Раҳматли бобом ва бувимнинг ёрқин хотираларига бағишлайман



Ғуломов Саидахмад

Ўзбекистон Республикасида хизмат кўрсатган фан арбоби, и.ф.д., профессор



Ғаниева Минавархон

ЎЗБЕКИСТОН РЕСПУБЛИКАСИ АДЛИЯ ВАЗИРЛИГИ

ТОШКЕНТ ДАВЛАТ ЮРИДИК ИНСТИТУТИ

С.С. Ғуломов

Корпоратив бошқаришнинг ҳуқуқий муаммолари: назария ва амалиёт

Тошкент – 2004

УДК 347.725 (571.1)

Г–33 **С. С. Ғуломов.**
Корпоратив бошқаришнинг ҳуқуқий муаммолари: назария ва амалиёт. – Т.: ТДЮИ, 2004. – 394 с.

Масъул муҳаррир: Ўзбекистонда хизмат кўрсатган фан арбоби, Ўзбекистон ФА академиги, юридик фанлар доктори, профессор, ТДЮИ халқаро хусусий ҳуқуқ кафедраси мудири **Ҳ.Р.Рахмонқулов**

Ўзбекистонда хизмат кўрсатган ҳуқуқшунос, ю.ф.д., профессор, ТДЮИ ректори **М.Ҳ.Рустамбоев**

Тақризчилар: Ўзбекистонда хизмат кўрсатган ҳуқуқшунос, юридик фанлар доктори, профессор, ТДЮИ Фуқаролик ҳуқуқи кафедраси мудири **И.Б.Зокиров**

М.Улуғбек номидаги Ўзбекистон Миллий Университети ҳуқуқшунослик факультетининг “Фуқаролик жараёни” кафедраси мудири, ю.ф.д. **-Р.Ж..Рузиев**

ТДЮИ “Хўжалик ва меҳнат ҳуқуқи” кафедраси профессори, ю.ф.д. **О.Окюлов**

ТДИУ “Халқаро молиялар” кафедраси мудири, и.ф.д., профессор **О.Ю. Рашидов**

Мазкур тадқиқотда корпоратив бошқарув ва акциядорлар ҳуқуқларини ҳимоя қилиш муаммоларининг назарий жиҳатлари, корпоратив муносабатлар соҳасидаги қонунчилик базаси ва иқтисоди ривожланган мамлакатларнинг ҳуқуқни қўллаш тажрибаси танқидий нуқтаи назардан таҳлил этилган.

© С. С. Ғуломов, 2004.
© Тошкент Давлат юридик институти, 2004.

КИРИШ

Тижорат билан шуғулланишнинг ташкилий-ҳуқуқий шакли сифатида акциядорлик жамиятларининг[1] шакллантирилиши, мулк ҳуқуқини таъминлаш билан биргаликда мамлакатларнинг бозор иқтисодиёти сари дадил ривожланиши ва унинг тамойилларини бутун дунёга тарқалишини таъминловчи муҳим омил бўлиб ҳисобланади. Чекланган жавобгарлик, бошқарувнинг марказлашганлиги, эгалик улушини эркин тасарруф этиш имкониятининг мавжудлиги каби мазкур жамиятларнинг ўзига хос хусусиятлари ушбу юридик шахсларга йирик миқиёмдаги хўжалик фаолиятининг устувор қуроли бўлишга ёрдам берди.

Замонавий технологияларнинг ривожланиши бир корхонада ишлаб чиқариш ҳажми ("economies of scale"), ишловчи ходимлар сони ва капитал қўйилмаларини оширилишига олиб келди[2]. Капитал жалб этишнинг нисбатан оддийлиги акциядорлик жамиятлари оммавийлашишининг яна бир сабаби бўлди. Бошқача қилиб айтганда, комплекс бизнесни юритиш учун зарур бўлган катта миқдордаги пул воситалари тез йиғилиши ва белгиланган мақсадда тақсимланиши мумкин[3]. Ва ниҳоят, инвестицияга нисбатан хусусий мулк ижтимоий меёр сифатида қабул қилиниши, ривожланган бозор иқтисодиётига эга бўлган мамлакатларда корпоратив шаклнинг устунлигини изоҳловчи яна бир омиллардан бири бўлди[4]. Тегишинча, солиқ солиш ва давлат корхоналарини дотация қилиш орқали мажбурий омонатларни йиғиш йўли билан капитални фақат давлат томонидан жалб этишнинг зарурати қолмади.

Ислоҳотларнинг замонавий босқичида суверен Ўзбекистоннинг иқтисодий сиёсати капитал қўйиш билан боғлиқ

---

[1] Мазкур тадқиқотда ўрганилаётган муносабатлар ва турли давлатлар ҳуқуқ терминологияларининг ўзига хос хусусиятлари, шунингдек, тадқиқот соҳасидаги ҳуқуқий муносабатларда мавжуд илмий тушунишни инобатга олиб, “корпорация”, “компания” ва “акциядорлик жамияти” тушунчалари мазкур ишга нисбатан тенгдир.

[2] Қаранг: Bedeian A. and Zamnuto R. Organizations: Theory and Design. – Dryden, Chicago, 1991. – P.9.

[3] Қаранг: Яковлев В.Ф. Акционерные общества – достоинства и опасности // Журнал для акционеров. – 2000. – № 8. http://www.lin.ru

[4] Қаранг: Hicks J. A Theory of Economic History. – Oxford: Oxford University Press, 1986. – P.161–162.

таваккалчиликни ўз бўйнига олувчи шахслар (яъни акциядорлар) ва акциядорлик жамиятларининг бошқарув органлари, шунингдек, мансабдор шахслари манфаатларида мувозанатни таъминловчи самарали механизм шаклланишига йўналтирилган корпоратив бошқариш тамойилларини киритиш билан ҳам чамбарчас боғлиқ бўлиб ҳисобланади. Мамлакатимизда келажакда бутун республика иқтисодиёти ривожланишининг истиқболларини белгилаб берувчи корпоратив бошқариш модели асосларининг шаклланиши амалга оширилмоқда. Ишлаб чиқаришни акциядорлаштириш, очиқ турдаги акциядорлик жамиятларини ташкил этиш, ушбу жараёнга аҳолининг барча қатламларининг фаол жалб этилиши учун кенг имкониятлар яратади. Ҳақиқий мулкдорлар синфини шакллантириш ҳаётий ҳақиқатга айланиб бормоқда[5].

Гарчи юриспруденция иқтисодга, у учун шу қадар қимматли бўлган юридик шахс институтини “совға” қилган бўлсада, юридик шахснинг бир тури сифатида акциядорлик жамияти бир вақтнинг ўзида иқтисоднинг ҳам “ижод маҳсули” ҳисобланади. Бу институт дастлаб айнан иқтисод соҳасида ривожланган ва мазкур институтдаги камчиликлар айнан иқтисодий усуллар билан тўлдирилган.

Лекин акциядорлик жамиятларининг пайдо бўлиши ва фаолият юритиш билан боғлиқ кўпгина муаммоларни фақат иқтисодий тартибга солиш йўли билан ҳал этиш самарасиз бўлиб қолди. Бу эса корпоратив ҳуқуқ соҳаси ва фани ривожланиши бошланишининг сабабларидан бири бўлди. Гап шундаки, корпорацияларнинг камчиликлари уларнинг нисбатан мураккаб тузилишининг натижаси ҳисобланади, бу эса ўз навбатида, мазкур турдаги юридик шахсларга хос бўлган бир қатор вақтинчалик низолар ва муаммоларни келтириб чиқаради[6] ва корпоратив ҳуқуқ ушбу муаммоларни ҳал этиш ва

[5] Қаранг: Каримов И.А. Ўзбекистон иқтисодий ислоҳотларни чуқурлаштириш йўлида. – Т.: Ўзбекистон, 1995. –67 б.

[6] Батафсил қаранг: Ronald Coase. The Nature of the Firm // Economica. – 1937. – №4. – P.386−405; Bolton P. and Scharfstein D. Theory of Predation Based on Agency Problems in Financial Contracting // American Economic Review. – 1990. – №80. –P.94−106; Jensen M.C., Meckling W.H. Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs, and Ownership Structure // Journal of Financial Economics. – 1976. – №3. – P.305−360; Fama E., Jensen M.C. Agency Problems and Residual Claims // Journal of Law and Economics. – 1983. – №26. – P.327−352; Eisenhardt K.M. Agency Theory: An

бартараф қилишга йўналтирилган ҳуқуқий соҳа сифатида майдонга чиқади.

Корпоратив ҳуқуқий муносабатлар соҳасида акциядорлар мулк ҳуқуқларини ҳимоя қилиш[7] акциядорлик жамияти ва корпоратив ҳуқуқнинг марказий ва тўлиқ ҳал этилмаган муаммоларидан бири ҳисобланади. Бу корпорацияларни ташкил этиш ҳамда улар фаолиятининг эгалик қилиш ва бошқариш бир шахснинг қўлида тўпланмаслиги каби ўзига хос хусусияти билан изоҳланади. Бунда акциядорлар корпорациянинг асосий инвесторлари бўлиб майдонга чиқадилар, чунки, корпорация низом жамғармасининг ўзи таъсис бадаллари ва акциялар сотиб олиш орқали акциядорлар томонидан киритилган воситалардан ташкил топади.

Акциядорлар ҳақиқатдан ҳам корпорация воситаларининг эгалари ҳисобланишади, лекин, улар бу воситаларни бошқармайдилар, натижада улар мол-мулкининг сақланиши ва даромадлилиги корпоратив механизмнинг такомиллашганлик даражасига боғлиқ бўлади[8]. Акциядорлар корпорациянинг мол-мулкидан фойдаланиш ва уни тақсимлаш устидан тўғридан тўғри назоратга эга бўлмайдилар, бу эса ўз навбатида алдаш, ўзлаштириш ва корпорация воситаларини бошқача усулда суиистеъмол қилиш ҳамда мақсадсиз фойдаланиш орқали бошқарувчилар ва бошқа акциядорлар томонидан акциядорларнинг (айниқса кичик миқдордаги акцияга эга бўлган акциядорларнинг) ҳуқуқ ва манфаатларини бузиш учун шароит яратади. Шу ердан мазкур тадқиқот ишида алоҳида эътибор қаратиладиган “агентлик муаммоси” деб номланувчи муаммо

Assessment and Review // Academy of Management Review. – 1989. – №14(1). – P.57–74; и мн.др.

[7] Иқтисодий адабиётларда мулк ҳуқуқининг аниқлиги ва барқарорлиги иқтисодий ўсишнинг муҳим омили сифатида қаралади ва иқтисодий ривожланиш билан тўғридан-тўғри боғланади. Қаранг: North D. Structure and Performance: The Task of Economic History // Journal of Economic Literature. – 1978. – Vol. 16. – P.963–978; North D. Institutions and Credible Commitment // Journal of Institutional and Theoretical Economics. – 1993. – Vol. 149. – P.11–23.

[8] Қаранг: Hart O.D. Corporate Governance: Some Theory and Implications // The Economic Journal. – 1995. – Vol. 105. –№430 (May). – P.678–689.

келиб чиқади[9].

Дивидендларни умуман ёки тўлиқ ёхуд ўз вақтида тўламаслик, ахборотни ўз вақтида, тўлиқ ошкор этмаслик, корпорацияни бошқариш ва унинг даромадларини тақсимлашда иштирок этиш борасидаги акциядорлар ҳуқуқлари чекланишининг асосий турларидан ҳисобланади[10]. Афсуски, корпоратив ҳаракатлар турли жиҳатларининг тегишли тарзда ҳуқуқий тартибга солинмаганлиги (ёки унинг паст даражада эканлиги) етарли даражада кенг тарқалди[11].

Ўзбекистон Республикаси Президенти И.А.Каримов одилона таъкидлаганидек, “хусусийлаштирилган корхоналарда корпоратив бошқарувнинг етарли даражада ривожланмаганлиги, давлатнинг бошқалар олдидаги устувор ҳолати, директорлик корпусининг назоратсизлиги, мулкдорларнинг етарли даражада ҳимоя қилинмаганлиги инвесторлар ҳуқуқларининг бузилишига олиб келади ва уларда республика корхоналарига нисбатан ишончсизлик кайфияти

---

[9] “Мулкка эгаликни бевосита бошқарувдан ажратилиши” корпоратив бошқарувнинг ушбу ва бошқа муаммолари пайдо бўлишининг асосий иқтисодий сабаби бўлиб ҳисобланади. Бундай ажралиш натижасида жамиятнинг фаолиятини бевосита бошқарувчи ёлланма бошқарувчилар роли ошади, бунинг натижасида шундай бошқарув билан алоқада бўлган мазкур муносабатлар иштирокчиларининг ҳар бири ўз манфаатларини кўзлайдиган турли гуруҳлари пайдо бўлади Қаранг: Шиткина И. Соотношение интересов различных групп акционеров и менеджеров в управлении акционерным обществом // Хозяйство и право. – 1998. – №11. –45 б.

