни оптималлаштиришда ходимларнинг ихтисослашувини юзага келтиради, барча хўжалик юритувчи субъектларда солиқлар ва тўловларни ўз вақтида ва тўғри ҳисобга олиш, солиқ имтиёзларини қўллаш ҳамда солиқлар ва тўловларнинг белгиланган муддатларда бюджетга ўтказиб борилиши таъминланади. Умуман, корхоналарда солиқ ҳисобини ташкил этиш ҳам бевосита корхоналарда солиқлар бўйича пул оқимларини самарали бошқаришга хизмат қилади. Фикримизча, солиқ ҳисоби бошқарув қарорларини қабул қилишда зарур ахборотлар билан таъминловчи манба бўлиб хизмат қилади ва молиявий қарорлар самарадорлигини оширади, деб ўйлаймиз.

7.3. Корпоратив тузилмаларда солиқ ва мажбурий ажратмалар таҳлили

Корпоратив тузилмаларда ташкил этиладиган солиқ таҳлилни ташкил этиш жараёнида солиқ турлари динамикасини, солиқ турлар

ари динамикасидаги ўзгаришларга сабаб бўлувчи омилларни ўрганиш муҳим аҳамият касб этишидан келиб чиққан ҳолда қуйида «Эйвалекмахсустемирбетон» акциядорлик жамияти мисолида кўриб чиқамиз (7.1-жадвал).

7.1-жадвал маълумотларидан кўриниб турибдики, акциядорлик жамиятида жами тўланган солиқлар ва мажбурий ажратмаларга нисбатан кўшилган киймат солиғи улуши охириги йилларда пасайиш тенденциясига эга ва ўтган молия йилида 31,07 фоизни ташкил этган. Жамият микёсида ер қаъридан фойдаланганлик учун солиқ тўловларида ҳам пасайиш кузатилган. Акциядорлик жамиятида мажбурий ажратмалар, хусусан ягона ижтимоий тўлов улуши ўсиши кузатилган.

7.1-жадвал

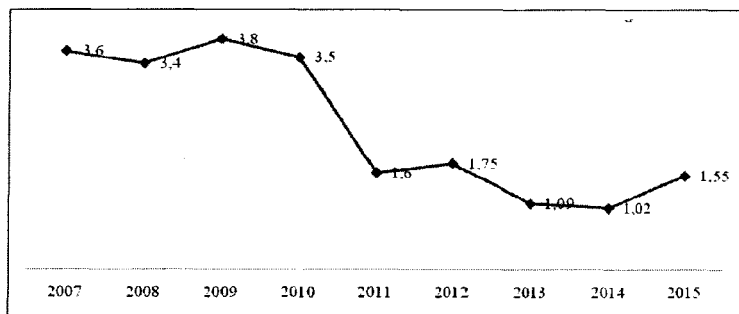
«Эйвалекмахсустемирбетон» АЖ бюджетга тўловлари динамикаси таҳлили¹¹⁶

Жамига нисбатан фоизда

Солиқлар ва мажбурий ажратмалар турлари	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Юридик шахслар фойда солиғи	3,6	3,4	3,8	3,5	1,6	1,75	1,09	1,02	1,55
Жисмоний шахслар даромад солиғи	14,4	11,6	8,6	11,0	7,7	6,08	8,57	0,90	8,77
Ободонлаштириш ва ижтимоий инфратузилмани ривожлантириш солиғи	0,169	0,142	0,1	0,7	0,4	0,82	0,24	0,97	1,07
ҚҚС	45,5	49,6	45,1	27,8	53,1	57,30	49,54	44,75	31,07
Ер қаъридан фойдаланганлик учун солиқ	0,0	0,0	1,2	1,7	1,8	1,51	3,14	2,84	2,16
Сув ресурсларидан фойдаланганлик учун солиқ	0,8	0,7	0,5	0,7	0,7	0,58	0,78	0,74	0,60
Мол-мулк солиғи	2,2	1,8	1,2	1,7	0,7	0,47	1,17	1,53	1,78
Ер солиғи	6,2	5,7	6,6	10,6	5,9	4,87	6,00	6,98	7,43
Бошка солиқлар	0	0	0	0	0	0,16	0,19	0,37	0,41
Республика йўл фондида ажратма	5,5	5,7	7,0	6,7	3,5	3,53	3,07	3,40	3,33
Пенсия фондида ажратма	5,2	5,0	5,8	10,4	7,0	7,21	5,12	10,77	14,29
УМАЛҚХҚТММТРҚЖЖА	3,8	3,8	3,6	2,3	1,3	1,26	1,09	1,22	1,19
Ягона ижтимоий тўлов	12,7	12,6	16,6	22,8	16,3	14,46	20,00	24,52	26,36
Жами	100	100	100	100	100	100	100	100	100

¹¹⁶ АЖ ҳисоботлари асосида муаллиф томонидан тузилди.

Давлат бюджети даромадларида муҳим аҳамиятга эга бўлган солиқларнинг алоҳида тартибда Эйвалекмахсустемирбетон АЖ мисолида кўриб чиқамиз. Бунда аввало юридик шахслар фойда солиғи динамикаси қуйидагича бўлган (7.4-расм).



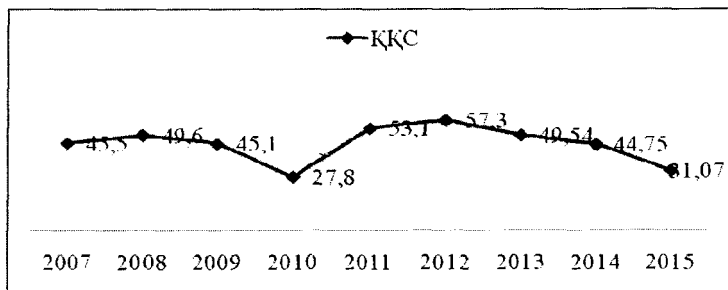
7.4-расм. «Эйвалекмахсустемирбетон» АЖда юридик шахслар фойда солиғининг бюджетга жами тўловлардаги динамикаси¹¹⁷

«Эйвалекмахсустемирбетон» АЖ бюджетга тўловлари динамикасида кўришиб турибдики, жамият томонидан тўланган фойда солиғи 2015 йилда 2007 йилга нисбатан 2,05 пунктка камайганлигини юқорида ҳам таъкидлаб ўтдик. Фойда солиғи суммаси камайишига таъсир этувчи омиллар сифатида солиққа тортилгунга қадар фойда суммасининг ўзгариши, солиқ базасини ҳисоблашда қайта қўшиладиган харажатларга эътибор қаратилганлиги ҳамда фойда солиғи ставкасининг ҳар йили пасайтириб келинаётганлигини кўришимиз мумкин.

