

PhD, dots. Sardor Omonov

Toshkent davlat iqtisodiyot universiteti

KAPITAL BOZORIDA O‘ZINI O‘ZI TARTIBGA SOLISH AMALIYOTINI TASHKIL ETISHDA LISTING JARAYONINING O‘RNI

Annotatsiya. Mazkur maqolada kapital bozorida o‘zini o‘zi tartibga solish amaliyotini tashkil etishda listing jarayonining o‘rnini o‘rganish turli iqtisodchi olimlar va tadqiqotchilarning nazariy qarashlari bayon etilgan. Kapital bozorida o‘zini o‘zi tartibga solish amaliyotini tashkil etishda listingdan o‘tishning umumiy tartibi, Toshkent RFBda listing jarayonining bosqichlari va listing kategoriyalari tahlil qilingan. Tahlillar asosida tegishli xulosalar va takliflar shakllantirilgan.

Tayanch so‘zlar: kapital bozori, tartibga solish, o‘zini o‘zi tartibga solish, listing, listing kategoriyalari, “Premium” kategoriyasi, “Standart” kategoriyasi, “Tranzit” kategoriyasi, “Xususiylashtirish” kategoriyasi.

THE ROLE OF THE LISTING PROCESS IN ORGANIZING SELF- REGULATION IN THE CAPITAL MARKET

Abstract. This article presents the theoretical views of various economists and researchers on the role of the listing process in organizing self-regulation in the capital market. The general procedure for listing in organizing self-regulation in the capital market, the stages of the listing process and the listing categories in the Tashkent Stock Exchange are analyzed. Based on the analysis, relevant conclusions and proposals are given.

Keywords: capital market, regulation, self-regulation, listing, listing categories, “Premium” category, “Standard” category, “Transit” category, “Privatization” category.

Kirish

Bugungi kunda kapital bozori rivojlanayotgan mamlakatlardagi iqtisodiy o‘zlash jarayonida muhim ahamiyat kasb etmoqda. Kapital bozorining rivojlanish darajasi milliy iqtisodiyotga investitsiyalarni jalb qilish ko‘lamini belgilab beradi. Kapital bozorida o‘zini o‘zi tartibga solish amaliyotini tadqiq etish hamda listing jarayonini samarali tashkil etish investorlarning ishonchini oshirish va ularning huquqlarini himoya qilishda muhim rol o‘ynaydi. Rivojlanayotgan mamlakatlarda aksiyalar va obligatsiyalar bozorining rivoji xususiy sektorni qo‘llab-quvvatlashga xizmat qiladi. Shuni qayd etishimiz lozimki, tahlil jarayonlari kapital bozori infratuzilmasidagi kamchiliklarni aniqlash va ularni bartaraf etish yo‘llarini

aniqlashga imkon beradi. Shuningdek, kapital bozorining samarali rivoji korxonalarning moliyaviy mustaqilligini oshiradi va ularni tashqi moliyaviy resurslarga bo'lgan qaramlikni kamaytirishga xizmat qiladi. Kapital bozori orqali mamlakatning investitsion muhitini yaxshilashga qaratilgan islohotlar samaradorligining qanchalik darajada namoyon bo'layotganligini ham baholash mumkin. Yuqorida qayd etilgan jihatlar ko'rsatadiki, kapital bozorida o'zini o'zi tartibga solish nafaqat kapital bozorini rivojlantirishda, balki iqtisodiyotni samarali moliyalashtirishda ham muhim o'rin tutadi. Shu boisdan kapital bozorida o'zini o'zi tartibga solish amaliyotini tashkil etishda listing jarayonining o'rnini o'rganish dolzarb hisoblanadi.

Adabiyotlar sharhi

Bugungi kunda iqtisodiyotni jadal rivojlantirish sharoitida kapital bozorini rivojlantirishda o'zini o'zi tartibga solish amaliyoti alohida ahamiyat kasb etmoqda. I.Atiyas va H.Ersellar fikricha "kapital bozorini "iks-post" shakli yordamida tartibga solishda kompaniya tomonidan raqobat to'g'risidagi qonunlarga zid xatti-harakat amalga oshirilgandan so'ng kompaniyalar jazolanadi. Boshqa ko'plab tartibga soluvchi hujjatlar "iks-ante" shakliga muvofiq amalga oshiriladi, ya'ni moliya bozorida qonunga zid holatlar yuzaga kelmasligi uchun oldindan qoidalar ishlab chiqiladi" [1].