[10] 2003 йилда Қимматли қоғозлар бозори фаолиятини мувофиқлаштириш ва назорат қилиш Маркази (ҚҚБФНҚМ) томонидан инвесторларнинг 321 та шикоятлари кўриб чиқилди. 87 та акциядорлик жамиятларига нисбатан қонунбузарлик ҳолларини бартараф қилиш бўйича кўрсатма берилди, 39,3 млн. сўм миқдордаги иқтисодий санкциялар қўлланилди, 28 та қонун бузилиш ҳолати бўйича иш материаллари суд ва ҳуқуқни муҳофаза қилувчи органларга берилди, шунингдек, инвесторларга 576,84 млн.сўм дивидендлар тўланиши таъминланди. // Марказнинг 2003 йилги фаолияти тўғрисидаги ҳисобот http://www.uzse.com

[11] Хусусан, 2003 йилда Қимматли қоғозлар бозори фаолиятини мувофиқлаштириш ва назорат қилиш Маркази томонидан 128 та ҳолатда эмиссия рисоласини чоп этмаганлик, 145 та ҳолатда акциядорларнинг умумий йиғилиши ва йиллик ҳисобот йиғилишини ўтказишнинг ОАВда чоп этилмаганлиги, 35 та ҳолатда назорат қилувчи органларга йиллик ҳисоботни тақдим этмаганлик, 90 та ҳолатда дивидендлар тўлаш ҳақидаги ахборотни ОАВда чоп этмаганлик ҳолатлари аниқланган. // Марказнинг 2003 йилги фаолияти тўғрисидаги ҳисобот. http://www.uzse.com

уйғонишига ёрдам беради.”[12].

Инвесторлар манфаатларининг суст ҳимоя қилинганлиги табиий равишда зарур инвестициялар киритилишини рағбатлантирмайди, бу эса ўз навбатида корпорацияларнинг моддий асосларини емиради ва миллий иқтисодиётда корпоратив шаклнинг аҳамиятини таҳдид остида қолдиради. Замонавий шароитларда бундай ҳолат ҳоҳлаган давлат иқтисодиёти учун номақбул ҳисобланади, чунки, корпорациялар бир вақтнинг ўзида мамлакат иқтисодиётининг самарадорлигига таъсир этган ҳолда йирик инвестицияларни жалб этиш ва улардан фойдаланишнинг энг самарали қуроли бўлиб хизмат қилади.

Шу билан бирга акциядорлар ҳуқуқ ва манфаатлатларини ҳимоя қилишнинг энг самарали ҳуқуқий механизмини шакллантириш ва такомиллаштириш мураккаб вазифа бўлиб ҳисобланади, чунки, корпоратив шаклнинг мураккаб механизми ўз навбатида ҳал этилиши қийин бўлган бир қатор муаммоларни келтириб чиқаради. Мазкур ҳолат кенг ҳажмдаги инвестицияларга муҳтож бўлган ва бу борада етарли тажрибага эга бўлмаган бозор иқтисодиётига ўтиш даврида бўлган мамлакатларда янада яққол намоён бўлади. Аниқ ҳолатдан келиб чиққан ҳолда корпорация аъзолари мулк ҳуқуқини ҳимоя қилишнинг классик фуқаролик-ҳуқуқий усулларини қўллаш, мумкин бўлмай қолади ёки самарасиз бўлади ва натижада мулк ҳуқуқини ҳимоя қилишни чуқур ўрганиш ҳамда постсоциалистик мамлакатларнинг ижтимоий ва иқтисодий эҳтиёжларини инобатга олган ҳолда унинг янги ҳуқуқий механизмларини яратиш заруратини келиб чиқади.

Юқоридагилардан келиб чиққан ҳолда шуни таъкидлаш жоизки, корпоратив ҳуқуқи назарияси ва фани корпоратив тузилмаларнинг амалий ривожланишида муҳим ўрин тутади.

[12] Қаранг: Каримов И.А. Мамлакатнинг иқтисодий салоҳиятини ошириш - ислоҳотлар стратегияси.: Мамлакат ижтимоий-иқтисодий ривожланишининг 2002 йил якунлари ва 2003 йилда иқтисодий ислоҳотларни чцуқурлаштиришнинг асосий йўналишларига бағишланган Вазирлар Маҳкамасининг йиғилишида сўзлаган нутқи. // Халқ сўзи 18.02.2003.

Прецедент ҳуқуқига асосланган мамлакатларда корпоратив ҳуқуқ ривожланишида судлар, романо-герман ҳуқуқ тизимидаги давлатларда эса баъзида ўтиш давридаги мамлакатлар учун афзалроқ бўлган, корпоратив муносабатлар учун аниқ чегараларни ўрнатувчи қонунлар муҳим рол ўйнайди. Лекин амалиётчи ҳуқуқшунослар ҳар доим ҳам корпорацияларнинг фаолияти билан боғлиқ масалаларни ҳал этишда нисбатан иқтисодий самарали қарашларни ишлаб чиқа олмайдилар, судялар эса корпорациялар фаолиятидаги ўзига ҳос ҳолатларни қонунчилик нуқтаи назаридан тўғри ва нисбатан оқилона ҳал этишда қийинчиликларга дуч келишлари мумкин. Айнан шу жиҳатдан корпоратив муносабатларни комплекс равишда илмий таҳлил этиш зарур бўлиб ҳисобланади.

Ўзбекистон Республикаси Президенти И.А.Каримов бир неча марта таъкидлаганидек, Ўзбекистон ривожланаётган давлат бўлганлиги сабабли, тўлиқ равишда дунё иқтисодий ҳамжамиятига қўшилиш учун йирик хорижий инвестицияларга эҳтиёж сезади[13]. Лекин, юқорида таъкидланганидек, бугунги кунда инвестицияларни кўпайтиришнинг таъбир жоиз бўлса, ягона самарали воситаси - бу акциядорлик жамиятлари бўлиб ҳисобланади. Шу ердан мамлкатимиздаги корпоратив қурилишнинг хориджий инвестициялардан максимал даражада фойдаланиш билан боғлиқ кенг ривожланиши аҳамияти келиб чиқади. Ўзбекистон Республикасидаги йирик инвесторлардан DAEWOO AUTO, British-American Tobacco (BAT) кабиларни мисол тариқасида келитирш мумкин. Бугунги кундаги амалиёт мамлакатимизда бозор муносабатларини ривожлантиришнинг долзарб муаммоларини ҳал этиш мақсадида ҳар томонлама хорижий инвестицияларни жалб қилиш учун қулай ҳуқуқий муҳит яратиш заруратидан далолат бермоқда.

Шуларнинг барчаси тадқиқот мавзуимиз сифатида юқорида кўрсатилган доирадаги муаммоларни ўрганишни белгилаб берди. Бунда акциядорлар ҳуқуқларини таъминлаш муаммоларининг хорижий ва миллий назарий асослари танқидий нуқтаи назардан ўрганилди, иқтисоди ривожланган

[13] Қаранг: Каримов И.А. Ўзбекистон иқтисодий ислоҳотларни чуқурлаштириш йўлида. – Т.: Ўзбекистон, 1995. – 38 б.

мамлакатларнинг корпоратив қонунчилик базаси ва ҳуқуқни қўллаш тажрибаси таҳлил этилди.

I БОБ
КОРПОРАЦИЯЛАР ВА КОРПОРАТИВ ҲУҚУҚИЙ МУНОСАБАТЛАР ТУШУНЧАЛАРИНИНГ НАЗАРИЙ ЖИҲАТЛАРИ

1.1. Ҳуқуқ ва иқтисод фанида "корпорация" тушунчасининг шаклланиши

Мавжуд адабиётлар таҳлили шуни кўрсатадики, ҳуқуқ фанида корпорациялар рим ҳуқуқида бўлганидек шахс сифатида тан олинади[14]. Бунда масалан, корпорация мол-мулк мулкдори бўлиши, зарар етказиш ва шартномадан келиб чиққан турли мажбуриятларни бажариш юзасидан судда даъвогар ва жавобгар бўлиши шунингдек, солиқ тўловчи субъект бўлиши мумкин. Шу ва бошқа жиҳатлардан корпорация унда иштирок этаётган ёки корпорация фаолиятидан муайян манфаатга эга бўлган жисмоний шахслардан фарқли равишда субъектнинг ўзига хос хусусиятларига эга бўлади.

Гарчи бугунги кунда корпорацияларнинг бундай концепцияси умумий жиҳатлардан тан олинган бўлса-да, XIX асрда корпорациялар алоҳида субъект сифатида тан олинмаганлар[15]. Масалан, баъзи бир қарашларга кўра корпорация жисмоний шахсларнинг бирлашмаси ҳисобланиб, шу маънода ширкатларга тенглаштирилган. Виктор Мороветзнинг фикрича, корпорация ўз мулкдорларидан холи равишда мулкка эга бўлмайди, ўз моҳиятига кўра у “акциядорлар томонидан келишув келишув асосида шакллантирилган бирлашма бўлиб, иштирокчилардан алоҳида

[14] Қаранг: Хвостов В.М. Система римского права: Учебник. – М.: Спарк, 1996. – С.113.
[15] Қаранг: Gregory A. Mark. The Personification of the Business Corporation in American Law // U. Chi. L. Rev. – 1987. – №54. – P.1441. См. также: David Millon. Theories of the Corporation // Duke Law Journal. – 1990. – №20. – P.205–240.

тарзда субъект сифатида фаолият юрита олмайди”[16].

Мазкур концепция оппонентлари, яъни корпорацияларнинг давлат томонидан тартибга солиниши тарафдорлари англо-американ ҳуқуқ назариётчилари томонидан ишлаб чиқилган агрегатив назарияга (турли назариялар) таянишган. Мазкур назария корпорациянинг давлат томонидан ташкил этилган шахс ёки субъект эканлигидан келиб чиққан[17]. Колледж Дартмоуз иши бўйича маршарл бўлган АҚШ Олий суди судъяси корпорацияни “кўриб ва сезиб бўлмайдиган сунъий яратилган нарса” сифатида таърифлайди. Унинг фикрича, корпорациянинг “индивидуаллиги” унинг судда иштирок этиши, акциядорлари таркибидан қатъий назар жавобгарликка тортила олиши каби сифатларида намоён бўлади[18]. Ангел ва Амезнинг ишларида корпорация “ҳуқуқ томонидан муайян мақсадларда ташкил этилган ва жисмоний шахс сифатида қабул қилинадиган нарса” сифатида эътироф этилади[19]. Натижада судлар томонидан корпорацияларни жисмоний шахслар қатори ҳуқуқ субъектлари сифатида эътироф этувчи ҳуқуқ субъектларига нисбатан қонуний қоидалар ишлаб чиқилди[20].

Бизнинг фикримизча, АҚШда тадбиркорлик фаолияти давлат томонидан тартибга солинган даврда корпорацияларнинг субъектлилиги ғояси устун мавқега эга бўлганлиги сабабли агрегатив назария ўз замонасида муҳим аҳамиятга эга бўлган. Мазкур назарияга асосан қонун корпорацияни алоҳида шахс сифатида тан олган бўлишига

[16] Қаранг: Victor Morawetz. A Treatise on the Law of Private Corporations. – III. – 2d ed. – 1886. См. также: Henry O. Taylor. A Treatise on the Law of Private Corporations Having Capital Stock. – IV. – 1884 ("By dismissing this fiction [of the ‘legal person’] a clearer view may be had of the actual human beings interested, whose rights may then be determined without unnecessary mystification").

[17] Қаранг: Ruben D. The Existence of Social Entities // Philosophical Quarterly. – 1982. – №32. – P.295.

[18] Қаранг: Trustees of Dartmouth College vs. Woodward // 17 U.S. (4 Wheat.). – 1819. – P.518, 636–637.

[19] Қаранг: Joseph Angell & Samuel Ames. Treatise on the Law of Private Corporations. Aggregate 1. 10th ed. –1875. – P.231.

[20] Қаранг: Fisher vs. Horicon Iron & Mfg. Co. // 10 Wis. – 1860. – P.351, 355; People vs. Assessors of Watertown // 1 Hill. – P.616, 620–621 (N.Y. Sup. Ct., 1841).

қарамасдан унинг субъектлилиги шубҳа остида бўлган[21]. Бунда корпорациянинг мавжуд бўлиши давлат иродасига боғлигидан келиб чиқиь, корпоратив шахснинг сунъийлигига урғу берилган. XIX асрнинг кўп йиллари мобайнида тадбиркорлар қонун чиқарувчилар томонидан инкорпорацияга рухсат берувчи махсус ҳужжат қабул қилинишига эришган бўлсалар-да, бу даврда биргина хусусий ташаббус камлик қиларди. Корпоратив шахс “давлатнинг ижоди” бўлганлиги сабабли корпорация сиёсий жараёнда юз бериши мумкин бўлган ҳар қандай чекловлар ёки ҳуқуқий мажбуриятлар остида қолиши мумкин эди. Амалиётда корпорацияларнинг иқтисодий ва сиёсий моҳиятига нисбатан анъанавий ишончсизлик билан қараш корпорациялар миқдори, уларнинг воситалари ва фаолият муддатидаги қонунчиликда назарда тутилган чекловлар сабаби бўлди. Бунда улар монополистик устунликнинг манбаи[22] ёки бойликни йиғишнинг хавфли воситаси сифатида қаралган[23]. Шунинг учун кейинчалик корпорация низомларида корпорацияларнинг қисқача мақсадлари; ваколатлардан четга чиқш доктринаси (ultra vires doctrine) корпорациянинг фаолиятини қонун доиралари билан чеклаб қўярди.

