Aksiyadorlik jamiyatlarida investitsiya loyihalarini samarali moliyalashtirish mexanizmini rivojlantirish

Toshkent davlat iqtisodiyot universiteti

mustaqil izlanuvchisi

PhD., dotsent

Jumaniyazova Feruza Rajabovna

Annotatsiya. Maqolada aksiyadorlik jamiyatlarida investitsiya loyihalarini moliyalashtirish mexanizmining mazmuni, tarkibiy elementlari va ularni rivojlantirish yo‘nalishlari tadqiq etilgan. Moliyalashtirish mexanizmi subyektlar, obyektlar, prinsiplar, moliyalashtirish manbalari, usul va instrumentlar, tartibga solish hamda axborot ta’minoti quyi tizimlarining o‘zaro bog‘liq yaxlitligi sifatida talqin qilinib, uning har bir elementi bo‘yicha takomillashtirish yo‘nalishlari asoslab berilgan. Tadqiqotda mexanizm samaradorligining bosh mezoni moliyalashtirish hajmi emas, balki kapitalning o‘rtacha tortilgan qiymatini (WACC) loyihaning ichki rentabellik darajasidan (IRR) past ushlab turish va shu asosda qo‘shilgan iqtisodiy qiymatni oshirish ekanligi ko‘rsatilgan. Shuningdek, moliyalashtirish manbalarining tarkibi uning hajmidan kam ahamiyatga ega emasligi, uzoq muddatli bozor instrumentlari qisqa muddatli bank kreditiga nisbatan yuqori samara berishi dalillangan. Maqola yakunida moliyalashtirish manbalarini diversifikatsiyalash, muddatlar muvofiqligini ta’minlash, dividend siyosatini investitsiya dasturi bilan bog‘lash, loyihalarni saralashning yagona tartibini joriy etish, axborot shaffofligini oshirish va risklarni boshqarish tizimini shakllantirish bo‘yicha amaliy takliflar ishlab chiqilgan.

Kalit so‘zlar: *aksiyadorlik jamiyati, investitsiya loyihasi, moliyalashtirish mexanizmi, kapital tarkibi, moliyalashtirish manbalari, korporativ obligatsiyalar, aksiya emissiyasi, kapitalning o‘rtacha tortilgan qiymati, loyihaviy moliyalashtirish, dividend siyosati, korporativ boshqaruv, axborot shaffofligi.*

Kirish

Aksiyadorlik jamiyatlari mamlakat asosiy kapitalga kiritilayotgan investitsiyalarning salmoqli qismini jamlagan bo‘lib, ularning investitsiya dasturlari qanday moliyalashtirilishi nafaqat ayrim korxonaning moliyaviy barqarorligini, balki iqtisodiyotda kapital jamg‘arilish sur’atini ham belgilaydi. Amaliyotda moliyalashtirish qarorlari ko‘pincha yagona tizim sifatida emas, balki alohida-alohida qabul qilinadi: loyiha tanlash bir mezon bo‘yicha, manba tanlash boshqa mezon bo‘yicha amalga oshiriladi, dividend siyosati esa investitsiya dasturi bilan bog‘lanmaydi. Natijada mablag‘ topilgan taqdirda ham u loyihaning qoplanish muddatiga mos kelmaydi va kapital qiymati asossiz ravishda oshib ketadi.

Shu bois moliyalashtirishni yaxlit mexanizm sifatida shakllantirish va rivojlantirish masalasi dolzarb ahamiyat kasb etadi. Tadqiqotning maqsadi — aksiyadorlik jamiyatlarida investitsiya loyihalarini samarali moliyalashtirish mexanizmining tarkibiy elementlarini aniqlash va ularni rivojlantirish bo‘yicha ilmiy asoslangan takliflar ishlab chiqishdan iborat. Ushbu maqsaddan quyidagi vazifalar kelib chiqadi: mexanizmning mazmuni va tuzilmasini asoslash; uning samaradorlik mezonlarini aniqlash; har bir element bo‘yicha takomillashtirish yo‘nalishlarini ishlab chiqish.

Mavzuga oid adabiyotlar tahlili

Kapital tarkibi nazariyasi Modigliani va Miller [1] ishlaridan boshlangan bo‘lib, keyinchalik soliq, bankrotlik xarajatlari, agentlik nizolari [4; 5] va axborot assimetriyasi [3] hisobga olinishi natijasida ierarxik moliyalashtirish (pecking order) konsepsiyasi shakllangan [2]. Loyihaviy moliyalashtirishning alohida shakli sifatida maxsus maqsadli korxona (SPV) orqali moliyalashtirish Esty [7] tomonidan tizimlashtirilgan. Moliyaviy vositachilik chuqurligining iqtisodiy o‘sishga ta’siri Levine [6] tadqiqotlarida asoslangan. Korporativ boshqaruvning kapital jalb qilish shartlariga ta’siri OECD prinsiplarida [9] me’yoriy shaklda ifodalangan. Mahalliy olimlarning ishlarida [10; 11] korporativ moliya va qimmatli qog‘ozlar bozorini rivojlantirish masalalari yoritilgan. Shu bilan birga, moliyalashtirish mexanizmining elementlarini yaxlit tizim sifatida talqin qilish va ularni o‘tish iqtisodiyoti sharoitida rivojlantirish masalasi yetarlicha tadqiq etilmagan.

