

**AKSIYADORLIK JAMIYATLARINING EMISSIYA FAOLIYATINI
RIVOJLANTIRISHNING METODOLOGIK ASOSLARI**

Dilnozaxon Muxitdinova

*“Korporativ moliya va qimmatli qog'ozlar” kafedrası, Toshkent davlat iqtisodiyot
universiteti, Toshkent, O'zbekiston,
dilnozakhnmukhitdinova@gmail.com*

Aksiyadorlik jamiyatlari moliya tizimining asosiy bo'g'ini bo'lib, ularning emissiya faoliyati korporativ sektor uchun investitsiya manbalarini kengaytiradi. Emissiya orqali jamiyatlar o'z kapitalini oshirib, yangi loyihalar va texnologiyalarni moliyalashtirish imkoniga ega bo'ladi. Shu bilan birga, emissiya jarayoni iqtisodiyotdagi moliyaviy resurslarning taqsimlanishida, kapital bozorining chuqurligi va likvidligini ta'minlashda muhim omil hisoblanadi.

Biroq, emissiya faoliyatining samaradorligi har bir mamlakatda mavjud iqtisodiy siyosat, qonunchilik, korporativ boshqaruv sifati va investor ishonchi bilan chambarchas bog'liq.

Aksiyadorlik jamiyatlari emissiyasini rivojlantirish masalasini iqtisodiy nazariya nuqtayi nazaridan birinchi marta chuqur tahlil qilganlar orasida **Franco Modigliani va Merton Miller** (1958) alohida o'rin tutadi. Ularning **“Capital Structure Irrelevance Theory”** (Kapital tuzilmasining befarqlik nazariyasi) kompaniya qiymati qarz va aksiyalar ulushi o'zgarsa ham o'zgarmasligini ilgari suradi. Ularning fikricha, mukammal bozor sharoitida emissiya qarorlariga soliqlar, agentlik xarajatlari va axborot assimetriyasi ta'sir qilmaguncha kapital qiymatida o'zgarish bo'lmaydi.

Eugene Fama (1970) tomonidan ilgari surilgan **bozor samaradorligi gipotezasi** esa, aksiyalar narxlari barcha mavjud axborotni o'zida aks ettiradi, degan g'oyaga asoslanadi. Bu emissiya faoliyatida axborot oshkoraligining muhimligini ko'rsatadi.

Stewart Myers va **Nicolas Majluf** (1984) esa **“pecking order theory”** orqali kompaniyalar moliyalashtirishda ichki resurslarga tayanish, keyin qarz, oxirida esa yangi aksiyalar emissiyasini tanlashini asoslagan. Ularning tadqiqoti shuni ko'rsatadiki, aksiyalar emissiyasi faqat boshqa moliyaviy manbalar cheklangan holatda afzal bo'ladi.

Michael Jensen (1986) tomonidan ilgari surilgan **agentlik nazariyasi** doirasida emissiya va kapital tuzilmasining boshqaruv qarorlariga ta'siri o'rganilgan. Jensen



kompaniya rahbariyatining erkin naqd pul oqimlarini nazorat ostiga olish emissiya siyosati orqali mumkinligini ta'kidlagan.

Joseph Stiglitz va **Andrew Weiss** (1981) esa axborot assimetriyasi muammosi tufayli bozor ishtirokchilari o'rtasida riskning nomutanosib taqsimlanishini tahlil qilgan.

Raghuram Rajan va **Luigi Zingales** (1998) o'z tadqiqotlarida kapital tuzilmasining mamlakatdagi moliya tizimi va huquqiy muhitga bog'liqligini ko'rsatganlar. Ularning fikricha, korporativ moliyalashtirish tizimi rivojlangan davlatlarda emissiya faoliyati ko'proq bo'ladi, chunki u yerda investorlar huquqlari ishonchli himoya qilinadi.

Pascal Paetz (2022) esa makroiqtisodiy barqarorlik va kapital bozor chuqurligi o'rtasidagi bog'liqlikni o'rganib, aksiyadorlik jamiyatlari emissiyasining mamlakat iqtisodiy o'sishiga bevosita ta'sirini aniqlagan.