XIX асрнинг охирларида янги иқтисодий шароитлар тадбиркорлик фаолиятининг жамият ҳаётидаги аҳамиятини кенгайтиришни талаб қила бошлади. “Шахс назарияси” капиталнинг йиғилишини давлат томонидан анъанавий чегараланишини назарда тутганлиги сабабли йирик тадбиркорликнинг вужудга келишига тўсқинлик қилди. Акциядорларнинг индивидал мулк ҳуқуқини тан олган ҳолда агрегатив ғоя, йирик бизнесни жамоат назоратидан чеклашнинг

[21] Қаранг: Mark G. The Personification of the Business Corporation in American Law // Uni Chi L. Rev. – 1987. – №54. – P.1441, 1464–1478.

[22] Масалан, Демократ Джаконский бу борада шундай деган “махсус устунликлар берувчи барча банк низомлари, барча қонунлар, хусусий мулк манфаатидаги барча инкорпорация актлари монополия ҳисобланади, чунки улар бойликликнинг кучини кўпайтириш, инсонлар ўртасида нотенгликни келтириб чиқариш ва озодликни йўқ қилишга йўналитирилган” Цит.: William Letwin. Law and Economic Policy in America. – 1965. – P.65. См. также: J.Willard Hurst. The Legitimacy of the Business Corporation in the Law of the United States 1780–1970. – 1970. – P.33–36; Lawrence Friedman. A History of American Law. 2d ed. – 1985. – P.194–198.

[23] Қаранг: J.Willard Hurst. Op cit. – P.36–47.

потенциал фойдали назарий асосини илгари сури.

Гарчи акциядорлар мулк ҳуқуқи тарафдорлари, фикримизча, Санта Клара каби ишларнинг суд муҳокамаларида агрегатив назариядан муваффақиятли фойдаланган бўлсалар-да, ўша вақтда мавжуд бўлган корпорациялар концепцияси муайян қийинчиликларни келтириб чиқарди. Бундан ташқари, корпорацияларнинг ширкатларга тенглаштирилиши корпорацияларнинг ривожланиши учун муҳим чекловлар яратди. Ҳар бир ширкат иштирокчисининг тадбиркорлик ташкилотини бошқаришда иштирокини назарда тутадиган қонун талаби корпорация томонидан бирор қарор қабул қилиш учун ҳар бир акциядорнинг бир овоздан тасдиғини билдирарди[24]. Бу борада ширкат билан бир хил бўлган қоидалар фирма банкрот бўлган ҳолларда акциядорларнинг жавобгар бўлиши мумкинлигини назарда тутарди.

Ўрганилган адабиётлардан кўриниб турганидек, ҳуқуқ ва иқтисод назарияларида содир бўлган ўзгаришлар корпорация концепциясининг ҳам ўзгаришига олиб келди. XIX асрнинг охирларида кўпгина давлатлар корпорацияларни ҳар қандай шахс томонидан, уни ташкил этишнинг минимал расмиятчиликларига риоя қилган ҳолда, ташкил этилиши мумкинлигини назарда тутувчи корпорациялар тўғрисидаги янги қонунларни қабул қилишди[25]. Тўғри, инкорпорациянинг янги ҳужжатларига ўтиш билан биргаликда давлат ўзини “суғурта қилиш” учун “ҳаёт тақдим этувчи” сифатида муайян назоратни сақлаб қолди. Лекин шундай бўлса-да, амалга оширилган ҳуқуқий ўзгаришлар давлат ва корпорорациялар муносабатларидаги янги қарашни рағбатлантирди. Корпоратив мақомнинг эркинлашиши ва давлат аралашувининг камайиши туфайли корпорацияларни ташкил этишда давлатнинг ўрни бизнесни таъсис этишни мақсад қилиб қўйган тадбиркорларга нисбатан иккинчи даражали бўлиб қолди[26].

[24] Қаранг: Ruben D. The Existence of Social Entities // Philosophical Quarterly. – 1982. – №32. – P.295.
[25] Қаранг: J. Willard Hurst. Op. cit. – P.56.
[26] Қаранг: Stokes M. Company Law and Legal Theory / Twining W. (ed). Legal Theory and the Common Law. – Oxford: Basil Blackwell, 1986. – P.155, 162.

Шундан сўнг иқтисодчилар иқтисодий бирлашиш муқаррарлигини таъкидлай бошлашди. Ангъанавий назариётчилар Адам Смитнинг “корпорациялар сонининг ортиши бора-бора унинг самарасизлигига олиб келади” деган хулосаси ортидан боришди. Вильям М. Гоуг таъкидлашича, “қонун ёки муайян ҳолат корпорацияларга монополия ёки монополия табиатидан фойдаланиш устунлигини берган ҳоллардан ташқари бундай самарасизлик, корпорациялар моҳиятидаги камчиликлар туфайли вужудга келади.”[27]. Агар корпорацияларга бундай адолатсиз усутунликлар берилмаса, улар якка тартибдаги тадбиркорлар сингари “арзон ишлай олмайди”[28]. Лекин назариётчи иқтисодчиларнинг янги авлоди кенг қамровли иқтисодий ўзгаришлар олдинги мутафаккирлар ўйлаганларига қараганда янада мақсадга мувофиқроқ бўлишини эътироф этишади. Х.Адамснинг фикрича, ишлаб чиқариш ва қайта ишлаш соҳаларида “ишлаб чиқариш қиймати капитал мезанизм шаклида қўлланилган ва меҳнат тақсимоти тамойили кенгайган ҳар бир ҳолатда пасаяди.”[29] Йирик бизнеснинг вужудга келиши тегишли равишда табиий, объектив бозор иқтисодиёти кучлари натижаси бўлган бўлиши мумкин.

Шу маънода давлатнинг ўрни ҳам кам деб ҳисобланган. Корпорацияларни давлат ҳужжати натижасига қараганда хусусий ташаббуснинг табиий натижаси сифатида қараш таъсис омили сифатида давлатнинг тартибга солиш ҳокимияти ўрнини қайта кўриб чиқиш заруратини келтириб чиқарди[30].

---

[27] Қаранг: William M. Gouge. Short History of Paper Money and Banking in the United States. 2d ed. – 1835. – P.17. Цит. по: J. Willard Hurst. Op. cit. – P.30. Адам Смит корпорацияларнинг (акциядорлик жамиятларининг) унитар корхона ёки ширкатларга нисбатан кам самарали эканлигини, чунки акс ҳолда бошқарувчилардан бошқа шахслар манфаатларида ўз манфаатлари каби самардорликни кутиб бўлмаслигини таъкидлаган. Қаранг: Adam Smith. An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations. Modern Library ed. – 1937. – P.699−700. Замонавий иқтисодий назарияда манфаатларнинг бундай фарқланиши “агентлик қиймати” муаммоси ("agency cost" problem)сифатида намоён бўлади. ("agency cost" problem).

[28] Қаранг: William M. Gouge. Op. cit. – P.13.

[29] Қаранг: Adams H.C. Relation of the State to Industrial Action / J. Dorfman ed. – 1954. – P.33.

[30] Корпорацияларга нисбатан табиий шахслардек бўлган муносабат мазкур соҳадаги кўпгина чекловларни бекор қилган ва ўз навбатида чекловларнинг бекор бўлиши

Ўз навбатида, йирик ишлаб чиқаришнинг аниқ кўриниб турган самардорлиги ҳақидаги янги ғоялар, капиталнинг йиғилиш кўлами борасидаги анъанавий ҳуқуқий чеклашларни сақлаб қолишни шубҳа остига қолдирди. 1888 йил Нью-Джерсида бу борада қонун ҳужжати қабул қилиниши[31] билан кўпгина штатлар корпорацияларнинг бошқа корпорациялардаги улушига нисбатан мулк ҳуқуқи билан боғлиқ анъанавий чекловларни бартараф этди, бунинг натижасида йирик холдинг компанияларнинг вужудга келиши учун шароит яратилди. Шунингдек муайян чекланган муддатларда инкорпорацияга рухсат бериш билан капитализация орасидаги чекловлар ҳам бекор қилинди.

Ҳуқуқий ўзгаришлар ва янги иқтисодий шароитлар ишлаб чиқаришнинг янада юқори босқичига ўтишига шароит яратганлиги сабабли корпорацияга нисбатан оддийгина ширкатлар тўғрисидаги қонунчиликни қўллаш билан боғлиқ эски қарашлар ўзгара бошлади. Корхоналар сонининг ортиши капиталнинг йиғилишини, бу эса бир нечта кичик улушларни бирлаштиришни талаб этарди. Бу жараён янги бошқарув тажрибасига бўлган заруратни келтириб чиқарганлиги сабабли, натижада мазкур эҳтиёжларни қондиришга қодир бўлган бошқарувчиларнинг янги синфи вужудга келди.[32] Акциядорлар эса бу ҳолатда фаол тадбиркордан пассив инвесторга айланганликларини ва улар киритган маблағнинг самарали қайтарилиши уларнинг ўзларига эмас, балки умуман бошқа шахсларга боғлиқлигини ҳис этишди.

Акциядорларни бизнеснинг фаол иштирокчиси деб ҳисоблайдиган анъанавий ҳуқуқий тамойиллар энди акциядорларнинг оддий инвестор сифатидаги янги мақомига унчалик ҳам мос эмас эди. Асосий шартномаларни тузишда акциядорларнинг якдил овозини талаб этган эски қоида

корпорацияга табиий жиҳатдан қарашни ривожлантирган бир вақтда мазкур ўзгаришлар орасидаги ўзаро алоқадорликлар мураккаб эди.

[31] Қаранг: Act of Apr. 4, 1888, ch. 269, 1888 N.J. Laws 385; Act of Apr. 7, 1888, ch. 295, 1888 N.J. Laws 445.

[32] Қаранг: Alfred D. Chandler, Jr. The Visible Hand: The Managerial Revolution in American Business. – 1977. – P.381−483.

уларнинг кўпчилик овозига ўзгартирилди.[33] Корпорацияларда акциядорларнинг ўрни тўғрисидаги концепциянинг ўзгариши ва корпорацияларнинг ўз акциядорларидан мустақил равишда фаолият юритувчи субъект сифатида қаралиши, директорлар кенгашининг ҳокимияти “ягона ва бошқага берилмайдиган” деган ғоянинг пайдо бўлишига олиб келди[34] ва бу акциядорлар томонидан ҳадя этилган устунликка нисбатан юқори эди. Акциядорлар директорларни сайлаш ва қайта сайлаш билан боғлиқ ҳуқуқларга эга бўлиб, корпорацияни бевосита бошқариш ҳуқуқини йўқотишди. Бунда корпорация директорлар кенгаши орқали турли ҳаракатларни содир этарди.

Ўрганилган материалдан кўриниб турганидек, корпорацияларнинг субъект сифатидаги ғоясининг вужудга келиши акциядорларга корпорация ҳаракатлари учун жавобгарлик юклаган анъанавий ҳуқуқий доктринадан воз кечилиши билан боғлиқ. XIX аср мобайнида ва ҳатто XX асрнинг бошларида ҳам корпоратив акциядорлар корпорация ҳаракатлари учун чекланган жавобгарликка эга бўлмаганлар, ҳозирги кунда эса бу акцияларга эгалик қилишнинг шарти ҳисобланади. Шу билан бирга акциядорлар корпорация банкрот бўлган ҳолларда ҳам миқдори уларнинг қўйилмаларидан бир неча маротаба кўп бўлган жавобгарликка тортилар эдилар.[35] Корпоратив қимматли қоғозларнинг иккинчи бозори пайдо бўлиши ва бунинг натижасида хусусий обунага чек қўйилиши билан бу ҳолат ўзгарди. Акциядорлар корпорация томонидан қарор қабул қилишга масъул бўлган фаол мулкдор бўлмасдан пассив инвестор бўлганликлари сабабли уларни корпорация мажбуриятлари бўйича жавобгарликка тортишнинг аҳамияти пасайди. Шундан келиб чиқиб, кредиторлар талаблари ҳам

[33] Масалан, 1927 йилга келиб АҚШнинг камида 20 та штати акциядорларнинг кўпичилик овози билан корпорацияларнинг бирлашиши мумкинлигини назарда тутувчи қонунларни қабул қилди; бундан ташқари, акциядорлар маҳрум қилинган вето ҳуқуқи ўрнига янги ҳуқуқ – капитал қийматини ҳуқуқий баҳолаш ҳуқуқини қўлга киритди. Батафсил қаранг: Joseph L. Weiner. Payment of Dissenting Stockholders // Colum. L. Rev. – 1927. – №27(7). – P.547, 548.

[34] Қаранг: Manson vs. Curtis. 223 N.Y. 313, 322, 119 N.E. 559, 562 (1918).

[35] Қаранг: William W. Cook. Treatise on Stock and Stockholders, Bonds, Mortgages, and General Corporation Law. 3rd ed. – 1894. – P.270−275.

корпорациянинг мулки билан чекланиши лозим бўлиб қолди.