Tadqiqot metodologiyasi

Tadqiqotda tizimli yondashuv, qiyosiy tahlil, mantiqiy umumlashtirish va guruhlash usullaridan foydalanilgan. Mexanizm elementlari funksional belgi bo‘yicha ajratilgan va har biri uchun rivojlantirish yo‘nalishi aniqlangan. Samaradorlikni baholashda kapitalning o‘rtacha tortilgan qiymati (WACC), sof joriy qiymat (NPV), ichki rentabellik darajasi (IRR), diskontlangan qoplanish muddati (DPP) va qo‘shilgan iqtisodiy qiymat (EVA) ko‘rsatkichlari qo‘llanilgan. Me’yoriy asos sifatida aksiyadorlik jamiyatlari va qimmatli qog‘ozlar bozori to‘g‘risidagi qonunchilik, axborot manbai sifatida openinfo.uz portali va “Toshkent” respublika fond birjasi ma’lumotlari olingan.

Tahlil va natijalar

Moliyalashtirish mexanizmi — bu investitsiya loyihalarini moliyaviy resurslar bilan ta’minlashga qaratilgan subyektlar, prinsiplar, manbalar, usullar va tartibga soluvchi vositalarning o‘zaro bog‘liq tizimi. Uning tarkibiy elementlari va rivojlantirish yo‘nalishlari 1-jadvalda keltirilgan.

1-jadval.

Investitsiya loyihalarini moliyalashtirish mexanizmining tarkibiy elementlari

Mexanizm elementi	Mazmuni	Rivojlantirish yo‘nalishi
Subyektlar	Aksiyadorlar umumiy yig‘ilishi, kuzatuv kengashi, ijroiya organ, investorlar, banklar, davlat	Kuzatuv kengashida mustaqil a’zolar ulushini oshirish, investitsiya qo‘mitasini shakllantirish
Obyektlar	Investitsiya loyihalari, pul oqimlari, kapital tarkibi, investitsiya dasturi	Loyihalarni yagona metodika asosida saralash va reyting tizimini joriy etish
Prinsiplar	Maqsadlilik, muddatlar muvofiqligi, diversifikatsiya, shaffoflik, risklarni taqsimlash	Prinsiplarni ichki me’yoriy hujjatlarda (investitsiya siyosati) rasmiylashtirish
Moliyalashtirish manbalari	Taqsimlanmagan foyda, amortizatsiya, aksiya emissiyasi, korporativ obligatsiyalar, bank krediti, XTI	Manbalarni diversifikatsiyalash, obligatsiya va aksiya joylashtirish amaliyotini kengaytirish

Mexanizm elementi	Mazmuni	Rivojlantirish yo‘nalishi
Usul va instrumentlar	Loyihaviy moliyalashtirish, sindikatlashgan kredit, lizing, konvertatsiyalanuvchi qimmatli qog‘ozlar	SPV asosida loyihaviy moliyalashtirishni va “yashil” obligatsiyalarni joriy etish
Tartibga solish quyi tizimi	Qonunchilik, dividend siyosati, ichki nazorat, risklarni boshqarish	Ko‘p yillik dividend siyosatini qabul qilish, risklarni xejirlash mexanizmini yo‘lga qo‘yish
Axborot ta’minoti	Moliyaviy hisobot, oshkora ma’lumotlar, loyiha ekspertizasi natijalari	XMHS bo‘yicha hisobot, loyiha parametrlari va natijalarini muntazam oshkor etish

Mexanizm samaradorligi quyidagi mezonlar orqali baholanadi: kapitalning o‘rtacha tortilgan qiymati loyihaning ichki rentabellik darajasidan past bo‘lishi (WACC < IRR); sof joriy qiymatning musbatligi (NPV > 0); moliyalashtirish manbalari muddatining loyiha qoplanish muddatiga mos kelishi; moliyaviy leverajning maqbul darajada saqlanishi; qo‘shilgan iqtisodiy qiymatning o‘sishi. Ushbu mezonlar birgalikda qaralganda, moliyalashtirishning “yetarliligi” emas, balki uning “muvofiqligi” asosiy o‘lchov ekanligi ayon bo‘ladi.