R.Fransioni, J.Freyz va A.Hekmeysterlarning ta'kidlashlaricha, "kapital bozorini tartibga solishning asosiy maqsadi moliyaviy barqarorlikni ta'minlashdir. Shu nuqtai nazardan, barqarorlikning muhim shartlaridan biri moliya bozorlarida ishlaydigan infratuzilma tizimi hisoblanadi. Moliya bozorlari o'rganiladigan har bir tahlilda tabiiy ravishda ushbu moliya bozorining infratuzilmasi qoidalari hisobga olinishi kerak" [2].

A.M. Pakkes va D.Heremanslarga ko'ra "asosan ma'lumotlar nomutanosibligi tufayli moliya bozorlari mukammal ishlay olmaydi... Ma'lumotlar nomutanosibligi moliya bozorini tartibga solish zarurligini ko'rsatadi va buning uchun yechimlar, asosan, moliyaviy ishtirokchilar orqali ta'minlanishi yoki hukumat aralashuvini talab qilishi mumkin" [3].

"Hukumat aksiyalarni listingdan o'tkazish uchun, avvalo, samarali faoliyat yuritayotgan davlat ulushi mavjud kompaniyalarni tanlashga qaror qilishi va shu tariqa qimmatli qog'ozlar bozorida katta miqdordagi investitsiya mablag'larining samarali kompaniyalarga yo'naltirilishiga erishishi mumkin" [4].

J.Makey va boshqalar ta'kidlashicha "delisting qoidalarini ikkita analitik toifalarga bo'lish mumkin. Birinchi toifaga birjaning foydasini ta'minlash uchun listing kompaniyalarining manfaatiga xizmat qiladigan qoidalar kiradi, chunki doimiy ravishda foyda oladigan kompaniyalar birjalarga doimiy kotirovkadan foyda

keltiradi. Ikkinchi toifa listingdan o'tgan savdo platformasining obro'sini himoya qilish uchun mo'ljallangan" [5].

S. Chaplinskiy va L. Ramchand fikriga ko'ra "majburiy delisting kompaniyalar belgilangan standartlarga javob bera olmasliklari sababli ro'y beradi, aksariyat hollarda, kompaniyalar yomon ishlashi sababli ro'y beradi" [6].

I.Martinez va boshqalarning ta'kidlashlaricha "xarajatlarni tejash nuqtai nazaridan delisting sabablarini tahlil qilish bizni delistingning ikki xil darajasini aniqlashga olib keladi. Ixtiyoriy delisting holatida firmalar listing xarajatlarining o'sishiga duch kelmoqdalar va ushbu xarajatlarning oldini olish uchun birjada listingdan o'tishdan voz kechishga qaror qilmoqdalar. Majburiy delisting holatida firmalar endi o'z xarajatlarini boshqarish imkoniyatiga ega bo'lmaydi va listingdan chiqarib yuboriladi. Ushbu farqlar delistingning iqtisodiy oqibatlarini ko'rib chiqish muhimligini anglatadi" [7].

O'zbekistonlik iqtisodchi olimlar ham moliya bozorini tartibga solish bo'yicha tadqiqotlar o'tkazgan. Xususan, S.Elmirzayev boshchiligidagi mualliflar jamoasining fikriga ko'ra, "moliya bozorini tartibga solishning tashqi mexanizmlari sifatida megaregulyator va makroregulyator keng qo'llaniladi. Moliya bozorini megaregulyator orqali tartibga solish xalqaro tashkilotlar tomonidan belgilangan talablar, tamoyillar asosida amalga oshiriladi. Makroregulyator esa bevosita davlat tomonidan tartibga solishni nazarda tutadi va odatda, qimmatli qog'ozlar bozorini tartibga solish bo'yicha vakolatli davlat organi belgilanadi. Jamoatchilik tashkilotlari orqali moliya bozorini tartibga solish amaliyoti ham jahon amaliyotida tashqi mexanizm sifatida keng qo'llaniladi" [8].