Корпорация давлат ташаббуси билан эмас, балки хусусий ташаббус натижасида пайдо бўлган алоҳида шахс сифатида қаралгандан бошлаб, ҳуқуқ назариётчилари мазкур шахсни инсонга ўхшатиш бўйича қуйидаги қадамни қўйишди: корпоратив шахслар “туғилиши ва ўлиши”, инсонлар қиладиган кўпгина ишларни қилиши, мол-мулкка эга бўлиши, мажбурият олиши, солиқлар тўлаши мумкин эди. Олимлар шунингдек, корпорацияларнинг иродаси, унинг ҳаракатлари ўз моҳиятига кўра унинг акциядорларидан алоҳидалигини таъкидлашган.[36] Лекин, фикримизча, улар корпорацияларни инсонлар билан тенглаштиришда баъзи жиҳатларга эътибор қаратмаганлар ва бу корпоратив шахсга хос бўлган корпорацияларнинг қандай шахс ҳисобланиши, бунда ҳуқуқнинг аҳамияти қандайлиги каби бир қатор хусусиятлар билан боғлиқ масалаларнинг очиқ қолишига олиб келган.

Шундай қилиб, кўриниб турганидек, ҳуқуқий сиёсат нуқтаи назаридан корпорация профессионал бошқарувчилар томонидан бошқариладиган, мураккаб ва муддатсиз фаолият юритадиган ташкилотга айланди. Эгалик ва бошқарувнинг бундай тақсимланиши натижасида бошқарувчиларнинг акциядорлар олдидаги ҳисобдорлилигини таъминлаш корпоратив ҳуқуқнинг асосий мақсадига айланди.

Корпоратив бошқарувчиларга акциядорлар томонидан ваколат берилган шахслар ёки уларнинг агентлари[37] сифатида қараладиган бўлса, у ҳолда корпоратив бошқарувчиларнинг акциядорлар олдидаги мажбуриятларини бажаришига қаратилмаган ҳар қандай ҳаракатлари ваколатни суиистеъмол қилиш ҳисобланади. Агар корпорацияга ўз акциядорларидан алоҳида бўлган шахс сифатида қараладиган бўлса, у ҳолда бошқарувчилар корпорация номидан, унинг мулкидан фойдаланган ҳолда ҳаракат қилади деган хулосага келиш мумкин. Бошқача қилиб айтганда, корпорацияларнинг шахс назарияси “бошқарув бевосита акциядорларга ишлайди ва

[36] Қаранг: Ernest Freund. The Legal Nature of Corporations. – 1897. – P.52–55.

[37] Қаранг: E. Merrick Dodd, Jr. For whom are Corporate Managers Trustees? // Harv. L. Rev. – 1932. – №45. – P.1145.

уларнинг мол-мулкини бошқариши керак” деган ғояни рад этди. Бунда акциядорлар табиий равишда корпорациядан манфаатдор, бу ҳолат уларнинг мақомидан ҳам келиб чиқади. Лекин биз учун шуниси аёнки, акциядор бўлмаган кўпгина бошқа инвесторлар ҳам ўз манфаатларига эга бўлади ва бу манфаатлар инобатга олиниши лозим.

Мавжуд барча қарашлардан келиб чиққан ҳолда 1932 йилда Гарвард ҳуқуқ мактаби профессори Меррик Додд томонидан корпорацияларнинг шахс назарияси асосида *корпорацияларнинг ижтимоий жавобгарлиги назарияси* ишлаб чиқилди.[38] Унинг фикрича, корпорация фақат акциядорлардан ташкил топмайди ва корпорацияда қарорлар қабул қилишда унинг ходимлари, кредиторлар, истеъмолчилар ва бошқалар ҳам ўз ўрнига эга бўлади, чунки қарор қабул қилиниши пировард натижада уларнинг ҳам манфаталарига дахлдор бўлади. Унинг назариясига асосан корпорацияда қабул қилинган қарор умуман жамиятга ҳам тегишли бўлади. Корпорация бутун жамиятга зарар етказадиган (масалан, атроф табиий муҳитни ифлослантириш хавфи билан ва бошқалар) қарорлар қабул қилиши мумкин эмас. Бундай қараш корпорацияга нафақат фойда олиш механизми сифатида, балки жамият аъзоси сифатида қараш учун ҳам асос яратади[39].

Корпорацияларнинг ижтимоий жавобгарлиги бўйича Додд келтирган асослар Адольф Берл ва Гарднер Минс каби акциядорларнинг молиявий манфаатлари тарафдорларида фаол реакцияни уйғотди. 1932 йилда чоп этилган, “Замонавий корпорация ва хусусий мулкчилик” деб номланган машҳур китобида улар корпорацияга шахс сифатида баҳо бермаган, аксинча унда эгалик ва бошқарув бўлинишининг назарда тутилиши корпорацияларни акциядорлардан алоҳида тарзда фаолият юритишини тасдиқлаган. Эски ғоя асосида улар янги савол – мулк ҳуқуқига асосланган акциядорларнинг мақомининг корпорациянинг бошқа ходимларига нисбатан устунлиги масаласини қўйишди. Мазкур концепция корпоратив мулкка нисбатан мулк ҳуқуқи бевосита акциядорларга тегишлилигини

[38] Idem.
[39] Idem. – P.1161.

таъкидламади, агар шундай бўлганда бу ҳолат корпорацияларни шахс сифатида фаолият юритиши масаласини қўярди. Лекин улар корпорация умумий тарзда акциядорларга тегишлилигини таъкидлаган. Бундан бошқарувчиларнинг акциядорлар манфаатларида ҳаракат қилиши мажбурияти англашилади: “корпорация бошқарувчиларга акциядорларнинг энг яхши манфаатларига хизмат қилиш учун тегишли бўлади”[40].

Берл ва Минс қарашлардан келиб чиққан ҳолда, бошқарувчиларнинг роли ишончли бошқарув ва корпорациянинг ўзи эса ишончга топширилган мулк сифатида қаралади. Шунинг учун бошқарувчиларнинг ваколатларини ишончга асосланган ваколат сифатида қараш лозим. Муаллифнинг ўзи “мазкур ваколатлар зарур бўлиб, улар барча акциядорлар фойдасига амалга оширилиши лозим” деб таъкидлайди[41]. Берл ва Минснинг фикрича, корпоратив муносабатлардаги муҳим муаммо бу бошқарувчилар томонидан ўзларининг ишончга асосланган ваколатларини бажариш жараёнида ваколатни суиистеъмол қилишга йўл қўйиш бўлиб ҳисобланади. Чунки бундай ҳолатда акциядорлар ўз мулкларидан алоҳида бўлиб, унинг устидан бевосита назорат қилиш имкониятига эга бўлмайди, бу эса бошқарувчиларга мазкур мол-мулкдан акциядорлар манфаатларига қарши фойдаланиш имкониятини яратади.

Лекин бизнинг фикримизча, бундай қарашда корпорация ижтимоий муносабатларнинг алоҳида субъекти сифатидаги ўз хусусиятини йўқотиб, комплекс мол-мулкка айланади. Бошқача айтганда, бундай ҳолда корпорация муносабатларнинг мустақил субъекти бўлмасдан, акциядорлар қўлидаги “қул” сифатида майдонга чиқади, лекин бундай хулоса профессор Меррик Доднинг концепциясига қарама-қарши бўлиб ҳисобланади.

Додд, Берл ва Минс корпоратив субъектнинг шахс назарияси концепциясини тушунтириш бўйича турли

[40] Idem. – P. 334,354 ("A corporation `belongs' to its shareholders . . . and theirs is the only interest to be recognized as the object of corporate activity").
[41] Idem. – P.248.

қарашларни илгари сурганлар. Назаримизда, бу қарашларнинг ҳар бири корпорация тушунчасининг алоҳида жиҳатига урғу берганлиги сабабли низоли бўлиб ҳисобланади,

1970 йилда Милтон Фридман "Нью-Йорк Таймс"[42] номли машҳур мақоласида ўз эътиборини акциядорлар ҳуқуқларига қаратди. Лекин Берл ва Минсдан фарқли равишда у бошқарувчиларга ишончли шахслар сифатида эмас, балки корпорация манфаатларида ҳаракат қилувчи ёлланган хизматкорлар сифатида қарайди. Унинг концепциясига кўра, акциядорлар капитал қўяди ва кейин эса акциядорларнинг хоҳишларидан келиб чиққан ҳолда бизнес юритадиган бошқарувчиларни ёллашади.[43] Бошқарувчиларнинг ходимлар, кредиторлар ва маҳсулот етказиб берувчилар Билан бўладиган муносабатлари акциядорлар номидан ва уларнинг манфаатларида амалга оширилади. Фикримизча, мазкур қараш бошқарувчиларнинг акциядорлар даромадини оширишга қаратилмаган ҳаракатларини нотўғри ҳаракат деб топиши нуқтаи назаридан Берл ва Минснинг қараши билан ўз моҳиятига кўра бир хил хусусиятга эга бўлади. Лекин, Берл ва Минс корпорацияни ишончли мулкдорлар томонидан бошқариладиган мулк объекти сифатида қарашган бўлса, Фридман бошқарувчиларнинг мажбуриятларини агент сифатидаги уларнинг шартномавий мақомидан келиб чиқиб белгилаган. Бунда Фридман корпоратив шахсга ҳуқуқий уйдирма сифатида қараган. Шундан келиб чиқиб, у ижтимоий жавобгарлик концепциясини ўзича талқин этган. У “ “бизнес” жавобгарликка тотилади нима деган гап?, фақат инсонларгина жавобгарликка тортилишлари мумкин”[44] деган фикрни илгари сурган. Унинг фикрича, корпорация фақат “сунъий шахсият”га эга бўлади ва буни тушунмаслик бошқарувчилар томонидан фойдани максимал даражага етказишнинг ҳақиқий моҳиятини тушунмасликка олиб келади. Лекин Фридман корпорациянинг ижтимоий жавобгарлиигни инобатга олишни ҳам эътибордан четда

[42] Қаранг: Milton Friedman. The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits // N.Y.Times. –Sept. 13, 1970. §6 (Magazine). – P.32.
[43] Idem. – P. 33.
[44] Idem. – P.37.

қолдирмаган. Унинг фикрича, корпоратив сиёсат акциядорлар ҳисобидан акциядор бўлмаганларнинг манфаатларига хизмат қилиш мақсадини ҳам кўзлайди ва бу одатда акциядорлардан олинадиган даромад солиғи шаклида бўлади. Ушбу солиқлар ҳисобидан акциядорлик жамияти иштирокчилари бўлмаган шахсларнинг манфаатлари ва талаблари қаноатлантирилади.

Лекин Фридманнинг ғояси умуман олганда акциядорлар ва бошқарувчилар муносабатларига мўлжалланганлиги сабабли бизнинг фикримизча, корпорацияни алоҳида субъект сифатида тушунишдан бироз фарқ қилади. Бунда "корпоратив субъект" тушунчасига моҳияти акциядорлар ва уларнинг агентлари нуқтаи назаридан ёндашилган, бу эса мазкур концепцияни агрегатив назарияга яқинлаштирган.

Кейинги назариётчилар Фридман мактабининг қабул қилиб бўлмайдиган хулосаларини ажратиб, шунга ўхшаш асослантирилган стратегия ишлаб чиқишди. Лекин, акциядорлар ва бошқарув ўртасидаги муносабатларга урғу берган ҳолда бу назариётчилар корпорацияни корпоратив фаолиятнинг барча иштирокчилари ўртасидаги "шартномалар бирикиши" сифатида тавсифлашган.[45] Мазкур нуқтаи назарга кўра корпорацияга турли жисмоний шахслар ўртасида давом этаётган контрактларнинг "ўргичак тўри" сифатида қаралади. Бунда корпорацияни "шахс" сифатида қараш заиф ва аҳамиятсиз бўлиб ҳисобланади.[46] бундай шартноманинг шартлари ҳақиқий келишув натижасида ёки корпоратив ҳуқуқ нормалари билан белгиланади. Бундай шартномаларга чек қўйиш борасидаги ҳукуматнинг интилиши "шартномалар бирикиши" концепциясининг асосини ташкил этувчи шартнома эркинлиги тамойилини бузади. Лекин, ҳар қандай ҳолда ҳам бизнинг фикримизча, корпорациянинг моҳияти моддийлаштирилмайди ва бундай ғоянинг мақсади акциядорларнинг бирламчилигини асослаш бўлиб ҳисобланиди.

[45] Қаранг: Frank Easterbrook & Daniel R. Fischer. The Economic Structure of Corporate Law. – 1991, а также: Henry N. Butler. The Contractual Nature of the Corporation // Geo. Mason L. Rev. – 1989. – №11. – P.100.

[46] Қаранг: William T. Allen. Contracts and Communities in Corporation Law // Wash. & Lee L. Rev. – 1993. – №50. – P.1395, 1400.