Moliyaviy iqtisodiyot nazariyasida aksiyadorlik jamiyatlarining emissiya faoliyati dastlab kapital strukturasi shakllantirish vositasi sifatida qaralgan bo'lsa, zamonaviy ilmiy qarashlarda u iqtisodiyotning institutsional taraqqiyoti ko'rsatkichi sifatida baholanmoqda

1-jadval**Emissiya faoliyatining metodologik asoslari bo'yicha qiyosiy jadval (nazariy yondashuvlar kesimida)**

Nazariy yondashuv	Asosiy mualliflar	Emissiyaga munosabat	Metodologik mazmun	Kuchli jihat	Cheklov
Kapital tuzilmasi befarqligi	Modigliani & Miller	Emissiya kompaniya qiymatiga ta'sir qilmaydi	Mukammal bozor modeli	Nazariy aniqlik	Amaliyotda bozor mukammal emas
Pecking order theory	Myers & Majluf	Avval ichki resurs, keyin qarz, oxirida emissiya	Axborot assimetriyasi modeli	Kapital tanlashni tushuntiradi	Bozorda doim amal qilmaydi
Bozor samaradorligi	Eugene Fama	Emissiya narxi bozor tomonidan baholanadi	Informatsion samaradorlik	Narx signallari yuqori	Kam rivojlangan bozorlarda

**“NAZARIY VA AMALIY FANLARDAGI USTUVOR ISLOHOTLAR
VA ZAMONAVIY TA'LIMNING INNOVATSION YO'NALISHLARI”**

Nazariy yondashuv	Asosiy mualliflar	Emissiyaga munosabat	Metodologik mazmun	Kuchli jihat	Cheklov
					ishlamaydi
Agentlik nazariyasi	M. Jensen	Emissiya boshqaruv nazoratini yumshatadi	Agentlik xarajatlari modeli	Boshqaruv muammolar i tushuntiriladi	Ijtimoiy omillar kam hisobga olinadi
Institutsional nazariya	North, Rajan va Zingales	Emissiya muhitga bog'liq	Huquqiy-institutsional model	Real muhitga mos	Keng qamrovli, o'lchash qiyin
Rivojlanish nazariyasi	Stiglitz	Emissiya iqtisodiy o'sishni tezlatadi	Moliyaviy chuqurlik modeli	Makro tahlil kuchli	Mikro jihatlar yetarli emas

Modigliani va Miller tomonidan ishlab chiqilgan kapital tuzilmasining befarqlik nazariyasiga ko'ra, mukammal bozor sharoitida aksiyalar emissiyasi kompaniya qiymatiga ta'sir ko'rsatmaydi. Ushbu model matematik jihatdan mukammal bo'lsa-da, amaliy tajribada aksiyadorlik jamiyatlari soliqlar, axborot assimetriyasi va bozor noaniqligi sharoitida faoliyat yuritadi. Shu sababli, keyingi yondashuvlar ushbu nazariyani real bozor sharoitiga moslashtirishga qaratildi.

Myers va Majluf tomonidan asoslangan “pecking order theory” doirasida kompaniyalar moliyalashtirishda ichki manbalarga ustuvorlik berishi, tashqi emissiyani oxirgi bosqichda amalga oshirishi qayd etiladi. Bu holat shuni ko'rsatadiki, emissiya faoliyati nafaqat kapital olish vositasi, balki kompaniyaning bozor oldidagi signali sifatida ham namoyon bo'ladi.

Fama tomonidan ishlab chiqilgan bozor samaradorligi gipotezasi esa emissiya jarayonida axborot oshkoraligining strategik ahamiyatini asoslab beradi. Agar bozor to'liq samarador bo'lsa, yangi chiqarilayotgan aksiyalarning narxi real qiymatni aks ettiradi va spekulyativ xatarlar kamayadi. Biroq rivojlanayotgan mamlakatlarda kapital bozori hali to'liq shakllanmaganligi sababli, ushbu model to'liq ishlamaydi.



Shu nuqtai nazardan, institutsional yondashuv alohida ahamiyat kasb etadi. Douglass North, Rajan va Zingales tadqiqotlarida emissiya darajasi kapital bozor institutlarining rivojlanish darajasi, investor huquqlarining himoyasi va huquqiy barqarorlik bilan chambarchas bog'liq ekanligi ilmiy asoslangan. Bu esa metodologik jihatdan shuni anglatadiki, emissiya faoliyatini faqat moliyaviy instrument sifatida emas, balki institutlar tizimi doirasida baholash zarur.

Mahalliy olimlardan S. Elmirzayev, **X. Xolboyev, S. Muydinov, B. Toshmatov** va boshqa iqtisodchi olimlar ham O'zbekiston kapital bozorini chuqurlashtirish va aksiyadorlik jamiyatlarining moliyaviy mustaqilligini oshirish zarurligini ta'kidlaydilar.

Sh.Sh. Shoha'zamiy o'z tadqiqotlarida aksiyadorlik jamiyatlarida emissiya faolligini kapital bozorining institutsional yetilish darajasi bilan to'g'ridan-to'g'ri bog'laydi. Uning fikriga ko'ra, emissiya rivoji faqat normativ hujjatlar orqali emas, balki bozor infratuzilmasi, investorlar huquqlarini himoyalash mexanizmlari va axborot ochiqligi orqali ta'minlanadi. U emissiyani iqtisodiy resurslarni qayta taqsimlovchi muhim moliyaviy instrument sifatida baholaydi.