Yuqoridagi fikr-mulohazalar asosida aytishimiz mumkinki, kapital bozorini rivojlantirishda tartibga solish mexanizmlarining samarali ishlashi butun bozorning kelajagini belgilab beruvchi masalalardan biriga aylanib ulgurgan. Fond birjalar tomonidan listing talablarining samarali qo'llanilishi kapital bozori rivojlanishiga ijobiy ta'sir o'tkazmasdan qolmaydi.

Tadqiqot metodologiyasi

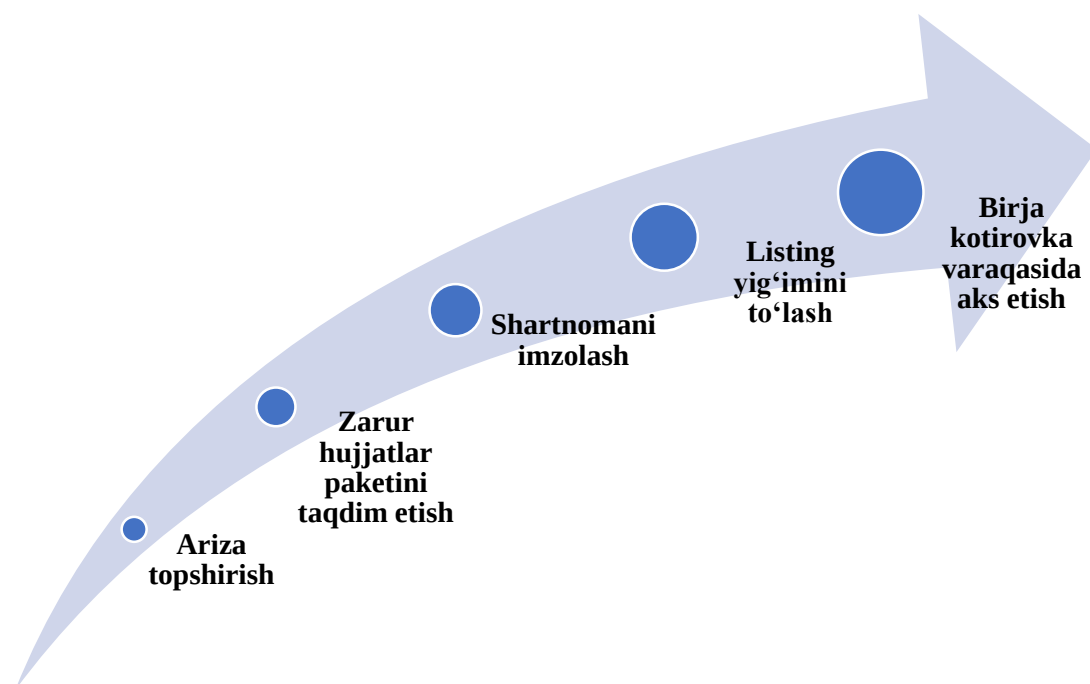
Kapital bozorida o'zini o'zi tartibga solish amaliyotini tashkil etishda listing jarayonining o'rnini o'rganishda analiz, sintez, tanlanma tahlil, taqqoslama tahlil, ilmiy abstraksiyalash kabi tadqiqot usullaridan foydalanilgan.

Tahlil va natijalar

Kapital bozorining samarali ishlashi uchun o'zini o'zi tartibga solish va listing talablarini baholash muhim ahamiyatga ega. Chunki bu investorlar ishonchini oshirish va kompaniyalarning uzoq muddatli rivojlanish strategiyasini qo'llab-quvvatlash imkonini beradi. Listing jarayonida kompaniyalar korporativ boshqaruv

me'yorlariga rioya qilish, shaffoflikni oshirish va muntazam moliyaviy hisobotlarni e'lon qilish majburiyatini oladilar. Bu esa investorlarga xatarlarni minimal darajada ushlab turish imkoniyatini yaratadi. Kapital bozorida o'zini o'zi tartibga solish tizimi bozor ishtirokchilarining mustaqilligini saqlab qolish bilan birga ularning intizomli bo'lishiga ham xizmat qiladi. Shuningdek, listing talablarini tahlil qilish orqali fond birjalari bozorga faqat ishonchli va moliyaviy jihatdan barqaror kompaniyalarning kirishini ta'minlaydi. Bu esa spekulyativ kompaniyalarning bozorga kirishini cheklaydi va investorlarni firibgarlikdan himoya qiladi. Fond birjalarida listing talablariga rioya qilish va o'zini o'zi tartibga solish tizimini takomillashtirish kompaniyalarning xalqaro bozorlarga chiqishini ham osonlashtiradi. Xalqaro fond birjalari tomonidan belgilangan talablar jahon moliyaviy standartlariga mos bo'lgani sababli kompaniyalar global investorlarning ishonchini qozonish imkoniyatiga ega bo'ladi. Bu esa ularning kapital jalb qilish imkoniyatlarini kengaytiradi va fond bozorida uzoq muddatli barqarorlikni ta'minlaydi. Yuqorida qayd etilgan jihatlar mazkur masalalarni o'rganishning dolzarbligini belgilaydi.