Мулк ҳуқуқи ва “шартномалар бирикиши” назарияси бўйича Фридманнинг асослари фикримизча, акциядорларнинг бирламчилиги ва корпорациянинг ижтимоий жавобгарлигини асослаш мақсадида корпоратив шахс тўғрисидаги ғоянинг ноаниқлигидан узоқда жойлашган. Корпорацияга ишлаб чиқаришга жалб этилган жисмоний шахслар ўртасидаги “муносабатлар бирикмаси” сифатида қаралдими, корпоратив шахс борасидаги мунозара ўз аҳамиятини йўқотади. Машҳур назариётчи Д.Р.Фишер бу борада қуйидаги фикрни илгари суради: “агар бу ҳуқуқий уйдирма бўлса, у ҳолда корпорация ижтимоий ва ахлоқий мажбуриятларга эга бўлиши мумкин эмас эди. Фақат инсонларгина ижтимоий ва ахлоқий мажбуриятларга эга бўлиши мумкин”.[47]

Лекин, бизнинг назаримизда, номоддийлаштириш борасидаги бундай стратегия корпоратив мунозараларни тугатишга қодир эмас. Бундаги қарама-қаршилик корпоратив шахс ва жисмоний шахслар мажбуриятлари ҳажми борасида бир бирига табиатан берилади. Шунинг учун шартномавий қарашнинг “фаол” танқидчилари корпоратив шахс масаласига бир хил бепарво қараб, асосий эътиборни корпоратив фаолиятнинг ҳақиқий шахслари ўртасидаги муносабатларга қаратади.[48] Танқидчилар корпорацияга индивидуал шахслар шахсий манфаат мақсадларида бирлашадиган бозорнинг унсури сифатида қараш ўрнига, корпорацияни ишонч ва бошқаларга бўлган ҳурмат каби қадриятлар корхонанинг омадидан устун бўлган жамоа сифатида эътироф этишади. Мазкур қадриятлар корпорациянинг ички муносабатларида муҳим ўрин тутганлиги сабабли коммуникатив концепция тарафдорлари шартномавий концепциянинг акциядорларнинг устунлиги ва фойдани максималлаштириш ғоясини инкор этади.

---

[47] Қаранг: Daniel R. Fischer. The Corporate Governance Movement // Vand. L. Rev. – 1982. – №35. – P.1259, 1273.

[48] Билл Браттон, Лиман Джонсон, Ларри Митчел ва Мерлиин О’Коннорлар бундай концепциянинг тарафдорлари бўлиб ҳисобланадилар. Бу ҳақда батафсилроқ қаранг: David Millon. Communitarianism in Corporate Law: Foundations and Law Reform Strategies, in Progressive Corporate Law / Lawrence E. Mitchell ed. – 1995. – P.1. David Millon. Communitarians, Contractarians, and the Crisis in Corporate Law // Wash. & Lee L. Rev. – 1993. – №50. – P.1373, 1391−1393.

Коммуникатив қарашлардан бири акциядорларнинг корпоратив бошқарувда янада кенгроқ иштирок этишини назарда тутади. Мазкур йўналишда Абрам Чейз корпоратив ҳуқуқнинг акциядорларнинг манфаатларини ҳимоя қилишга қаратилган қуйидаги анъанавий қоидани танқид этади: “Иштирок этиш чегараларини бу қадар тор белгилаб берадиган корпорация концепцияси номақбул ҳисобланади. Нисбатан кенг иштирок этишни назарда тутадиган, корпоратив ҳаёт фактларига нисбатан яқин бўлган копцепция корпорация ёки унинг ҳокимият вакили билан бўладиган муносабатларни етарли даражада ихтисослаштирган тарзда инобатга олган бўларди”.[49] Чейз нуқтаи назарига кўра ушбу шахсларнинг барчаси “корпорация ва унинг ҳокимияти муҳим аҳамиятга эга бўлган ҳамда корпоратив муносабатлар иштирокчилари манфаатларини ифода этиш мақсадида тузилган институционал тартиб”дан манфаатдор бўлади.[50]

Корпоратив бошқарувга акциядор бўлмаган иштирокчиларни жалб қилиш билан боғлиқ Чейз концепцияси, бизнинг фикримизча, агрегатив назарияни акциядорларнинг бирламчилиги ғоясига қарши ишлатишнинг бир усули бўлди. Бошқа танқидчилар акциядор бўлмаган иштирокчилар ўз ҳуқуқларини ўзаро мустақиллик ва ҳимояланмаганлик билан боғлиқ узоқ муддатли муносабатларга жалб этилиши орқали амалга оширилишини таъкидлашган.[51] Бунда бир жисмоний шахснинг бошқа шахслар билан муносабатга киришиши шартномада назарда тутилган янги мажбуриятларни келтириб чиқаради.

Кўриниб турганидек, акциядорлар бирламчилигининг афзаллиги борасидаги бугунги кундаги мунозаралар корпоратив субъектнинг шахси борасидаги асосларни инобатга олмаган ҳолда давом этаяпди.[52] Бизнинг фикримизча, бундай ҳолатнинг

[49] Қаранг: Abram Chayes. The Modern Corporation and the Rule of Law: The Corporation and Modern Society / E. Mason. 25 ed. – 1959. – P.41.
[50] Idem.
[51] Қаранг: Joseph W. Singer. The Reliance Interest in Property // Stan. L. Rev. – 1988. – №40. – P.611.
[52] Бу борада Маргарет Блейр и Линн Стоутларнинг ишлари муҳим истисно бўлиб ҳисобланади. “Корпорация жамоа сифатида” ғоясига қарши акциядорларнинг

назардан четда қолиши корпорациянинг қандай субъект эканлиги масаласининг аниқ белгиланмаганлигидан келиб чиқади. Бунда ҳар бир концепция тарафдорлари бир хил корпоратив муносабатлардан келиб чиқса-да, бу алоқаларни турли йўллар билан тавсифлайди.

Акциядорларнинг бирламчилиги ғоясини коммуникатив танқид қилиш асосида инсонлар фақат шартлашилган нарсалардангина мамнун бўлиши ғоясини инкор этиш ётади. Бунда шартномавий концепция тарафдорлари шахсий манфаатларда ҳаракат қиладиган корпорацияда бирлашган бир қатор шахсларни инобатга олиб, корпоратив ҳуқуқнинг мақсади уларнинг мақсадларига эришишга кўмаклашиш эканлигидан келиб чиқади. Акциядорларнинг бирламчилиги ғояси танқидчилари эса корпорация иштирокчиларига умумий корхонада бирлашган ва ўз олдиларига қўйган мақсадга эришиш бир-бирларининг интилишларига боғлиқ бўлган субъектлар сифатида қарашади.

Корпорация иштирокчилари ўртасидаги муносабатлар бўйича ҳар иккала назария - коммуникатив ва шартномавий назария тарафдорлари ягона нуқтаи назарни билдиришади. Масалан, буни Чейз “корпорациянинг “ичкариси” ва “ташқариси”да бўлган шахслар ўртасидаги чизиқ” деб таъкидлайди.[53] Чейзнинг фикрича, корпорация “ичига” фақат акциядорлар кирмаслиги учун ҳам мазкур чизиқ муҳим бўлиб ҳисобланади. Шартномавий назария тарафдорлари бир бири билан шартномавий муносабатга киришган шахслага нисбатан ҳам шундай тарзда қарашади. Коммуникатив назария тарафдорлари корпоратив фаолиятнинг бундай

бирламчилиги ғоясининг мазкур танқидчилари корпорацияни гуруҳ сифатида тавсифлашади. Бунда улар корпорация иштирокчилари манфаталари ўртасида мувозанатни таъминлаш учун жавобгар сифатида мустақил директорлар кенгашини аниқлаш вақтида корпоратив шахс ғоясига таянади. Бу масалада батафсилроқ қаранг: Margaret Blair & Lynn Stout. A Team Production Theory of Corporate Law // Va. L. Rev. – 1999. – №85. – P.247. For criticism of the Blair and Stout argument on the ground (among others) that it does not improve the bargaining situation of nonshareholders in relation to shareholders. See: David Millon. New Game Plan or Business as Usual? A Critique of the Team Production Model of Corporate Law // Va. L. Rev. – 2000. – №86. – P.1001.

[53] Қаранг: Chayes A. Op. cit. – P.41.

иштирокчиларига уларнинг манфаатларида ва бу шахсларнинг ўзаро муносабатлари асосида тузилган ягона жамоанинг аъзолари сифатида қарашади. Шундай қилиб, фикримизча, юқорида таҳлил этилган иккала назария ҳам ички жиҳатларга эътибор қаратганлиги ва корпорациянинг турли иштирокчилари ўртасидаги муносабатларни тартибга солишда корпоратив ҳуқуқ уларга асосланиши жиҳатидан умумийликка эга бўлиб ҳисобланади.

1.2. Корпорацияларда акциядорларнинг ҳуқуқий мақомига оид назарий концепциялар (моделлар)

Ўрганилган адабиётлар таҳлили охирги икки аср давомида корпоратив бошқарув шаклининг ҳуқуқий асослари, ҳаракати ва ташкил этиш механизми тез суръатлар билан ривожланиб келаётганлигини кўрсатди. Дастлаб, акциядорлик шакли вужудга келаётган вақтда, ҳозирги кунда акциядорлар деб номланувчи корпорация иштирокчилари ҳамкорликда ўзларининг моддий манфаатларини бирлаштирган тадбиркорлар саналиб, акциядорлик жамияти сингари алоҳида юридик шахс тузиш ҳақида сўз ҳам бўлмаган.[54] Тегишли равишда ўша вақтларда мазкур иштиркочилар ўз мулкларининг мулкдорлари бўлганликлари сабабли уларнинг ҳуқуқий мақоми алоҳида қийинчиликни келтириб чиқармаган. Лекин XIX асрнинг бошларига келиб капитал йиғилишининг алоҳида шакли – акциядорлик жамиятини ташкил этиш ва унинг ҳуқуқий тушунчасини белгилаш зарурати вужудга келади ва бунинг натижасида Ғарбий Европа ҳамда Англиянинг шимолий Америкадаги кўплаб колонияларида бир қатор йирик акциядорлик жамиятлари пайдо бўлади.[55] Натижада XIX асрда бир неча мулкдорлари бўлган йирик ташкилотларни тузишда индивидуал ёки уйғун тарзда бир қатор устунликларни яратган

[54] Қаранг: Ruben D. The Existence of Social Entities // Philosophical Quarterly. – 1982. – №32. – P.295.

[55] Қаранг: Функ Я.И., Михальченко В.А., Хвалей В.В. Акционерное общество: история и теория (Диалектика свободы). – Минск: Амалфея, 1999. – С.368.

ва бунинг натижасида ривожланган бозор иқтисодиётида корпорацияларнинг устун мавқега эга бўлиш имкониятини таъминлаган замонавий тушунчадаги акциядорлик жамиятлари вужудга келди. Бунга биринчи навбатда, иштирокчиларидан мустақил тарзда ўз тасарруфларида муайян мол-мулкка эга бўлган, шартномалар туза оладиган ва жавобгарликка тортиладиган тадбиркорлик ташкилотларининг алоҳида ҳуқуқий субъектлилигини таъминлаш орқали эришилди.[56] Айнан шундай тузилиш ва ҳуқуқий мақом туфайли акциядорлик жамиятлари иқтисодий нуқтаи назардан қулай ва муҳим ҳуқуқий субъект бўлишди. Акциядорлик жамиятларининг мазкур сифатлари уларнинг жамиятда муҳим ўрин тутиши ва деярли жамиятнинг аъзоси сифатида қабул қилинишига олиб келди.[57]

Фикримизча бундай ривожланиш тасодифий бўлмасдан, жамиятнинг узоқ давр мобайнидаги ижтимоий-иқтисодий ривожланиши натижаси бўлди. Лекин акциядорлик жамиятини ташкил этишнинг тузилмавий мураккаблашуви корпорацияларнинг, хусусан ташкилотларнинг ҳуқуқий мақоми ва уларнинг фаолият юритиш билан боғлиқ масалаларнинг ҳал этилишини қийинлаштирди. Табиий равишда олдин корпорациялар тузилмавий жиҳатдан оддий ташкил этилганлиги сабабли корпоратив ҳуқуқ ривожланишининг дастлабки даврларида бундай масалалар унча муҳим аҳамиятга эга бўлмаган. Илгариги тадбиркорлик ташкилотларидан фарқли равишда акциядорлар ҳуқуқий жиҳатдан бевосита корпорация мол-мулкининг мулкдори ҳисобланмаганликлари сабабли уларнинг иқтисодий ва ҳуқуқий мақомлари масаласи муҳим бўлиб қолди. Корпорацияларнинг фаолият юритиш билан боғлиқ мавжуд механизм ҳуқуқнинг мустақил субъекти сифатида акциядорлик жамияти ўзининг мустақил мулкига эга бўлишини талаб этади, акс ҳолда у Англия корпоратив ҳуқуқ тарихида машҳур бўлган “бўшлиқ”,

[56] АҚШ қонунчилиги бўйича корпорациялар ҳатто жиноий жавобгарликка ҳам тортилиши мумкин эди.

[57] Қаранг: Mark G. The Personification of the Business Corporation in American Law // Uni Chi L. Rev. – 1987. – №54. – P.1441, 1464−1478.