B.S. Toshmatov emissiya jarayonlarining investitsion faollikka ta'sirini makroiqtisodiy nuqtayi nazardan o'rganib, uni iqtisodiy o'sishning muhim katalizatori sifatida baholaydi. Uning ilmiy ishlanmalarida emissiya kredit, byudjet va tashqi investitsiya bilan bir qatorda real sektorni moliyalashtirishning asosiy manbalaridan biri sifatida ko'riladi.

S.B. Muydinov fond bozorining texnologik va institutsional infratuzilmasi yetishmasligi emissiya faoliyatining sust rivojlanishiga sababchi bo'layotganini asoslaydi. U emissiya samaradorligini faqat huquqiy muhit emas, balki depozitariy, kliring, brokerlik institutlari tizimi bilan ham bog'lash zarurligini ko'rsatadi.

A.A. Abdukarimov korporativ moliya doirasida emissiya faoliyatiga kapital tuzilmasining muhim elementi sifatida qaraydi. U O'zbekistondagi aksiyadorlik jamiyatlarida qarz kapitalining ustunligi kapital barqarorligiga xavf tug'dirayotganini, emissiya rivojlanishi bu muammoga muvozanat yechimi bo'la olishini ta'kidlaydi.

Q.X. Xolboyev o'z ilmiy izlanishlarida korporativ boshqaruv sifati bilan emissiya faolligi o'rtasidagi bog'liqlikni asoslaydi. Uning yondashuviga ko'ra, yaxshi boshqaruv tizimiga ega bo'lgan jamiyatlarga muvaffaqiyatli aksiyalar joylashtira oladi, chunki investorlar asosan ochiqlik, hisobdorlik va mustaqil direktorlar mavjudligiga e'tibor qaratadi.

I.S. Qodirov emissiya faoliyatini tartibga soluvchi qonunchilikning rivojlanishiga urg'u berib, normativ-huquqiy baza bozorni cheklovchi emas, balki rag'batlantiruvchi mexanizm



bo'lishi zarurligini qayd etadi. U regulyatorning vazifasini nazorat bilan cheklanmasdan, emissiya jarayonlarini qo'llab-quvvatlashda faol ishtirok etuvchi subyekt sifatida ko'radi.

N.M. Yusupov davlat ulushi yuqori bo'lgan aksiyadorlik jamiyatlarida emissiya jarayonlari yetarlicha faollashmayotganini ta'kidlab, davlat kapitali ustun bo'lgan sharoitda xususiy investorlarning manfaatlari to'liq ta'minlanmasligini ko'rsatadi.

D.A. Raxmonov esa investorlar moliyaviy savodxonligining yetarli darajada shakllanmaganligi emissiya faoliyatining keng yoyilishiga to'sqinlik qilayotgan asosiy omillardan biri ekanini ilmiy jihatdan asoslaydi.

S. Elmirzayev o'z ilmiy chiqishlarida emissiya jarayonini faqat iqtisodiy mexanizm emas, balki institutsional ishonch tizimi sifatida baholaydi. U iqtisodiy tizimda ishonch darajasi past bo'lsa, aksiyalar bozori rivojlanmasligini, shuning uchun emissiyani boshqarishda axborot shaffofligi va korporativ madaniyat ustuvor bo'lishi shartligini ta'kidlaydi.

Foydalanilgan adabiyotlar

1. Modigliani, F. & Miller, M. (1958). *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*. American Economic Review.
2. Fama, E. (1970). *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*. Journal of Finance.
3. Myers, S., & Majluf, N. (1984). *Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information Investors Do Not Have*. Journal of Financial Economics.
4. Jensen, M.C. (1986). *Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers*. American Economic Review.
5. Stiglitz, J., & Weiss, A. (1981). *Credit Rationing in Markets with Imperfect Information*. American Economic Review.
6. Rajan, R., & Zingales, L. (1998). *Financial Dependence and Growth*. American Economic Review.
7. Paetz, P. (2022). *Monetary Policy and Capital Market Deepening*. Journal of Macroeconomic Dynamics.
8. Elmirzayev, S. (2023). *Korporativ boshqaruvni takomillashtirish va kapital bozorini rivojlantirish yo'nalishlari*. TDIU Ilmiy jurnali.
9. Xolboyev, X. (2024). *O'zbekiston kapital bozorini rivojlantirishning institutsional omillari*. TSUE Journal.