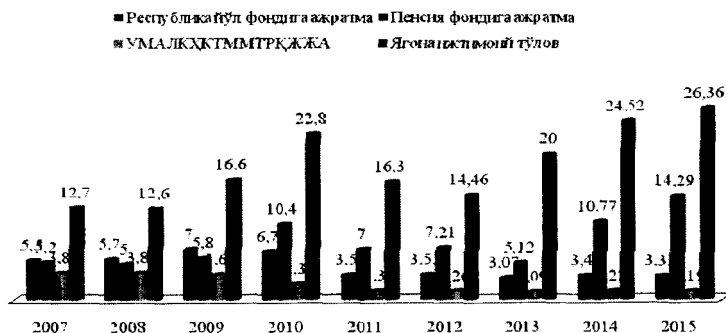
Акциядорлик жамияти томонидан тўланаётган солиқлар ва мажбурий ажратмалар таркибида қўшилган қиймат солиғи энг юқори улушга эга эканлигини таъкидлашимиз лозим (7.5-расм). Бунда қўшилган қиймат солиғининг юқори улушга эгаллигини бевосита маҳсулот сотишдан тушумга нисбатан ҳисобланиши, солиқ ставкасининг юқорилиги билан изоҳлашимиз мумкин.

Шу ўринда акциядорлик жамияти томонидан давлат бюджетига тўловлар таркибида мажбурий ажратмалар улуши ҳам юқорилигини кўришимиз мумкин (7.6-расм).

¹¹⁷ АЖ ҳисоботлари асосида муаллиф томонидан тузилди.



7.5-расм. «Эйвалекмахсистемирбетон» АЖ томонидан тўланган ҚҚСнинг бюджетга жами тўловлардаги динамикаси¹¹⁸



7.6-расм. «Эйвалекмахсистемирбетон» АЖ томонидан тўланган мажбурий ажратмаларнинг бюджетга жами тўловлардаги динамикаси¹¹⁹

Юкоридаги расм маълумотларидан кўришиб турибдики, мажбурий ажратмалар орасида ягона ижтимоий тўлов ва пенсия фондига мажбурий ажратма (товароборотга нисбатан) бюджетга тўловлар таркибида нисбатан юкори улушга эга.

Энди “Тошкент дон маҳсулотлари” акциядорлик жамияти мисолида соликлар мажбурий ажратмалар таҳлилини кўриб чиқамиз (7.2-жадвал).

¹¹⁸ АЖ ҳисоботлари асосида муаллиф томонидан тузилди.

¹¹⁹ АЖ ҳисоботлари асосида муаллиф томонидан тузилди.

**“Тошкент дон маҳсулотлари” акциядорлик жамияти
бюджетга тўловлари таҳлили¹²⁰**

жамига нисбатан фоизда

Солиқлар ва мажбурий ажратмалар турлари	2011	2012	2013	2014	2015
Юридик шахслар фойда солиғи	2,13	1,71	1,30	1,78	0,92
Жисмоний шахслар даромад солиғи	2,90	3,39	3,87	2,94	3,89
Ободонлаштириш ва ижтимоий инфратузилмани ривожлантириш солиғи	0,88	0,39	0,19	0,44	0,44
Кўшилган қиймат солиғи	72,73	70,39	68,20	71,25	68,84
Сув ресурсларидан фойдаланганлик учун солиқ	0,07	0,08	0,08	0,08	0,08
Юридик шахслар мол-мулк солиғи	1,69	1,74	1,62	1,73	1,63
Юридик шахслар ер солиғи	2,31	2,69	3,07	2,92	3,38
Бошқа солиқлар	-	-	-	0,29	-
Республика йўл жамғармасига мажбурий ажратма	4,62	4,71	4,91	4,88	5,01
Бюджетдан ташқари Пенсия жамғармасига мажбурий ажратма	5,26	6,61	7,43	4,84	5,74
УМАЛКҲКТММТРҚЖЖА	1,64	1,67	1,76	1,74	1,79
Ягона ижтимоий тўлов	5,78	6,63	7,56	7,11	8,15
Бюджетга тўловларнинг кечиктирилганлиги учун молиявий жазо	-	-	-	-	0,12
Бюджетга жами тўловлар	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00

Юқоридаги жадвал маълумотлари асосида алоҳида солиқлар ва мажбурий ажратмаларнинг давлат бюджетига жами тўловлардаги улуши динамикасини кўриб чиқамиз. Бунда аввало акциядорлик жамияти томонидан тўланган юридик шахслар фойда солиғи динамикасига эътибор қаратамиз (7.7-расм).

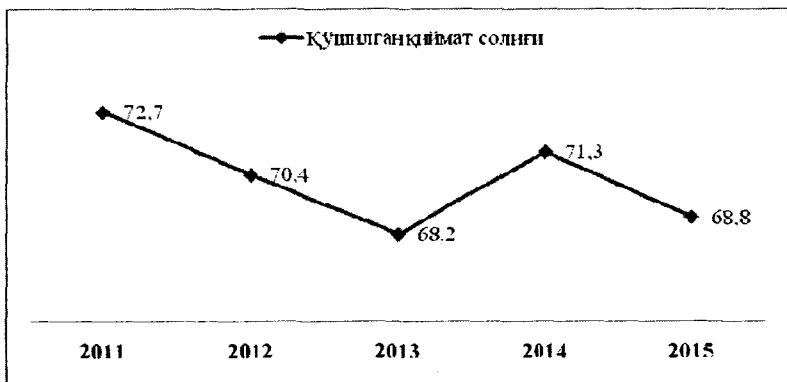
7.7-расм маълумотларидан кўриниб турибдики юридик шахслар фойда солиғининг давлат бюджетига жами тўловлардаги улуши нисбатан тебранувчан. 2015 йилда кескин пасайиши бевосита солиқларни нотўғри ҳисоблаш, натижада эса пеня ҳисобланганлиги билан изоҳланади.