Qimmatli qog'ozlarni birja kotirovka varaqasiga kiritish jarayoni har qanday kompaniya hayotidagi muhim va ajralmas bosqich hisoblanadi. Listingdan o'tgan emitent o'z qimmatli qog'ozlarini kengroq investorlar doirasiga taklif qilish imkoniyatiga ega bo'ladi. Bu esa qimmatli qog'ozlarga investitsion maqom beradi, kompaniyaning o'zi esa "ommaviy kompaniya" maqomini qo'lga kiritadi (1-rasm).



1-rasm. “Toshkent” RFBda listingdan o'tishning umumiy tartibi [9]

Ariza topshirish kapital bozorida listing jarayonining birinchi bosqichi hisoblanadi. Ushbu bosqichda kompaniya o'z qimmatli qog'ozlarini birja savdosiga chiqarish niyatini bildiradi. Keyingi bosqichda zarur hujjatlar paketini taqdim etish talab etiladi, bu esa kompaniyaning moliyaviy barqarorligini tasdiqlash uchun muhimdir. Shundan so'ng, birja va emitent o'rtasida shartnoma imzolash jarayoni amalga oshiriladi. Shartnomani imzolash kompaniya va birja o'rtasidagi huquqiy munosabatlarni belgilab beradi. Navbatdagi bosqichda emitent listing yig'imi to'lovini amalga oshirishi lozim. Ushbu to'lov qimmatli qog'ozlarni birja kotirovkalariga kiritish xarajatlarini qoplashga xizmat qiladi. To'lov bajarilgach, qimmatli qog'ozlar rasmiy ravishda ro'yxatga olinadi. Yakuniy bosqichda kompaniya aksiyalari yoki obligatsiyalari birja kotirovka varag'ida aks etadi. Bu esa kompaniyaning bozorga chiqishini rasman e'lon qilish va investorlar uchun oshkoralikni ta'minlashga yordam beradi.