“совун кўпиги”га айланиб қолади.[58]

Акциядорлик жамиятидаги жисмоний шахслар ўртасидаги муносабатлар табиати ҳам анча ўзгаришларни бошидан кечирди. Масалан, ширкатларда бундай муносабатлар нисбатан оддий: унинг иштирокчилари ўз воситаларини ширкатга киритадилар ва охиригача унинг аъзолари бўлиб қоладилар, бунда ширкат иштирокчилари сонининг ўзгариши бир қатор расмиятчиликлар билан боғлиқ бўлади. Шундай қилиб, мазкур аъзолар сони учта ёки ўнта бўлишидан қатъий назар ширкатнинг “юзи” ҳисобланадилар. XX аср бошларида Г.Ф.Шершеневич бу борада қуйидаги фикрни илгари сурган: “жисмоний шахслар бирлашганда ўзлари фақат аъзоси ҳисобланган алоҳида ҳуқуқ субъектини ташкил этадилар”.[59] Лекин акциядорлик жамиятларида унинг иштирокчилари билан (улар акциядорлар, бошқарувчилар ёки унинг фаолиятидаги бошқа шахслар бўлишидан қатъий назар) бўладиган алоқалар борган сари янада хиралашиб бормоқда. Фонд бозорининг ликвидлилиги туфайли акциядорлар ўзларининг иштирокларини (акцияларини) тез ва қулай фурсатларда бошқа шахсларга беришлари мумкин. Лавозимига лойиқ бўлмаган бошқарувчиларни қайта сайлаш ҳам шулар қаторига киради. Бугунги кунда юридик шахс сифатида акциядорлик жамиятлари ширкат сингари ўз иштирокчилари билан мустаҳкам алоқага эга бўлмайди. Натижада доимий мазмунга эга бўлмаган “пўчоққа” ўхшаб қолишди. Акциядорлик жамиятини ўз иштирокчиларидан айнан шундай ажратиш, замонавий тушунчада уни нафақат ҳуқуқ субъекти, балки ижтимоий муносабатлар субъектига айлантиради ва у инсон сингари жамият иштирокчисига айланади.

Лекин бизнинг фикримизча, бунда сўз корпоратив ҳуқуқнинг самарали тамойилларини белгилаш борасида бораётганлиги сабабли акциядорларнинг иқтисодий мақоми, уларнинг

[58] Англияда ҳуқуқий мажбуриятларга эга бўла олмаган “бўшлиқ” корпорацияларнинг олдини олиш мақсадида XIX асрда “Совун кўпиглари” тўғрисидаги ҳужжат қабул қилинган. Қаранг: Функ Я.И. и др. Указ. соч. – С.370.

[59] Қаранг: Шершеневич Г.Ф. Курс гражданского права. – Тула: Автограф, 2001. – С.120.

фаровонлигини ошириш тўғрисидаги масала муҳим аҳамият касб этади. Бунда мулкий муносабатларни тартибга солувчи бошқа хусусий ҳуқуқ соҳалари сингари корпоратив ҳуқуқда ҳам мазкур тамойиллар бизнинг назаримизда айнан иқтисодий самарали бўлиши лозим. Бу қуйидагича изоҳланади. проф. Е.А. Суханов тўғри таъкидлаганидек, “мулк – бу ҳуқуқий расмийлаштириладигган муайян иқтисодий, яъни фактик муносабатлар бўлиб ҳисобланади. Ҳуқуқ мулкчилик иқтисодий муносабатларининг қуйидаги икки томонини расмийлаштиради: мулкдорга унинг мулкига бошқа шахсларнинг виждонсиз тажовузларидан ҳимояланиш имкониятини берган ҳолда инсонлар ўртасидаги мулк масаласидаги муносабатларни ҳамда йўл қўилган доирада фойдаланиш чегараларини белгилаган ҳолда унинг ўзлаштирилган мулкка нисбатан муносабатини.”[60].

Шакл мазмун билан боғлиқ бўлганидек, бу ҳолда ҳам бизнинг фикримизча, бу иқтисод ва ҳуқуқнинг ажралмас бирлигини билдиради. Бу ердан шундай хулосага келиш мумкинки, корпоратив ҳуқуқ томонидан тартибга солинадиган муносабатлар бир қисми ҳисобланган мулкчилик муносабатларини ҳуқуқий тартибга солишнинг самарадорлиги ҳуқуқий тизим мазкур иқтисодий муносабатларнинг ҳақиқий моҳияти ва эҳтиёжини қай даражада ўзида акс эттирганлигига боғлиқ бўлади. Фикримизча, ҳуқуқий тизимни янада самарали барпо этиш учун биринчи навбатда самарали ҳуқуқий тартибга солишга муҳтож бўлган ижтимоий муносабатларнинг у ёки бу соҳасидаги иқтисодий эҳтиёжларни тўғри аниқлаб олиш лозим.

Ўзбекистонда корпоратив қонунчилик шаклланиш ва дастлабки ривожланиш босқичида турганлигини инобатга олиб бугунги кунда корпоратив ҳуқуқ учун бундай асосий тамойилларни аниқ белгилаб олиш муҳим бўлиб ҳисобланади, чунки мамлакатдаги акциядорлик қонунчилигининг ривожланиши ва уни амалда қўллаш натижаларининг сифати айнан шунга боғлиқ бўлади.

[60] Қаранг: Гражданское право: В 2 т. Т. I: Учебник / Под ред. Е.А. Суханова. 2-е изд. – М.: БЕК, 1998. – С.477.

Шундай қилиб, акциядорларнинг мақоми назарияда ҳам амалиётда ҳам мунозарали масала эканлигини таъкидлаш жоиз. Бунда корпорациялар иқтисодий ва ижтисоий моҳиятининг етарли даражада аниқ белгиланмаганлиги бундай кескин мунозаралар вужудга келишининг асосий сабаби бўлиб ҳисобланади. Мунозараларни асосан икки турга бўлиш мумкин. Биринчи тур – бу корпорацияга ижтимоий организм сифатида қарайди ва шу сабабли у жамиятнинг барча аъзолари билан тенг асосларда ҳамкорлик олиб бориши керак деб ҳисоблайди ҳамда ижтимоий жавобгарликка эга бўлади деган фикрни илгари сурувчи йўналиш. Мазкур йўналиш *корпорацияларнинг ижтимоий жавобгарлиги модели* (corporate social responsibility) ёки *корпорация фаолияти иштирокчилари модели* (stakeholder model) деб номланди.[61] Ушбу концепцияга кўра корпорация ўзининг барча иштирокчилари, яъни бошқарувчилар, акциядорлар, кредиторлар, маҳсулот етказиб берувчилар ва бошқаларнинг манфаатлари йўлида ҳаракат қилиши лозим.[62] Корпорация мақомини бундай изоҳлаш ўз навбатида корпоратив ҳуқуқ, шу жумладан корпоратив бошқарув сиёсатининг бутун моҳиятини олдиндан аниқлаб беради. Бу кўпгина давлатлар тажрибасида ўзининг аксини топди. Масалан, Германияда корпоратив бошқаришда хизматчилар мақомининг оширилиши қонунчилик орқали таъминланган. Худи шундай ҳолатни Европанинг бошқа давлатларида ҳам учратиш мумкин. XX асрнинг 80-йилларида АҚШда корпоратив бошқарувда Берл ва Минс таъкидлаганидек “корпорация мулкининг фактик мулкдорлари” ҳисобланган корпорациянинг бошқарувчиларига катта аҳамият берилган.[63]

Бу моделга қарама-қарши равишда *акциядорларга мўлжалланган модел* (shareholder oriented model) мавжуд

[61] Қаранг: McGuire, J. B., Sundgren A. and Schneeweis T. Corporate social responsibility and firm financial performance // Academy of Management Journal. – 1988. – №31(4). – P.354−372.

[62] Мазкур конценпциянинг келиб чиқиши биринчи навбатда Мерик Додд номи билан боғлиқ. Қаранг: E. Merrick Dodd, Jr. For whom are Corporate Managers Trustees? // Harv. L. Rev. – 1932. – №45. – P.1145.

[63] Қаранг: Berle A.A., Means G.C. The Modern Corporation and Private Property. – New York: The MacMillan Company, 1932.

бўлиб, у акциядорлик жамиятини фақат акциядорларнинг фаровонлигини оширишга қаратилган қурол сифатида эътироф этади. Мазкур модел бир қанча танқидларга учраганлиги билан бир қаторда мақсадга мувофиқлиги учун қўллаб-қувватланган ҳам. Шунинг учун акциядорлик модели ва акциядорлик фаолияти иштирокчилари модели йўналишлари бўйича бир қатор назарий концепциялар таклиф этилди.

Акциядорларга йўналтирилган моделни асослаш мақсадида табиий мулк ҳуқуқи назарияси, агентлик назарияси, бошқарув назарияси, молиявий модел ва бозорни яқиндан кўриш каби моделлар ишга солинди.

Табиий мулк ҳуқуқи концепцияси хусусий мулкка энг мақбул ижтимоий тартиб ва иқтисодиётнинг самарали ривожланиши сифатида қаровчи анъанавий нуқтаи назар бўлиб ҳисобланади. Шунинг учун хусусий мулк ҳуқуқи дахлсиз деб эътироф этилган. Табиий мулк ҳуқуқи концепцияси корпоратив ҳуқуқ назариясида XVII−XVIII асрларда ривожланди. Бирлашиш ҳуқуқи мулкка эгалик қилиш ва битим тузиш ҳуқуқининг таркибий қисми бўлганлиги сабабли корпорацияларга уларнинг мулкдорлари ҳуқуқлари жиҳатидан қаралиши лозим.[64]

Замонавий корпорация вужудга келган вақтда корпорацияларга нисбатан ҳуқуқларнинг табиийлиги концепцияси агрегатив назария билан биргаликда ривожланди. Немис ҳуқуқшуноси Рудольф Вон Джери ва Америкалик ҳуқуқшунос Весли Хохфельд унинг тарафдорлари эди.[65] Мазкур назария “корпорация ҳуқуқий ҳодиса сифатида давлат томонидан ташкил этилган ва акциядорларнинг бирлашмасидан бошқа нарса эмас” деган ғояни илгари суради. Корпоратив мулкчиликнинг янги шакли корпоратив ҳуқуқ билан ҳимоя қилинадиган алоҳида мулк ҳуқуқларининг жамоавий ном остида шартнома асосида бирлашишини билдиради. Акциядорлар корпорациянинг мулкдорлари бўлганлиги сабабли корпорация ўз навбатида ҳуқуқий мажбуриятларга эга бўлади

[64] Қаранг: Allen W.T. Our Schizophrenic Conception of the Business Corporation // Cardozo Law Review. – 1992. – №14(2). – P.261−281.

[65] Қаранг: Orts Eric Beyond Shareholders: Interpreting Corporate Constituency Statutes // George Washington Law Review. – 1992. – №61. –P.14−135.

ва бошқарувчилар айнан акциядорлар манфаатларида ҳаракат қилиш билан боғлиқ фидуциар мажбуриятга эга бўлишади.[66] Табиий мулк ҳуқуқи назариясининг янада замонавий концепцияси Чикаго ҳуқуқ ва иқтисод мактаби томонидан илгари сурилади. Мазкур назарияга кўра корпорациянинг мол-мулки акциядорларнинг мулки ҳисобланади ва бошқарувчилар эса акциядорларнинг агентлари сифатида ҳуқуқий мажбуриятлар ва бошқа иштирокчиларга нисбатан ҳуқуқларга эга бўлишмайди.[67]

Неоклассик иқтисодчилар Фредерик Вон Хайек ва Милтон Фридман мулкчилик ва корпоратив бошқарувга нисбатан либерал индивидуал қарашнинг асосий тарафдорлари сифатида чиқишди. Хайекнинг фикрича, хусусий мулк ва манфаатларга эга бўлган индивидлар нисбатан самарали иқтисодий фаолият ва унинг натижаларини таъминлайди. Шунинг учун акциядорларнинг капиталидан фойдаланаётган корпорация акциядорларнинг фаровонлигини ошириш мақсадида даромадларни максимал даражага етказишни ўз олдига мақсад қилиб қўйиши лозим.[68] Агар корпорация даромаддан бошқа мақсадларда фойдаланса, бу ҳолат бошқарувчилар томонидан ўз ваколатини суиистеъмол қилиш ва корпоратив ресурсларни самарасиз тақсимлаш деб топилиши мумкин. Хайекнинг фикрича, акциядорларнинг корпорациялаги мулк ҳуқуқи тўла ҳимоя қилиниши ва акциядорлар томонидан корпорацияни назорат қилиш кучайтирилиши лозим.

Фридманнинг фикрича эса, бизнеснинг ижтимоий жавобгарлиги билан боғлиқ талаб эркин тадбиркорлик бўлган ва хусусий мулк тизимига асосланган эркин жамият асослари

[66] Қаранг: Barker E. Introduction // Gierke O. Natural Law and the Theory of Society: 1500 to 1800/Translated by Barker E. – Cambridge: Cambridge University Press, 1958; Mayson S.W., French D., Ryan C.L. Company Law. – London: Blackstone Press, 1994.

[67] Қаранг: Allen W.T. Op. cit. – P.261−281; Blair M.M. Ownership and Control: Rethinking Corporate Governance for the Twenty-first Century // Brookings Institution. – Washington DC. – 1995.

[68] Қаранг: Hayek F.A. The Corporation in a Democratic Society: in whose Interest ought it and will it be Run? / Ansoff H.I. Business Strategy. – Penguin: Harmondsworth, 1969.