Мазкур акциядорлик жамиятида ҳам қўшилган қиймат солиғи кескин юқори улушга эга (7.8-расм).

¹²⁰ АЖ ҳисоботлари асосида муаллиф томонидан тузилди.



7.7-расм. “Тошкент дон маҳсулотлари” АЖда юридик шахслар фойда солиғининг бюджетга жами тўловлардаги динамикаси¹²¹



7.8-расм. “Тошкент дон маҳсулотлари” АЖда қўшилган қиймат солиғининг бюджетга жами тўловлардаги динамикаси

Таҳлил қилинган давр мобайнида қўшилган қиймат солиғининг бюджетга жами тўловлардаги улуши 68,2 фоиздан 72,7 фоизгача ташкил этган. Бу кўрсаткич кескин юқори. Гарчи қўшилган қиймат солиғининг ҳақиқий тўловчиси истеъмолчи ҳисоблансада, солиқ тўловчи юридик шахс айланма маблағлари камайишига ёки умуман чиқиб кетишига олиб келиши мумкин.

“Тошкент дон маҳсулотлари” акциядорлик жамиятида ҳам мажбурий ажратмалар бошқа тўловларга нисбатан юқорилигини кўришимиз мумкин (7.9-расм). Бунда юқоридаги “Эйвалекмаҳсус-

¹²¹ АЖ ҳисоботлари асосида муаллиф томонидан тузилди.

темирбетон” АЖга нисбатан таққослаганда ягона ижтимоий тўлов даражаси паст бўлсада, қолган тўловларга нисбатан барибир юқорилигини кўришимиз мумкин.



7.9-расм. “Тошкент дон маҳсулотлари” АЖда мажбурий ажратмаларнинг бюджетга жами тўловлардаги динамикаси¹²²

Масалани ўрганиш натижаси ўлароқ шуни хулоса сифатида айтишимиз мумкинки, корхоналарда ички солиқ назоратини ва солиқ таҳлилни ташкил этиш бугунги иқтисодиётни модернизациялаш шароитида хўжалик субъектлари маблағларидан самарали фойдаланишга хизмат қилади, солиқ ҳуқуқбузарликлари туфайли молиявий йўқотишларнинг олдини олади. Ички солиқ назоратининг ва солиқ таҳлилининг самарали ишлаши солиқлар ва мажбурий ажратмаларнинг давлат бюджетига ўз вақтида ва тўлиқ тушишини таъминлайди ҳамда хўжалик субъектлари молиявий барқарорлигини оширади. Бу ўз навбатида аҳоли турмуш даражаси ўсишига сабаб бўлади.

7.4. Амалга оширилаётган солиқ ислохотлари ва солиқларнинг бизнес муҳитига таъсирини камайтириш масалалари

Мамлакатимизда қулай ишбилармонлик муҳитини яратиш, корпоратив тузилмаларни солиққа тортиш бўйича конунчилик барқарорлигини таъминлаш мақсадида қатор солиқ ислохотлари ўтказилиб келинмоқда. Хусусан, 2015 йил давомида акциядорлик

¹²² АЖ ҳисоботлари асосида муаллиф томонидан тузилди.

жамиятлари фаолиятини самарали ташкил этиш, хусусий мулк устуворлигини таъминлаш борасида қабул қилинган қонунчилик ҳужжатларида ҳам катор солиқ имтиёзлари назарда тутилган. Ўтказилаётган солиқ ислохотлари натижасида ҳар йили Жаҳон банки томонидан тузиладиган ва эълон қилиб бориладиган “Бизнес юритиш” рейтингда мамлакатимизнинг эгаллаб турган ўрни ижобий томонга ўзгармоқда.

Бизга маълумки, Жаҳон банки томонидан охириги йиллар давомида эълон қилиниб келинаётган мамлакатлар кесимида “Бизнес юритиш” рейтингда “Солиқларни тўлаш” бўйича ҳам мавжуд ҳолат баҳоланади ва тегишли рейтингда акс эттирилади. Бунда “Солиқларни тўлаш” бўйича мамлакатларнинг рейтинг куйидаги учта кўрсаткич асосида амалга оширилади:

1. Бир йил давомида амалга ошириладиган солиқ тўловлари сони.

2. Солиқларни ҳисоблаш ва тўлаш учун кетадиган вақт (соатларда).

3. Умумий солиқ ставкаси (фойдага нисбатан фоизда).

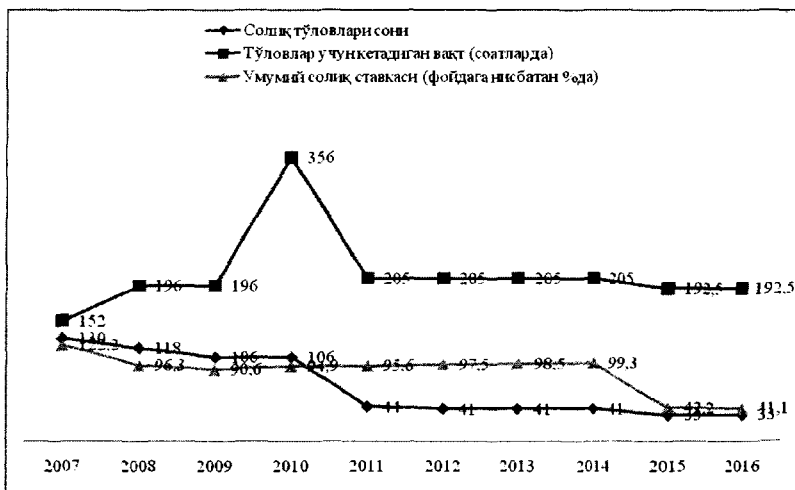
2007-2016 йиллар бўйича “Солиқларни тўлаш” мезони бўйича эълон қилинган рейтингда Ўзбекистон куйидаги ўринларни эгаллаган (7.10-расм).