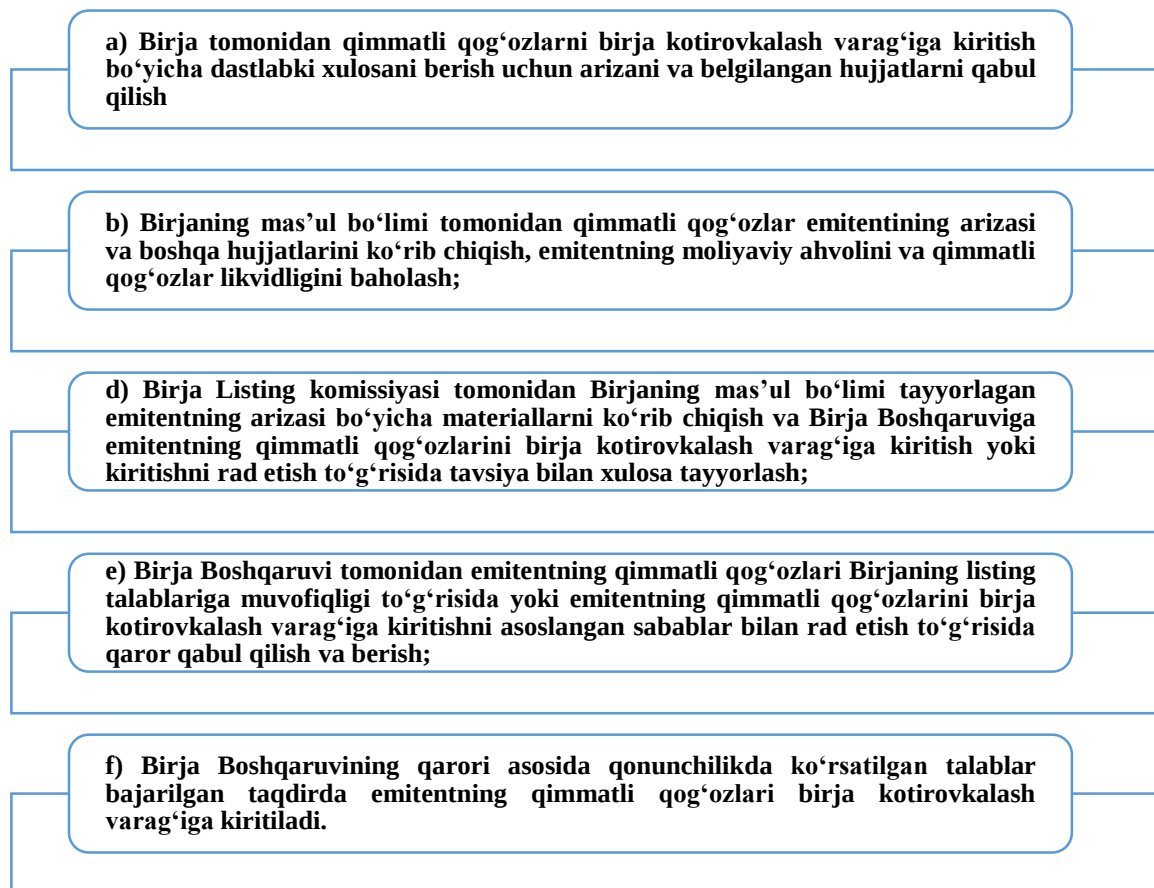
O'zbekiston kapital bozorida turli xil qimmatli qog'ozlar mavjud bo'lib, ular turkumlarga ajratiladi. Emitentlar tomonidan chiqariladigan qimmatli qog'ozlarga aksiyalar, obligatsiyalar va boshqa hosilaviy qog'ozlar kiradi. Aksiyadorlik jamiyatlarining oddiy va imtiyozli aksiyalari investorlar uchun asosiy investitsiya vositalaridan hisoblanadi. Korporativ va infratuzilma obligatsiyalari esa korxonalar faoliyatini moliyalashtirishda muhim o'rin tutadi. Bundan tashqari, birja obligatsiyalari va depozit sertifikatlari ham investorlar uchun imkoniyatlarni kengaytiradi. Davlat qimmatli qog'ozlari tarkibiga g'azna majburiyatlari va hukumat obligatsiyalari kiradi. Shuningdek, Markaziy bank obligatsiyalari ham davlat qimmatli qog'ozlarining muhim turini tashkil etadi (2-rasm).

Birja kotirovkalash varag'iga qimmatli qog'ozlarni kiritish jarayoni bir necha bosqichlari "Toshkent RFB birja kotirovkalash varag'i to'g'risida"gi Nizomda keltirib o'tilgan. Avvalo, emitent tomonidan ariza topshirilib, unga qo'shib mazkur nizomda belgilangan hujjatlar taqdim etiladi. So'ngra birjaning mas'ul bo'limi ushbu arizani ko'rib chiqib, emitentning moliyaviy holatini va qimmatli qog'ozlarining likvidligini baholaydi. Keyingi bosqichda Birja Listing komissiyasi mas'ul bo'lim tayyorlagan materiallarni ko'rib chiqib, Birja Boshqaruvi ga tegishli xulosa beradi. Ushbu xulosa emitent qimmatli qog'ozlarini kotirovkalash varag'iga kiritish yoki rad etish bo'yicha tavsiyani o'z ichiga oladi (3-rasm). Birja Boshqaruvi emitentning hujjatlarini chuqur o'rganib chiqib, listing talablariga moslik yuzasidan qaror qabul qiladi.