учун зарарли бўлиб ҳисобланади.[69] Унинг концепциясига кўра акциядорлар капитал киритади ва ундан сўнг “иложи борича кўп пул олишни хоҳлайдиган акциядорларнинг хоҳишига кўра бизнесни юритувчи” бошқарувчини ёллайди.[70] Бунда унинг фикрича, жамиятдаги бизнеснинг функцияси эркин бозорда акциядорлар учун даромад олишда намоён бўлади ва бу функция ҳукумат ва турли ижтимоий муассасалар томонидан амалга ошириладиган бошқа ижтимоий функциялар билан аралашиб кетмаслиги лозим. Корпорация фаолиятининг бошқа иштирокчилари манфаатлари шартнома ёки ҳукумат томонидан тартибга солиш орқали таъминланади ва бу манфаатлар корпоратив бошқаришда амалга оширилмаслиги лозим. Бошқарувчилар акциядорларнинг даромадларини ошириш учун жавобгар бўлган акциядорларнинг агентлари ҳисобланадилар. Агар менежментга бошқа ижтимоий мақсадларга эришиш йўл қўйилган ёки бундай мақсадга эришиш ундан талаб қилинган бўлса, у ҳолда бошқарувчиларнинг акциядорлар олдидаги реал жавобгарлиги таъминланмайди ва бунинг натижасида уларнинг мулк ҳуқуқлари бузилади. Фридманнинг фикрича, корпорация “суньий шахсият”гагина эга бўлади ва бу фактни тушунмаслик даромадларни максимал даражага етказиш бўйича бошқарувчилар мажбуриятларининг ҳақиқий моҳиятини тушунмасликка олиб келди.[71] Шунинг учун ҳам бизнеснинг даромадлилигини ошириш унинг ягона ижтимоий жавобгарлиги бўлиб ҳисобланади.

Корпоратив бошқарув бўйича яқинда ўтказилган мунозараларда Е.Стернберг акциядорларнинг мулк ҳуқуқи назариясини ҳимоя қилиб, хусусий мулкка, агентлик мажбуриятига ва фаровонлини ошириш бўйича бизнеснинг қобилиятларига зарар етказаётган корпорация фаолияти иштирокчилари назариясини жиддий танқид қилади. Фикрини давом эттириб у компанияларнинг акциядорлар олдидаги

[69] Қаранг: Friedman M. Capitalism and Freedom. – Chicago: Chicago University Press, 1962; Friedman M. The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits // New York Times Magazine. – September 13, 1970. – P.32−33, 122–126.
[70] Idem. – P.33.
[71] Idem. – P.37.

ҳисобдорлигини кенгайтириш орқали корпоратив бошқарувнинг англо-американ тизимини яхшилашни таклиф этади.[72] Бу акциядорларнинг овоз бериш ҳуқуқи, мустақил ижрочи директорлар, акциядорларга ахборотни ошкор этиш сингари самарали мониторинг ёки корпоратив назорат бозори орқали амалга оширилиши мумкин.

Агентлик назарияси. Агентлик назариясининг келиб чиқиши акциядорлик компанияларида агентлик муаммоси, яъни бошқарувчиларнинг менсимаслиги ва адолатсизлигини учратган Адам Смит Билан боғланади.[73] А.Берл ва Г.Минс ҳам замонавий корпорацияларда агентлик муаммосининг мавжудлигини эътироф этади. Мазкур муаммо профессонал бошқарувчиларга корпорацияда чегарасиз ҳокимият берилишига сабаб бўлган эгалик ва бошқарувнинг бўлинишида намоён бўлади.[74] А.Берл ва Г.Минс бўлиш, эгалик қилиш ва бошқаришнинг замонавий концепциясида муҳим ўрин тутадиган ўзининг “Замонавий корпорация ва хусусий мулк” номли асарида қуйидаги фикрни билдиради: “1930 йилга келиб АҚШ корпорацияларида иштирок этиш шакли шу даражада кучли ўзгардики, ҳатто америка капитализми тадбиркор-эга давридан корпорацияда иштирок этиш парчаланиб кетган даврга қадар бўлган йўлни босиб ўтди.”[75] Уларнинг фикрича, “бу давр корпорация устидан самарали назорат акция эгалари - акциядорлар томонидан эмас, балки ёлланган профессионал бошқарувчилар томонидан олиб борилган давр бўлган”.[76]

Берл ва Минс қарашлардан келиб чиққан ҳолда, бошқарувчиларнинг роли ишончли бошқарув ва корпорациянинг ўзи эса ишончга топширилган мулк сифатида, бошқарувчилари ваколатлари эса ишончга асосланган ваколат

[72] Қаранг: Sternberg E. Corporate Governance: Accountability in the Marketplace // The Institute of Economic Affairs. – London, 1998; Sternberg E. The Defects of Stakeholder Theory // Corporate Governance. – 2000. – №5(1). – P.3−10.
[73] Қаранг: Adam Smith. An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations. – Modern Library ed. – 1937. – P.699−700.
[74] Қаранг: Adolf A. Berle Jr. & Gardner C. Means. The Modern Corporation and Private Property. – New York: The MacMillan Company, 1932.
[75] Idem. – P.245.
[76] Idem. – P.246.

сифатида қаралади. Муаллифнинг ўзи “мазкур ваколатлар зарур ва улар корпорация қандай шаклда фаолият юритишидан қатъий назар, барча акциядорлар фойдасига амалга оширилиши лозим” деб таъкидлайди[77]. Берл ва Минснинг фикридан келиб чиққан ҳолда, корпоратив муносабатлардаги муҳим муаммо бу бошқарувчилар томонидан ўзларининг ишончга асосланган ваколатларини бажариш жараёнида ваколатни суиистеъмол қилишга йўл қўйиш бўлиб ҳисобланади. Чунки бундай ҳолатда акциядорлар ўз мулкларидан алоҳида бўлиб, унинг устидан бевосита назорат қилиш имкониятига эга бўлмайди, бу эса бошқарувчиларга мазкур мол-мулкни акциядорлар манфаатларига қарши тасарруф этиш имкониятини яратади.

Умуман олганда Берл ва Минс томонидан “эгалик ва бошқарувнинг” бўлиниши тушунчасининг киритилиши билан тадбиркорлик корпорациялари ёки акциядорлик жамиятлари моҳиятининг таърифи беришга ҳаракат қилинган.

Ўзларининг тадқиқотларида улар корпорациянинг бошқа иштирокчилари ўртасида акциядорлар ҳуқуқларининг алоҳидалигига асосланиб, улар мақомининг устунлиги масаласини қўйишган. Мазкур концепция корпоратив мулкка нисбатан мулк ҳуқуқи акциядорларга тегишли деган фикрни илгари сурмаган, чунки бунда шахс сифатидаги корпорациянинг мавжудлиги масаласи қўйилади. Лекин улар акциядорларга яхлит тарзда корпорациянинг ўзи тегишлилигини ва шу ердан бошқарувчиларнинг акциядорлар манфаатларида ҳаракат қилиш мажбурияти келиб чиқишини таъкидлашган: “корпорация уларга (акциядорларга – С.Ғ.) уларнинг энг яхши манфаатларига хизмат қилиши учун тегишлидир”.[78]

Кейинчалик концепция Р.Коуз томонидан ишлаб чиқилган “фирма назарияси” (яъни АЖ) сифатида ривожлантирилади. Мазкур назария агентлик назарияси ривожланишининг

[77] Idem. – P.248.

[78] Idem. – P.334, 354 ("A corporation `belongs' to its shareholders . . . and theirs is the only interest to be recognized as the object of corporate activity").

навбатдаги асосий белгиларини аниқлаб берди.[79] Агентлик назарияси расмий равишда XX асрнинг 70-йилларида келиб чиққан. (Росс мазкур назариянинг асосчиларидан бири ҳисобланади). Ўзининг парадигматик қарашларида мазкур назария хўжайин (яъни мулкдор) билан аниқ белгиланган вазифа асосида ишлайдиган агент (яъни бошқарувчи) ўртасидаги муносабатларни кўриб чиқади.[80] Бугунги кунда агентлик назарияси махсус адабиётларда, хусусан Дженсен ва Меклинг[81], Фам ва Дженсен[82] каби бир қатор олимларнинг ишларида муваффақиятли кўриб чиқилмоқда.

Мазкур назарияга кўра, Хўжайин ва агентнинг умумий муносабатларида агентнинг ўз манфаатини кўзловчи хулқ атвори корпоратив бошқаришнинг марказий муаммоси бўлиб ҳисобланади. Мазкур муносабатлар хўжайинлар, яъни акциядорлар агентларни, яъни бошқарувчилар ва директорларни улар хўжайинлар номидан амалга оширадиган иш билан таъминлашини билдиради.[83] Индивидлар фақат ўзининг фаровонлиги сари ҳаракат қилади деган хулосага асосланган ҳолда агентлик назарияси, бошқарувчилар акциядорлар манфаатлари ҳисобидан ўз манфаатларини кўзлаб ҳаракат қилиши мумкинлигини таъкидлайди.

Бунда агентлик назарияси хўжайин ва агент муносабатларида мавжуд бўлган икки асосий муаммони кўриб чиқади. Биринчи муаммо – хўжайин томонидан агент хулқ атвори устидан мониторингни амалга оширишнинг мураккаблиги ва қимматга тушиши. Иккинчи муаммо хўжайин ва агент таваккалга турли хил муносабатда бўлганлиги сабабли

[79] Қаранг: Ronald Coase. The Nature of the Firm // Economica. – 1937. – №4. – P.386−405.
[80] Қаранг: Bolton P. and Scharfstein D. Theory of Predation Based on Agency Problems in Financial Contracting // American Economic Review. – 1990. – №80. –P.94−106.
[81] Қаранг: Jensen M.C., Meckling W.H. Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs, and Ownership Structure // Journal of Financial Economics. – 1976. – №3. – P.305−360.
[82] Қаранг: Fama E., Jensen M.C. Agency Problems and Residual Claims // Journal of Law and Economics. – 1983. – №26. – P.327−352.
[83] Қаранг: Eisenhardt K.M. Agency Theory: An Assessment and Review // Academy of Management Review. – 1989. – №14(1). – P.57–74.

уларнинг турли хилдаги манфаатдорлигида намоён бўлади.[84] Мазкур муаммолар ўз навбатида мулкдорлар манфаатларида ҳаракат қилишлари учун агентларга берилган мулкни бошқариш жараёнида вужудга келадиган ўзига хос бошқарув харажатларига олиб келади.[85] Мулкдор ва агент ўртасидаги муносабатларни самарали амалга оширишнинг нисбатан мақбул йўлини аниқлаш агентлик назариясининг асосий мақсади бўлиб ҳисобланади.

Агентлик назариясига кўра иқтисодий ўзаро муносабатлардаги барча ижтимоий муносабатлар мулкдор ва агент ўртасидаги шартномада назарда тутилиши мумкин.[86] Корпорациянинг моҳиятини ташкил этувчи шартномавий муносабатлар нафақат акциядорлар, балки хизматчилар, маҳсулот етказиб берувчилар, кредиторлар ва бошқалар ўртасида ҳам мавжуд бўлади. Бунда акциядорлик жамиятлари турли мулкдорлар ва агентлар ўртасида шартномалар тизими асосида тузилган ҳақиқий бўлмаган ҳуқуқий уйдирма сифатида қаралади.[87] Шунинг учун акциядорлик жамиятига ўзига хос бозор келишуви сифатида қаралади.[88] Агентлик муаммоси барча шартномаларда бўлгани сабабли уларнинг тузилиши ҳар иккала томоннинг манфаатларини бирлаштирган ҳолда мулкдорнинг ҳам, агентнинг ҳам манфаатларини таъминлаши лозим. Бунда уларнинг манфаатларини бундай бирлаштиришни рағбатлантириш учун энг мақбул восита яратиш муҳим масала бўлиб ҳисобланади.[89]

Бизнинг фикримизча, бу ерда хулқ атворга йўналтирилган шартнома (иш ҳақи, иерархик бошқарув) натижага мўлжалланган шартномага (мулк ҳуқуқини бериш, бозор бошқаруви ва ҳк.) нисбатан самарали бўлиши билан боғлиқ

[84] Idem. – P.58.
[85] Қаранг: Jensen M.C., Meckling W.H. Op.cit. – P.305−360.
[86] Қаранг: Lewis A. Kornhauser. The Nexus of Contracts Approach to Corporations: A Comment on Easterbrook and Fischel // Colum. L. Rev. – 1989. – №89. – P.1449–1469.
[87] Қаранг: Jensen M.C., Meckling W.H. Op. cit. – P.305–360.
[88] Қаранг: Alchian A.A., Demsetz H. Production, Information Costs, and Economic Organisation // American Economic Review. – 1972. – №62(5). – P.777−795.
[89] Қаранг: Jensen M.C., Meckling W.H. Op. cit. – P.356.