7.10-расм. Жаҳон банкининг “Бизнес юритиш” рейтингда “Солиқларни тўлаш” мезони бўйича Ўзбекистон эгаллаган ўринлар¹²³

¹²³ Жаҳон банкининг “Бизнес юритиш” ҳисоботлари (Doing Business) асосида муаллиф томонидан тузилди.

Юқоридаги 7.10-расм маълумотлари асосида таъкидлашимиз мумкинки, “Солиқларни тўлаш” бўйича рейтингда Ўзбекистон 2007 йилда 155 ўринда қайд этилган бўлса, 2016 йилда 115 ўринни эгаллаган ҳамда солиқ тизимининг ўтган йилларга нисбатан барқарорлашганлигини кўришимиз мумкин. Лекин таҳлил қилинган даврдаги айрим йилларда рейтинг кўрсаткичи пасайганлигини ҳам таъкидлашимиз лозим. Бунинг асоси сифатида 2008 йилда янги тахрирдаги Солиқ кодекси асосида янги ҳисоб-китоб тартибларининг амалиётга жорий этилиши билан изоҳлашимиз мумкин. Умуман Ўзбекистоннинг солиқларни тўлаш бўйича рейтингни белгиланаётганда асос бўлган кўрсаткичлар қуйидаги расмда келтирилган (7.11-расм).



7.11-расм. Солиқларни тўлаш бўйича рейтингни аниқлашдаги асосий кўрсаткичларнинг Ўзбекистондаги ҳолати¹²⁴

Мамлакатимизда солиқ мажбуриятларини бажариш учун кетадиган вақт сарфи 2016 йилда 192,5 соатга тенг эканлигини кўришимиз мумкин, ваҳоланки 2007 йилда бу кўрсаткич 152 соатни ташкил этган. Умумий ҳолда бу кўрсаткич 2010 йилдан сўнг пасайиш тенденциясига эга эканлигини кўришимиз мумкин.

¹²⁴ Жаҳон банкининг “Бизнес юритиш” ҳисоботлари асосида муаллиф томонидан тузилди.

Солиқ тўловларни сони эса таҳлил қилинаётган давр мобайнида 130 тадан 33 тагача камайганлигини кўришимиз мумкин. Мазкур ҳолатни объект хамда тўлов манбаи бир хил бўлган солиқлар ёки мажбурий ажратмаларнинг ўзаро унификация қилинганлиги билан изоҳлашимиз мумкин ва бу ижобий ҳолат ҳисобланади. Фойдага нисбатан умумий солиқ ставкасининг ҳам доимий равишда пасайиш тенденциясига эга эканлигини, 2007 йилда 122,3 фоизга тенг бўлган бу кўрсаткич 2016 йилда 41,1 фоизни ташкил этганлигини алоҳида таъкидлашимиз мумкин.

Аввало корпоратив молияни бошқаришда капитал жалб қилиш, яъни молиявий таъминот масалаларини ҳал қилишда солиқларни ҳисобга олиш мақсадга мувофиқ. Бунда қарз капитали жалб қилиш ҳисобига молиявий таъминот бир томондан фоизли харажатларнинг фойда солиги базасини камайтириши натижасида солиқли харажатларни пасайтиради. Мазкур жиҳат қарз капитали баҳоси бўйича солиқ самараси сифатида кўрсатилади. Бошқа томондан фоизлар бўйича кўшимча молиявий мажбуриятларни юзага келтириши билан бир вақтда маълум график асосида қарзни қайтариш мажбуриятини ҳам юклайди. Кўшимча акцияларни жойлаштириш ёки кўшимча таъсисчиларни жалб қилиш орқали молиявий таъминотда мажбуриятлар доираси нисбатан торроқ ва солиқ бўйича ижобий самара капитал баҳосини аниқлашда ҳисобга олинмайди.

Лекин инвестор иктисодий шарт-шароитдан келиб чиққан ҳолда бошқа соҳаларга инвестиция киритиш натижасида оладиган даромади ёки корпоратив тузилмаларга инвестиция киритиш натижасида даромад олиш эҳтимоли ҳамда даромад бўйича солиқ тўлаш тартибини ўзаро солиштиради, шунингдек, корпоратив тузилмаларга қарз капиталини киритиш натижасида олинадиган даромад бўйича солиқ даражасини албатта ўрганади. Дивиденд кўринишидаги ҳамда киритилган қарз капитали бўйича олинган фоиз кўришидаги даромадларга нисбатан эса тўлов манбаида 10 фоизлик солиқ ставкаси амал қилади.

Шу ўринда ҳозирги иктисодий шароитда мамлакатимиздаги корпоратив тузилмаларда капитал жалб қилиш жараёнида солиқ омилдан ташқари бошқа омилларни ҳисобга олиш лозимлигини алоҳида таъкидлашимиз лозим. Кўшимча қимматли қоғозлар эмиссияси муваффақиятли амалга оширилиш эҳтимоли паст бўлган

ҳолатда корпоратив тузилмалар тўғридан-тўғри банк кредитларига муурожаат қилишга мажбур бўлишмоқда.

Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2015 йил 24 апрелдаги “Акциядорлик жамиятларида замонавий корпоратив бошқарув услубларини жорий этиш чора-тадбирлари тўғрисида”ги Фармони асосида акциядорлик жамиятлари бошқарув ходимлари сифатида жалб қилинган хорижий мутахассисларнинг меҳнатига ҳақ тўлаш фондидан ягона ижтимоий тўлов тўлашдан; хорижий мутахассисларнинг бошқарув ходимлари сифатидаги фаолиятидан олган даромадлари даромад солиғи, тўлов манбаидан олинadиган даромад солиғи, шунингдек, фуқароларнинг Ўзбекистон Республикаси Молия вазирлиги хузуридаги Бюджетдан ташқари пенсия жамғармасига тўланадиган мажбурий суғурта бадалларидан озод этилди.

Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2015 йил 21 декабрдаги “Акциядорлик жамиятларига хорижий инвесторларни жалб қилиш борасидаги кўшимча чора-тадбирлар тўғрисида”ги Қарорига асосан 2020 йилнинг 1 январигача хорижий инвесторларнинг акциядорлик жамиятларида уларга тегишли бўлган акцияларидан дивиденд тарзида олаётган даромадидан солиқ тўлашдан озод қилинди. Шунингдек, “Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2005 йил 11 апрелдаги ПФ-3594-сонли Фармони билан хорижий инвестициялар иштирокидаги корхоналарга хорижий инвестор томонидан киритилган инвестициялар ҳажмига қараб юридик шахсларнинг фойда солиғи, мулк солиғи, ободонлаштириш ва ижтимоий инфратузилмани ривожлантириш солиғи, ягона солиқ тўлови, шунингдек, Республика йўл жамғармасига мажбурий ажратмалар тўлаш бўйича берилган имтиёзлар табақалаштирилган тарзда хорижий инвесторнинг улуши устав капиталининг 15 фоизидан 33 фоизигача миқдорни ташкил этадиган акциядорлик жамиятларига татбиқ этилиши белгилаб қўйилди. Келтириб ўтилган имтиёзлар сабаб мамлакатимизда фаолият кўрсатаётган ташкилий-ҳуқуқий шакли акциядорлик жамияти бўлмаган хорижий инвестициялар иштирокидаги корхоналарнинг ўз ташкилий-ҳуқуқий шаклларини ўзгартиришларига сабаб бўлиши мумкин. Чунки хорижий инвестиция иштирокидаги корхоналар устав капиталда хорижий инвестор бевосита иштирок этмоқда ва хорижий менежерлар ҳам фаолият юритмоқда, натижада эса

юкорида келтирилган имтиёзлардан бевосита фойдаланиш имконияти мавжуд. Шунингдек, дивидендларни солиққа тортиш бўйича имтиёзнинг берилиши улар учун рағбатлантирувчи восита бўлиб хизмат қилади. Келтирилаётган ҳолатлар туфайли бошқа ташкилий-ҳуқуқий шаклдаги корпоратив тузилмаларнинг акциядорлик жамиятлари сифатида қайта рўйхатдан ўтиши натижасида акциядорлик жамиятлари сонидан ўзгариш бўлиши мумкин.

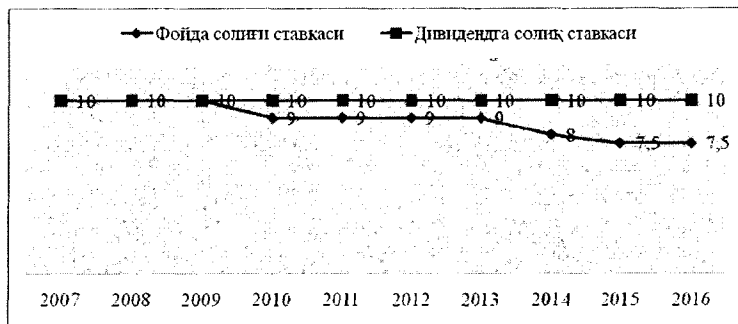
Иккинчи масала сифатида бевосита корпоратив тузилмалар асосий фаолиятида солиқлар бўйича имтиёз берилган жиҳатларга эътибор қаратиш лозим, деб ҳисоблаймиз. Масалан корпоратив тузилманинг янги маҳсулотлар ишлаб чиқариш бўйича лойиҳаларидан маҳаллийлаштириш дастурларига кириш орқали солиқ имтиёзларига эга бўлиш масаласи ўрин олиши ҳам давлат учун, ҳам корпоратив тузилма учун алоҳида муҳим аҳамият касб этади. Чунки, маълум бир товар турининг маҳаллийлаштирилиши натижасида айнан ўша товар турини четдан олиб келиш учун кетадиган сарф-харажатларнинг олди олинади ва иккинчи томондан солиқ мажбуриятларининг камайиши ҳисобига корпоратив тузилма молиявий барқарорлиги ўсишига эришилади.

Шунингдек, тайёр маҳсулот экспортга эътибор қаратиш ҳам ўз навбатида икки томонлама аҳамиятга эга ҳисобланади. Бунда экспорт натижасида мамлакатимизга валюта кириб келиниши таъминланса, иккинчи томондан қўшилган қиймат солиғи бўйича ноллик ставка қўлланилиши, фойда ва мол-мулк солиқлари бўйича имтиёзли ставкаларнинг қўлланилиши натижасида молиявий барқарорлик ўсишига эришилади. Бунинг учун эса ташқи савдода экспорт операцияларини амалга ошириш тартибини соддалаштиришимиз талаб этилади.

Навбатдаги учинчи масала корпоратив тузилмалар инвестицион фаолиятига солиқларнинг таъсирига эътибор қаратишимиз лозим бўлади. Бунда биринчи навбатда корпоратив тузилмаларнинг бошқа корпоратив тузилмалар устав капиталидаги иштироки масаласига эътибор қаратилганда, фойда солиғи ва дивидендларга солиқ ставкалари ўзгаришларини ўзаро солиштиришимиз лозим бўлади (7.12-расм).

Келтирилган 7.12-расм маълумотлари кўрсатиб турибдики, юридик шахслардан олинандиган фойда солиғи ставкаси пасайиш

тенденцияси эга бўлсада, дивиденд кўринишидаги даромадларга солиқ ставкаси ўрганилган давр мобайнида ўзгармаган.