2.21-rasm. “Toshkent” RFB birja kotirovkalash varag'ining tuzilmasi [10]

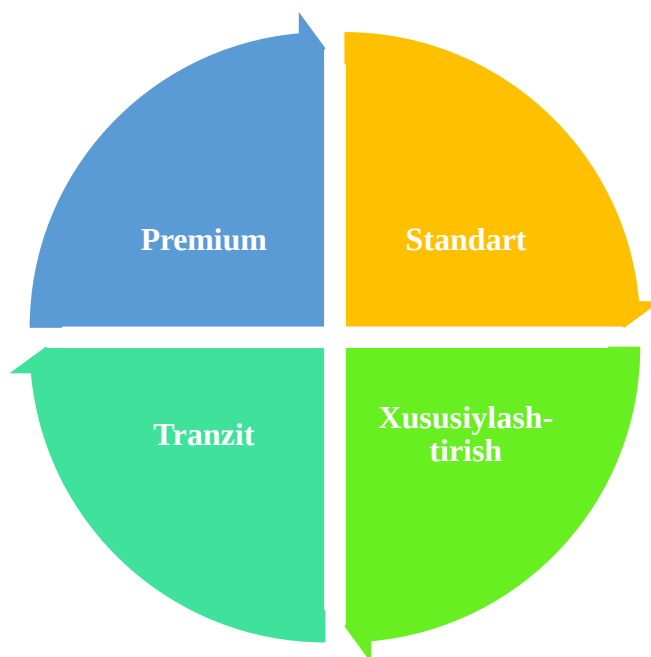
Agar moslik aniqlansa, qimmatli qog'ozlarni birja kotirovkalash varag'iga kiritish bo'yicha ruxsat beriladi. Agar talablar bajarilmagan bo'lsa, asoslantirilgan rad javobi beriladi. Yakuniy qaror qabul qilingach, qonunchilikda belgilangan shartlar bajarilganda emitentning qimmatli qog'ozlari rasmiy ro'yxatga olinadi. Bu jarayon investorlarga emitent haqida aniq va shaffof ma'lumot taqdim etishni ham nazarda tutadi.



3-rasm. “Toshkent” RFBda listingdan o‘tish bosqichlari [10]

“Toshkent” RFBda “Stock Market” bozoridagi aksiyalar qimmatli qog‘ozlar emitentlarining moliyaviy holatiga va ushbu Nizomda belgilangan boshqa talablarga muvofiq asosiy kategoriyalar “Premium”, “Standart”, “Xususiyashtirish” va maxsus kategoriya “Tranzit” kategoriyasiga bo‘linadi (4-rasm). Kapital bozorida o‘zini o‘zi tartibga solish amaliyoti va listing talablarini tahlil qilish investitsion muhitning barqarorligi va shaffofligini ta’minlashda muhim rol o‘ynaydi. Ushbu jarayon kapital bozorining ishonchligini oshirish, investorlarning huquqlarini himoya qilish va kompaniyalarning fond birjasida listingga qo‘yilishi uchun zarur talablarni belgilashga qaratilgan. O‘zini o‘zi tartibga solish amaliyoti bozor ishtirokchilarining mustaqil ravishda qoidalar ishlab chiqishiga va ularning bajarilishini nazorat qilishiga imkon yaratadi. Bu yondashuv davlat organlari tomonidan nazorat bilan birgalikda ishlaydi va kapital bozorida samarali boshqaruv tizimini shakllantirishga xizmat qiladi. Listing talablarini o‘rganish fond birjalariga kirishni rejalashtirayotgan kompaniyalarning moliyaviy barqarorligini, boshqaruv

sifatini va investorlarga taqdim etilayotgan axborot shaffofligini ta'minlash uchun muhimdir.



4-rasm. “Toshkent” RFBda “Stock Market” bozoridagi aksiyalar bo'yicha listing talablari tasniflanishi [11]

O'z-o'zini tartibga solish kapital bozorining ishlashi va yaxlitligida muhim rol o'ynaydi, ayniqsa ular texnologik taraqqiyot va moliyaviy mahsulotlarning murakkablashuvi sharoitida rivojlanayotganda mazkur jarayon yanada ahamiyatli bo'ladi.

Xulosa

Kapital bozorida o'zini o'zi tartibga solish amaliyotini tashkil etishda listing jarayonining o'rnini o'rganish asosida quyidagi xulosalar va tavsiyalar shakllantirilgan:

1. Milliy amaliyotda listingdan o'tishdan avvalgi korporativ boshqaruv baholash tizimini joriy etish lozim. Bu orqali o'zini o'zi tartibga soluvchi organlar listingga kiruvchi kompaniyalar uchun korporativ boshqaruv amaliyotiga oid minimal mezonlarni emas, balki reytingga asoslangan baholash tizimini joriy etishga, kompaniyalarda shaffoflikni oshirishga va axborotlarni to'liq oshkor qilishga imkoniyat yaratadi hamda bozor ishtirokchilari o'rtasida raqobatni sog'lom shakllantiradi;