Tahlil natijalari asosida mexanizmni rivojlantirishning quyidagi yo‘nalishlari taklif etiladi:

1. **Moliyalashtirish manbalarini diversifikatsiyalash.** Yirik aksiyadorlik jamiyatlari uchun korporativ obligatsiyalar chiqarish va aksiyalarni birjada joylashtirishni muntazam amaliyotga aylantirish, bu esa kapitalning o‘rtacha tortilgan qiymatini (WACC) pasaytirish imkonini beradi.
2. **Muddatlar muvofiqligini ta’minlash.** Uzoq muddatda o‘zini qoplaydigan loyihalarni qisqa muddatli kredit hisobidan emas, balki uzoq muddatli instrumentlar hisobidan moliyalashtirish, aks holda qayta moliyalashtirish riski yuzaga keladi.
3. **Dividend siyosatini investitsiya dasturi bilan bog‘lash.** Erkin pul oqimiga asoslangan ko‘p yillik dividend siyosati aksiyadorlarga to‘lovlarni oldindan bashorat qilish, jamiyatga esa ichki moliyalashtirishni rejalashtirish imkonini beradi.
4. **Loyihalarni saralashning yagona tartibini joriy etish.** Barcha investitsiya takliflarini NPV, IRR, DPP va sezgirlik tahlili asosida majburiy baholash, natijalarni kuzatuv kengashi qoshidagi investitsiya qo‘mitasida ko‘rib chiqish.
5. **Axborot shaffofligini oshirish.** XMHS bo‘yicha hisobot, loyiha parametrlari va erishilgan natijalarni oshkor etish, mustaqil audit va kredit reytingi investorlar talab qiladigan risk mukofotini kamaytiradi.
6. **Risklarni boshqarish tizimini shakllantirish.** Valyuta va foiz stavkasi risklarini xejirlash, yirik loyihalarni SPV orqali ajratib moliyalashtirish, risklarni loyiha ishtirokchilari o‘rtasida shartnomaviy taqsimlash.

Xulosa

1. Aksiyadorlik jamiyatlarida investitsiya loyihalarini moliyalashtirish mexanizmi subyektlar, obyektlar, prinsiplar, manbalar, usul va instrumentlar, tartibga solish hamda axborot ta’minoti quyi tizimlarining o‘zaro bog‘liq yaxlitligi sifatida qaralishi lozim. Ushbu elementlardan birortasining zaifligi butun mexanizm samaradorligini pasaytiradi.
2. Mexanizm samaradorligining bosh mezoni moliyalashtirish hajmi emas, balki kapitalning o‘rtacha tortilgan qiymatini loyihaning ichki rentabellik darajasidan past ushlab turish va shu asosda qo‘shilgan iqtisodiy qiymatni (EVA) oshirishdir.
3. Moliyalashtirish manbalarining tarkibi uning hajmidan kam ahamiyatga ega emas: uzoq muddatli bozor instrumentlari (obligatsiya, aksiya emissiyasi) qisqa muddatli bank kreditiga qaraganda yuqori samara beradi, chunki ular loyihaning qoplanish muddatiga mos keladi.
4. Axborot assimetriyasini kamaytirish mexanizmni rivojlantirishning eng arzon va eng samarali yo‘nalishi hisoblanadi: oshkoralik jamiyat uchun tashqi majburiyat emas, balki kapital qiymatini pasaytirish vositasidir.
5. Taklif etilgan yo‘nalishlarni amaliyotga joriy etish aksiyadorlik jamiyatlariga investitsiya dasturlarini barqaror moliyaviy asosda amalga oshirish, mamlakat miqyosida esa kapital jamg‘arilishini jadallashtirish imkonini beradi.

Foydalanilgan adabiyotlar ro‘yxati

1. Modigliani F., Miller M. H. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment // The American Economic Review. – 1958. – Vol. 48, No. 3. – P. 261–297.
2. Myers S. C. The Capital Structure Puzzle // The Journal of Finance. – 1984. – Vol. 39, No. 3. – P. 575–592.
3. Myers S. C., Majluf N. S. Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have // Journal of Financial Economics. – 1984. – Vol. 13, No. 2. – P. 187–221.
4. Jensen M. C., Meckling W. H. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure // Journal of Financial Economics. – 1976. – Vol. 3, No. 4. – P. 305–360.
5. Jensen M. C. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers // The American Economic Review. – 1986. – Vol. 76, No. 2. – P. 323–329.
6. Levine R. Finance and Growth: Theory and Evidence // Handbook of Economic Growth. – Amsterdam: Elsevier, 2005. – Vol. 1A. – P. 865–934.
7. Esty B. C. Modern Project Finance: A Casebook. – New York: John Wiley & Sons, 2004. – 560 p.
8. Brealey R. A., Myers S. C., Allen F. Principles of Corporate Finance. – New York: McGraw-Hill Education, 2020.
9. G20/OECD Principles of Corporate Governance. – Paris: OECD Publishing, 2023.