7.12-расм. 2007-2016 йилларда юридик шахслар фойда солиғи ва дивиденд кўринишидаги даромадларга солиқ ставкалари, фоизда ¹²⁵

Акциялар орқали инвестиция киритиш маълум даражада riskли бўлган бир вақтда дивидендларга солиқ ставкасининг юридик шахслар фойда солиғига нисбатан юқорилиги корпоратив тузилмалар томонидан қимматли қоғозлардан фойдаланган ҳолда инвестицион фаолиятни амалга оширишга салбий таъсир кўрсатади. Бошқа томондан, фойда солиғи ставкаси 7,5 фоиз бўлиб турган ҳолатда дивидендларга нисбатан солиқ ставкасини ҳам пасайтириш мақсадга мувофиқ. Чунки молиявий-хўжалик фаолиятини кенгайтириш натижасида эришилган натижадан 7,5 солиқ тўлаш, олинishi ноаниқ бўлган дивиденд бўйича тўланадиган 10 фоизлик солиқдан афзал, албатта. Айнан келтириладиган жиҳатлардан келиб чиққан ҳолда инвестициялар жалб қилиш, корпоратив тузилмалар, хусусан акциядорлик жамиятлари фаолият самарадорлигини оширишга алоҳида эътибор қаратиладиган бир вақтда дивиденд кўринишидаги даромадларга солиқ ставкасини пасайтириб бориш мақсадга мувофиқ, деб ҳисоблаймиз.

Корпоратив молияни бошқаришда дивиденд сиёсати энг асосий масалалардан биридир. Бунда дивиденд тўлаш тўғрисида қарор

¹²⁵ 2007-2016 йиллар бўйича Ўзбекистон Республикаси Президентининг давлат бюджети параметрлари тўғрисидаги қарорлари асосида муаллиф томонидан тузилди.

кабул қилишнинг доимий равишда кузтилмаслиги асосий масала ҳисоблансада, акциядорлик жамиятларида дивиденд сиёсатининг муаммоли жиҳати бевосита солиқлар билан боғлиқ. “Тарихан корпоратив шаклнинг бир камчилиги сифатида дивидендларнинг икки марта солиққа тортилиши келтирилади. Бунда корпорация фойдага эришганда бу фойда бўйича солиқ тўлайди (дастлабки солиққа тортиш) ҳамда бу фойда акциядорларга дивиденд шаклида тақсимланганда акциядорлар томонидан бу дивидендлар бўйича шахсий даромадга солиқлар (бу даромадга нисбатан иккинчи солиққа тортиш) тўланади. Бундай даромадни икки марта солиққа тортиш хусусий корхоналар ва ўртоқлик жамиятларида кузатилмайди. Юқорида таъкидлаганимиздек, бу корпорацияларнинг энг жиддий камчилиги ҳисобланади”¹²⁶. Лекин миллий амалиётда солиқ қонунчилигига кўра барча корпоратив тузилмаларда улушлардан келиб чиққан ҳолда тақсимланадиган фойда дивидендларга тенглаштирилади ва дивиденд солиғи тўланади. Натижада ривожланган мамлакатларда кузитиладиган камчилик барҳам топганлигини таъкидлашимиз лозим. Лекин бошқа томондан охириги йилларда акциядорлик жамиятларига берилаётган солиқлар бўйича кенг имтиёзлар, хусусан дивидендлар бўйича имтиёзлардан фойдаланиш мақсадида хорижий инвестициялар иштирокидаги хусусий корхона ва масъулияти чекланган жамиятлар ўз ташкилий ҳуқуқий шаклини акциядорлик жамиятига айлантиришга сабаб бўлиши мумкин.

Корпоратив молияда бирлашиш ва қўшиб олишлар амалиёти ҳам тез-тез учраб турадиган амалиёт ҳисобланади. Мазкур амалиётда ҳам солиқ муносабатлари эътибордан четда қолмаслигини таъкидлашимиз лозим. Бизга маълумки “Фирма фойда олса фойда солиғи тўлаши лозим. Лекин зарар кўрса ҳуқуқат солиқлар бўйича чегирма тақдим этмайди. Шундай экан конгломератлар ташкил этиш битта маҳсулот ишлаб чиқарувчи фирмалар учун солиқлар бўйича афзаллик бериши мумкин, чунки битта бўлинмадаги йўқотиш бошқа бўлинмадаги фойда ҳисобига қопланиб кетиши мумкин”¹²⁷. Натижада тўланадиган фойда солиғи миқдори камаяди. Ўзбекистон темир йўллари акциядорлик

¹²⁶ Arthur J. Keown, John D. Martin, J. William Petty. Foundations of finance : the logic and practice of financial management. – 8th ed. –USA: “Pearson education”, 2014. – 14-p. (522 p)

¹²⁷ Jonathan Berk, Peter DeMarzo. Corporate finance. – 3rd ed. Pearson, 2014. 937-p. (1141)

жамияти таркибига Тошкент метрополитенининг киритилиши ҳам маълум даражада кўшиб олаётган компания томонидан тўланаётган солиқларнинг камайишига олиб келади.

Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2010 йил 26 ноябрдаги «2011-2015 йилларда республика молия-банк тизимини янада ислох қилиш ва барқарорлигини ошириш ҳамда юқори халқаро рейтинг кўрсаткичларига эришишнинг устувор йўналишлари тўғрисида»ги ПҚ-1438-сонли Қарорига мувофиқ, тижорат банклари ихтиёрига ўтган банкрот корхоналарнинг мол-мулки негизда ташкил этилган хўжалик субъектлари стратегик инвесторларга сотилган вақтдан бошлаб уч йил мобайнида Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2008 йил 19 ноябрдаги «Иқтисодий ночор корхоналарни тижорат банкларига сотиш тартибини тасдиқлаш тўғрисида»ги Ф-4010-сонли фармойиши 2-бандида назарда тутилган солиқ имтиёзларидан фойдаланиш ҳуқуқига эга. Шу муносабат билан тижорат банки томонидан банкрот корхоналар негизда ташкил этилган корхоналар, улар стратегик инвесторга сотилгунга қадар, лекин давлат рўйхатидан ўтгандан бошлаб уч йилдан кўп бўлмаган муддатга ва стратегик инвесторларга сотилган вақтдан бошлаб уч йил мобайнида Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2008 йил 19 ноябрдаги «Иқтисодий ночор корхоналарни тижорат банкларига сотиш тартибини тасдиқлаш тўғрисида»ги Ф-4010-сонли фармойиши 2-бандида назарда тутилган солиқ имтиёзларидан фойдаланиш ҳуқуқи берилди.