2. Listing qoidalarini qonunchilikdan tashqari bozor intizomini mustahkamlovchi yumshoq tartibga solish (soft regulation) elementlari bilan ham

boyitish zarur. O‘zini o‘zi tartibga soluvchi organlar listing jarayonida ko‘rsatmalar, tavsiya etilgan standartlar kabi yumshoq tartibga solish vositalaridan foydalanib, kompaniyalarni majburiy talablar chegarasidan tashqarida ham mas’uliyatli xulq-atvorga yo‘naltirishi hamda shu orqali bozor intizomini oshirishi lozim;

3. Listingdan keyingi monitoring mexanizmlarini raqamlashtirish va real vaqt rejimida kuzatuv tizimini joriy etish maqsadga muvofiq. O‘zini o‘zi tartibga soluvchi organlar tomonidan moliyaviy texnologiyalar va big data monitoringi asosida listing talablariga rioya qilinishini uzluksiz baholash bozor ishtirokchilari faoliyatida yuzaga kelishi mumkin bo‘lgan risklarni erta aniqlashga va investor manfaatlarini proaktiv himoya qilishga xizmat qiladi;

4. Listing platformalarida shaffof ma’lumotlar maydonini yaratish va axborot asimmetriyasini kamaytirish lozim. O‘zini o‘zi tartibga soluvchi organlar tomonidan yagona ma’lumotlar portalini yaratish orqali listing jarayonida ishtirokchi kompaniyalarning moliyaviy natijalari, risklari, korporativ boshqaruv darajasi kabi amaliyotlari to‘liq ochiq e’lon qilinishi investorlar uchun sifatli qaror qabul qilish imkoniyatini oshiradi.

Foydalanilgan adabiyotlar ro‘yxati

1. Izak Atiyas and Hasan Ersel. Financial markets, regulation and financial crises. // Article. Semantic Scholar. November 1, 2010. p 4-5. <https://pdfs.semanticscholar.org/05ae/271e1eca5482d896399806be7d37982b05bc.pdf>
2. Reto Francioni, James H. Freis, Alexandra Hachmeister. Financial market regulation. // Article. Springer Link. January 18, 2017. p3. https://link.springer.com/chapter/10.1007%2F978-3-319-45848-9_9
3. Alessio M.Paccas, Dirk Heremans. Regulation of Banking and Financial Markets. // DOI: 10.2139/ssrn.1914461. SSRN electronic Journal. May 2011. https://www.researchgate.net/publication/228126773_Regulation_of_Banking_and_Financial_Markets
4. Julan Du, Chenggang Xu. Which Firms went Public in China? A Study of Financial Market Regulation. // World Development Volume 37, Issue 4, April 2009, Pages 812-824;
5. Jonathan Macey, Maureen O’Hara and David Pompilio. Down and Out in the Stock Market: The Law and Finance of Delisting Process. // Article. Haas School of Business University of California, Berkeley. November 2003. p 6-7. <https://haas.berkeley.edu/wp-content/uploads/delisting-Mar04-draft.pdf>
6. Susan Chaplinsky and Latha Ramchand. From Listing to Delisting: Foreign Firm’s Entry and Exit from the US. // Article. DOI:10.2139/ssrn.970641 . Semantic Scholar. October 2007. p 5.

7. Isabelle Martinez, Stephanie Serve, Constant Djama. Reasons for Delisting and Consequences. // Article. SSRN Electronic Journal. April 11, 2015. p3. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2591449
8. Moliya bozori: Darslik / S.Elmirzayev va boshqalar; – T.: “Iqtisod-moliya”, 2019. –299 b.
9. https://uzse.uz/abouts/listing_info - “Toshkent” RFB rasmiy sayti ma’lumotlari
10. “Toshkent RFB birja kotirovkalash varag‘i to‘g‘risida”gi Nizom, “Toshkent” RFB AJ Kuzatuv kengashi qaroriga ko‘ra 2024-yil 23-dekabrdagi 7-sonli Bayonnomasi bilan tasdiqlangan; <https://uzse.uz/legislations/442>
11. “Toshkent” RFB ma’lumotlari asosida muallif tomonidan shakllantirilgan