Келтириб ўтилган амалиётни ва солиқ имтиёзларини тижорат банклари каби бошқа молиявий сектор субъектлари, иқтисодиётнинг реал сектори корхоналари бўйича ҳам жорий этиш, яъни иқтисодий ночор корхоналарни кўшиб олиш (сотиб олиш) орқали фаолиятини кенгайтириш операцияларини солиқлар орқали рағбатлантиришни амалиётга кенг жорий этиш ўз самарасини беради, деб ҳисоблаймиз.

Хулоса

Корпоратив молияни бошқаришда солиқ муносабатларини самарали ташкил этишга доир тадқиқотлар натижалари сифатида куйидаги хулосалар, илмий таклифлар ва амалий тавсиялар ишлаб чиқилди.

1. Корпоратив тузилмалар фаолияти давомида юзага келадиган ҳар бир молиявий муносабат бевосита ёки билвосита солиқ муносабатлари юзага келишига сабаб бўлади. Хусусан, ишлаб чиқариш фаолияти билан шуғулланувчи корпоратив тузилмаларда маҳсулот таннархи шаклланишидан то фойдани тақсимлаш операциясигача ҳар бир жараёнда солиқ мажбуриятлари юзага келади.

2. Корпоратив тузилмаларда солиқларни режалаштиришни стратегик, жорий ва оператив режалаштириш тарзида ташкил этиш мақсадга мувофиқ. Бунда ҳар бир босқичнинг алоҳида хусусиятларини, қанчалик даражада самара келтиришини олдиндан баҳолаш талаб этилади.

3. Солиқ рискларини самарали бошқариш мақсадида солиқ рискларини бошқариш стратегиясини амалиётга жорий этиш ва корпоратив тузилмаларнинг солиқ позициясини тўғри англаш; солиқ қонунчилигидаги ўзгаришлардан доимий хабардор бўлиб бориш ва улардан келиб чиқадиган мажбуриятларга ўз вақтида муносабат билдириш; солиқ органлари билан доимий ҳамкорлик қилиш; солиқ мажбуриятлари ижроси бўйича мунтазам мониторинг олиб бориш; солиқ rischi хариталарини тузиш ва солиқ рискларини баҳолаш амалиётини йўлга қўйиш мақсадга мувофиқ.

4. Микрофирма ва кичик корхоналарда штат асосида бухгалтер жалб қилган ҳолда уларга ойлик иш ҳақи, шунингдек, иш ҳақи фондидан келиб чиққан ҳолда ягона ижтимоий тўлов тўлаб боргандан кўра мазкур ҳуқуқдан фойдаланган ҳолда солиқ маслаҳатчилари ташкилотларини жалб қилган ҳолда молиявий ва солиқ ҳисоботларини тузиш ва тақдим этишни йўлга қўйиш мақсадга мувофиқ.

5. Акциялар орқали инвестиция қиритиш маълум даражада riskли бўлган бир вақтда дивидендларга солиқ ставкасининг юридик шахслар фойда солиғига нисбатан юқорилиги корпоратив тузилмалар томонидан қимматли қоғозлардан фойдаланган ҳолда инвестицион фаолиятни амалга оширишга салбий таъсир кўрсатади. Бошқа томондан, фойда солиғи ставкаси 7,5 фоиз бўлиб турган ҳолатда дивидендларга нисбатан солиқ ставкасини ҳам пасайтириш мақсадга мувофиқ.

Фойдаланилган адабиётлар

1. Ўзбекистон Республикасининг Конституцияси. 1992 йил 8 декабрь.
2. Ўзбекистон Республикасининг Солиқ кодекси. 2007 йил 28 декабрь.
3. Ўзбекистон Республикаси Фуқаролик кодекси. 1995 йил 21 декабрь.
4. Ўзбекистон Республикаси “Қимматли қоғозлар бозори тўғрисида”ги Қонуни. 2015 йил 3 июнь.
5. Ўзбекистон Республикаси Президентининг давлат бюджети параметрлари ва асосий макроиктисодий кўрсаткичлари прогнози тўғрисидаги қарорлари (2007-2016 йиллар бўйича).
6. Arthur J. Keown, John D. Martin, J. William Petty. Foundations of finance: the logic and practice of financial management. 8th ed. USA: “Pearson education”, 2014. 522 p.
7. Jonathan Berk, Peter DeMarzo. Corporate finance. 3rd ed. Pearson, 2014. 1141 p.
8. Glen Arnold. Corporate financial management. 5th ed. Pearson Education Limited, 2013. 1107 p.
9. Яхёев Қ.А. Солиққа тортишнинг назарий асослари ҳақида айрим мулоҳазалар // Молия. Т., 2009. №2. Б. 53-55.
10. Жаҳон банкининг “Бизнес юритиш” ҳисоботлари.

МУНДАРИЖА

<i>Кириш</i>	3
I боб. КОРПОРАТИВ ТУЗИЛМАЛАР МОЛИЯВИЙ БАРҚАРОРЛИГИНИ ТАЪМИНЛАШДА МОЛИЯВИЙ МЕНЕЖМЕНТНИНГ АҲАМИЯТИНИ ОШИРИШ МАСАЛАЛАРИ	6
1.1. Молиявий менежментнинг иқтисодий моҳияти, функцияси ва вазифалари	7
1.2. Корпоратив тузилмалар молиявий барқарорлигини таъминлашда молиявий менежментнинг ўрни ва аҳамияти	18
1.3. Корпоратив тузилмаларда молиявий менежментни ташкил этиш механизми ва асосий хусусиятлари	25
<i>Хулоса</i>	31
<i>Фойдаланилган адабиётлар</i>	32
II боб. КОРПОРАТИВ МОЛИЯ ВА ДАВЛАТ МОЛИЯСИ ЎРТАСИДАГИ ЎЗАРО БОҒЛИҚЛИК МЕХАНИЗМИ	34
2.1. Корпоратив тузилмалар ва давлат ўртасидаги ўзаро молиявий муносабатлар тизими	34
2.2. Давлат ва корпоратив тузилмалар ҳамкорлигида ўзаро инвестицион муносабатларни самарали ташкил этиш йўллари	40
2.3. Мамлакатимиз акциядорлик жамиятларида давлат иштироки ҳолати таҳлили	50
2.4. Давлат ва корпоратив молия муносабатларда солиқ хавфсизлигини таъминлаш масалалари	59
<i>Хулоса</i>	64
<i>Фойдаланилган адабиётлар</i>	68
III боб. КОРПОРАТИВ МОЛИЯНИ БОШҚАРИШДА МОЛИЯВИЙ ТАЪМИНОТНИ САМАРАЛИ ТАШКИЛ ЭТИШ ЙЎЛЛАРИ	70
3.1. Корпоратив тузилмаларда молиявий таъминотнинг назарий ва ташкилий жиҳатлари	71
3.2. Корпоратив тузилмаларда молиявий ресурсларни жалб қилишнинг амалдаги ҳолати	82
3.3. Корпоратив молияни бошқаришда молиявий таъминотни самарали ташкил этиш масалалари	95
<i>Хулоса</i>	101
<i>Фойдаланилган адабиётлар</i>	103

IV БОБ. КОРПОРАТИВ МОЛИЯНИ БОШҚАРИШДА ИНВЕСТИЦИОН ФАОЛИЯТ САМАРАДОРЛИГИНИ ОШИРИШ МАСАЛАЛАРИ	105
4.1. Корпоратив молияни бошқаришда инвестицион фаолиятнинг иқтисодий моҳияти ва аҳамияти	106
4.2. Корхона инвестицион фаолиятини молиялаштириш манбалари	111
4.3. Корпоратив тузилмалар инвестицион фаолиятига таъсир этувчи омиллар ва инвестицион лойиҳалар самарадорлигини баҳолаш усуллари	121
<i>Фойдаланилган адабиётлар</i>	135

V БОБ. КОРПОРАТИВ МОЛИЯНИ БОШҚАРИШДА МОЛИЯВИЙ РИСКЛАРНИ БАҲОЛАШ ВА БОШҚАРИШНИНГ ДОЛЗАРБ МАСАЛАЛАРИ.....	137
5.1. Молиявий рискларни баҳолаш ва бошқаришнинг эволюцияси	137
5.2. Молиявий рискларни тавсифи ва таснифи.....	142
5.3. Молиявий рискларни миқдорий баҳолаш кўрсаткичлари	145
5.4. Молиявий рискларни сифатий баҳолаш ва бошқариш амалиёти	152
<i>Хулоса</i>	166
<i>Фойдаланилган адабиётлар</i>	167

VI БОБ. КОРПОРАТИВ ТУЗИЛМАЛАР ВА МОЛИЯ БОЗОРИ ИНСТИТУТЛАРИНИНГ ЎЗАРО ФАОЛИЯТ УЙГУНЛИГИНИ ТАЪМИНЛАШ МАСАЛАЛАРИ.....	169
6.1. Молия бозорининг корпоратив тузилмалар фаолиятидаги аҳамияти ва ўзаро фаолияти уйғунлиги	169
6.2. Молия бозорида корпоратив қимматли қоғозлар курсини белгилаб берувчи омиллар	177
6.3. Бизнесни ташкил этиш шакллари ва уларнинг молия бозорида операцияларни амалга ошириш имкониятларини ошириш масалалари.....	181
<i>Хулоса</i>	187
<i>Фойдаланилган адабиётлар</i>	188

VII БОБ. КОРПОРАТИВ МОЛИЯНИ БОШҚАРИШДА СОЛИҚ МУНОСАБАТЛАРИНИ САМАРАЛИ ТАШКИЛ ЭТИШ МАСАЛАЛАРИ	189
7.1. Корпоратив молиявий муносабатлар ва солиққа тортиш амалиётининг ўзаро боғлиқлиги.....	190

7.2. Корпоратив молияни бошқаришда солиқ менежментининг ташкилий хусусиятлари	198
7.3. Корпоратив тузилмаларда солиқ ва мажбурий ажратмалар таҳлили	204
7.4. Амалга оширилаётган солиқ ислохотлари ва солиқларнинг бизнес муҳитига таъсирини камайтириш масалалари	210
<i>Хулоса</i>	218
<i>Фойдаланилган адабиётлар</i>	220

Б.Тошмуродова, С.Элмирзаев, Н.Турсунова,
Н.Шеркўзиева, О.Хамдамов, Ж.Курбонов,
М.Зокиржонов, Н.Ортиқов

КОРПОРАТИВ МОЛИЯНИ БОШҚАРИШНИНГ ДОЛЗАРЪ МАСАЛАЛАРИ

Монография

Муҳаррир Б. Каримов
Бадий муҳаррир М. Одилов
Компьютерда саҳифаловчи У. Раҳматов

Нашр. лиц. АІ № 174.
Босишга рухсат 15.08.2017-йилда берилди.
Бичими 60x84 ¹/₁₆. Offset қоғози №2. «Times» гарнитураси.
Шартли б.т. 12,9. Нашр ҳисоб т. 13,5.
Адади 50 дона. 39-buyurtma.

“IQTISOD-MOLIYA” нашриёти
100000, Тошкент, Амир Темур, 60^{«А»}.

“HUMOIYUNBEK-ISTIQLOL MO‘LIZASI”
босмаҳонасида чоп этилди.
100000, Тошкент, Амир Темур 60^{«А»}.