масала муҳим бўлиб ҳисобланади.[90] Униси ҳам буниси ҳам кўп жиҳатдан ахборотни тўла олиш мумкинлигига боғлиқ бўлади. Шу билан бирга шуни ҳам таъкидлаш жоизки, хулқ атворга йўналтирилган шартнома афзалроқ ҳисобланади, чунки бунда агентнинг хулқ атворини кузтиш имконияти мавжуд бўлади. Агар агентнинг хулқ атворини тўла кузатиб бўлмаса, у ҳолда мулкдорда иккита имконият мавжуд: биринчидан – агентнинг хулқ атвори тўғрисидаги ахборотни сотиб олиш ваш у ахборотдан келиб чиққан ҳолда уни рағбатлантириш; иккинчидан – агентни унинг фаолияти натижаларидан келиб чиққан ҳолда рағбатлантириш. Шунинг учун нисбатан самарали шартнома агентнинг хулқ атворини баҳолаш учун кетадиган харажатлар билан агент фаолияти натижалари ва таваккалчиликни агентга бериш билан боғлиқ харажатларни ўзида акс эттириши лозим.[91]

Бошқарув назарияси. Бошқарув назарияси агентлик ва бошқа назариялардан фарқли равишда мутлақо бошқа нуқтаи назарни илгари суради.[92] Агар агентлик назарияси агентларга ишониб бўлмаслиги ва улар устидан тўлиқ кузатувни ўрнатиш лозимлигини таъкидлаб, агентнинг ўз манфаатларига қаратилган хулқ атвори асосида қурилса, бошқарув назарияси менежерлар яхши бошқарувчи эканлиги нуқтаи назаридан бундай хулосани хато деб ҳисоблайди.[93] Корпорацияга директорлар акциядорлар олдида фидуциар жавобгарликка эга бўладиган анъанавий нуқтаи назардан ҳуқуқ субъекти сифатида қарашга асосланган ҳолда бошқарув назарияси, менежерлар акциядорлар манфаатларига хизмат қилиш учун бошқарувчилар сифатида ҳаракат қилишларини ва юқори корпоратив даромадга эришиш мақсадида қунт билан

[90] Қаранг: Eisenhardt K.M. Agency Theory: An Assessment and Review // Academy of Management Review. – 1989. – №14(1). – P.57−74.
[91] Idem.
[92] Қаранг: Marris R. The Economic Theory of ‘Managerial’ Capitalism. – London: Macmillan, 1964; Nichols T. Ownership, Control, and Ideology. – London: Allen & Unwin, 1969; Etzioni A. A Comparative Analysis of Complex Organisations. – New York: Free Press, 1975.
[93] Қаранг: Posner, B. Z. and Schmidt W. H. Values and the American Manager // California Management Review. – 1984. – №26(3). – P.202−216.

ишлашларини таъкидлайди. Бунда бошқарувчилар нафақат манфаатдорлик, балки тан олинишга эришиш сари интилиш, жавобгарлик ҳисси, ўзининг муваффақиятли фаоилятдан роҳатланиш, ҳокимиятга ҳурмат, ижтиоий мақомга эришиш ва меҳнат этикасига риоя қилиш каби гўёки бошқа мотивларга ҳам эга бўлади.[94] Шунинг учун ҳам эгалик ва бошқарувнинг бўлиниши тамойилини амалга ошириш ҳар доим ҳам акциядорлар ва бошқарувчилар ўртасида манфаатлар тўқнашувига олиб келмайди деб ҳисобланади. Бундай бўлиниш бошқарувчилик фаолиятининг ривожланишига олиб келади, бу эса ўз навбатида корпоратив ишлаб чиқариш ва акциядорлар фаровонлигининг ошиши учун фойдали бўлиб ҳисобланади. Шундан келиб чиқиб, мазкур назарияга кўра, корпоратив даромадни максимал даражага етказиш ва акциядорларнинг фаровонлигини ошириш мақсадида бошқарувчиларни тўлиқ ҳокимият билан таъминлаш зарур бўлиб ҳисобланади.

Молиявий модел. Молиявий модел агентлик назариясининг мантиқий давоми бўлиб ҳисобланади, чунки уларнинг иккаласи ҳам бошқарувчилар акциядорларнинг фаровонлигини ошириш борасида ҳаракат қилишлари учун бозор бошқаруви самарадорлигини оширишни мақсад қилиб қўяди.[95] Мазкур концепция асосан корпоратив назорат бозорини ўрганган Генри Манне номи билан боғланади.[96] Ушбу модел шунингдек самарали бозор модели еб ҳам юритилади.[97] Молиявий модел XX асрнинг иккинчи ярмида, айниқса XX асрнинг 80-йилларида юз берган қўшиб олиш жараёнлари даврида корпоратив бошқарув тузилмасида муҳим роль ўйнади.

Молиявий иқтисод назарияси акциянинг баҳоси компаниянинг ўсиши ва унинг келажакдаги барча

[94] Қаранг: Reed Darryl. Stakeholder Management Theory: A Critical Theory Perspective // Business Ethics Quarterly. – 1999. – №9(3)(July). – P.453−484.

[95] Қаранг: Keasey K., Thompson S., Wright M. Introduction: the Corporate Governance Problem – Competing Diagnoses and Solutions // Keasey K., Thompson S., Wright M. (eds.). Corporate Governance: Economic and Financial Issues. – Oxford: Oxford University Press, 1997. – P.438.

[96] Қаранг: Manne H.G. Mergers and the Market for Corporate Control // Journal of Political Economy. – 1965. – №75. – P.110−126.

[97] Қаранг: Blair M.M. Ownership and Control: Rethinking Corporate Governance for the Twenty-first Century // Brookings Institution. – Washington DC. – 1995. – P.27.

даромадларига эришишнинг бозор шароитларини тўла ўзида ифода эттиришини таъкидлайди. Шундан келиб чиқиб, молиявий модел тарафдорлари қисқа муддатда акцияларнинг баҳосини ошириш йўли билан энг мақбул тарзда акциядорларнинг манфаатларини ошириш мумкинлигини эътироф этишади. Акцияларнинг баҳоси корпоратив ишлаб чиқаришнинг индикатори ҳисобланса, фонд бозори бошқарувчилар фаолиятининг самарадорлигини аниқлашнинг энг мақбул ўлчови ҳисобланади. Агар акциядорлик жамияти етарли даражада ишлаб чиқаришга эга бўлмаса, унинг акциялари баҳоси паст бўлади, бу эса аутсайдерларга мазкур акцияларни сотиб олиш ва жамиятни янада самарали бошқариш, пировард натижада эса кўпроқ даромад олиш имкониятини яратади. Шунинг учун бирлашиш таҳдиди бошқарувни акциядорлар даромадини ошириш бўйича ҳаракат қилишни рағбатлантиради. Мазкур концепциядан келиб чиққан ҳолда, эгалик ва бошқарув тамойили бошқарувчилар ва акциядорлар манфаатларининг ажралишини келтириб чиқариши таъкидланади. Лекин бу қоида бошқарувчиларнинг ҳулқ атворини тартибга солишнинг нисбатан самарали усули бўлган корпоратив назорат бозори орқали тўғриланади.[98] Шундан келиб чиқиб, мутахасиссислар қуйидагича хулоса қилади: акциядорларнинг овоз бериш бўйича қолган ҳуқуқлари қўтарилиши лозим. “Ташқи босим” ва давлат томонидан бирлаштириш йўли билан сунъий тўсиқларнинг ташкил этилиши бозорнинг самарасиз фаолият юритишига олиб келади.[99]

Бозорни яқиндан кщриш (узоқдан кўра олмаслик) модели. Мазкур модел корпорпация акциядорлар манфаатларига хизмат қилиши лозимлигидан келиб чиқиб умумий агентлик назариясини ажратади. Лекин бу модел бозор томонидан юз берадиган босим туфайли қисқа муддатли фойда қисқа муддатли ишаб чиқариш, фонд бозорида акцияларнинг қисқа

[98] Қаранг: Alchian A.A., Kessel R.A. Competition, Monopoly and the Pursuit of Pecuniary Gain // Aspects of Labour Economics. – Princeton, National Bureau of Economic Research. – 1962.

[99] Қаранг: Fama E. Agency Problems and the Theory of the Firm // Journal of Political Economy. – 1980. – №88. – P.288−309.

муддатли нархи тушиши кабилардан ҳаддан ташқари хавотирларниш сифатида корпоратив бошқарувнинг англо-американ моделига танқидий нуқтаи назардан ёндошади. Ушбу модел амал қилиб келаётган копоратив бошқарув тизими бошқарувчини акциядорларнинг узоқ муддатли фаровонлиги ва корпорациянинг рақобатбордошлиги ҳақида ғамхўрлик қилишга ундамаслигини исботлайди.[100] Корпоратив ишлаб чиқариш ва бошқарувчининг интилишларини гўёки баҳолаш мазкур тизимнинг сифатларидан бири ҳисобланади. Лекин мазкур қараш бир йилга, ҳатто чорак муддатга мўлжалланган қисқа муддатли молиявий натижаларга асосланади. Бошқарувчилар қисқа муддатли ишлаб чиқаришнинг индикаторларига кўпроқ ва илмий тадқиқот лойиҳалари сингари узоқ муддатли инвестицияларга камроқ эътибор қаратишлари лозим.

Бунда фонд бозори корпоратив ишлаб чиқаришнинг яхши индикатори бўла олмаслиги, акс ҳолда корпорация бозордаги ноаниқ ҳолатлар билан кураша олмаслиги, бу эса корпорация иши аҳволининг нотўғри баҳоланишига олиб келиши мумкинлиги таъкидланади. Бозор конъюнктурасидаги ўзгаришлар, масалан, бозор иштирокчиларининг мўлжаллари ва уларнинг кайфиятлари таъсири остида ҳақиқий объектив омиллардан қатъий назар акциялар баҳоси тез тез ўзгариб туради.[101] Шунинг учун корпоратив назорат бозори самарали тартибга солувчи механизм деб эътироф этилмаслиги таъкидланади. Дўстона бўлмаган бирлашишларнинг таҳдиди бошқарувчиларнинг эътиборини чалғитиши ва уларни бунга қарши курашишга мажбур қилиши мумкин.

Бозорни яқиндан кўриш (узоқдан кўра олмаслик) модели корпоратив бошқарув ислоҳотлари акциядорлар ва

[100] Қаранг: Hayes R.H., Abernathy W.J. Managing our Way to Economic Decline // Harvard Business Review. – 1980. – №58. – P.67−77; Charkham J. Keeping Good Company: a Study of Corporate Governance in Five Countries. – Oxford: Clarendon, 1994; Sykes A. Proposals for Internationally Competitive Corporate Governance in Britain and America // Corporate Governance. – 1994. – №2(4). – P.187−195.

[101] Қаранг: Keynes J.M. The General Theory of Employment. Interest and Money. – London: Macmillan, 1936; Shiller R.J. Do Stock Prices Move too much to be Justified by Subsequent Changes in Dividends / R.J. Shiller (ed.). Market Volatility. – Cambridge: The MIT Press, 1989.

бошқарувчиларни узоқ муддатли ишлаб чиқаришга ҳамда акциядорларнинг акциядорлик жамиятидан осонгина чиқиб кетиши йўл қўймай, корпорация фаолиятида уларнинг фаол иштирок этишига мўлжалланиши лозим.[102]

Плюралистик модел ва васийлик моделлари *корпорациялар иштирокчилари моделининг* (stakeholder model) асосий моделлари бўлиб ҳисобланади. Корпорацияларнинг ижтимоий жавобгарлиги назарияси 1932 йилда Гарвард ҳуқуқ мактаби профессори Меррик Додд томонидан таклиф этилган.[103] Унинг фикрича, корпорация фақат акциядорлардан ташкил топмайди. Ходимлар, кредиторлар, истеъмолчилар кабилар ҳам корпорацияда ўз ўрнига эга бўлади, чунки корпорация томонидан бирор қарор қабул қилиниши пировард натижада уларнинг ҳам ҳуқуқ ва манфаатларига, шунингдек жамият манфаатларига дахлдор бўлади. Бундан корпорация бутун жамиятга зарар етадиган қарор қабул қила олмаслиги англашилади. Бунда фақат акциядорларнинг манфаатларини ифода этиш худбинлик бўлиб ҳисобланади. Ўз навбатида бундай қараш корпорацияга даромад олиш воситаси эмас, балки жамиятнинг алоҳида аъзоси сифатида қараш имкониятини яратади.[104]

Плюралистикмодел. Плюралистик модель нафақат акциядорларнинг, балки корпорация фаолияти барча иштирокчиларининг манфаатлари кўплигини назарда тутади. У корпорация нисбатан кенг иштирокчилар доирасига хизмат қилиши лозимлигини таъкидлайди. Мазкур модел корпоратив бошқарув мулк ҳуқуқидан чекинмаслигини, лекин бундай ҳуқуқ фақат акциядорларгагина йўналтирилмасдан, у фаолиятнинг бошқа иштирокчилари, айниқса ходимлар томонидан ҳам талаб қилиниши мумкинлигини назарда тутади.[105] Муайян воситалар

[102] Қаранг: Keasey K., Thompson S., Wright M. Introduction: the Corporate Governance Problem – Competing Diagnoses and Solutions // Keasey K., Thompson S., Wright M. (eds.). Corporate Governance: Economic and Financial Issues. – Oxford: Oxford University Press, 1997.

[103] Idem.

[104] Қаранг: E. Merrick Dodd, Jr. Op. cit. – P.1161.

[105] Қаранг: Gamble A., Kelly G. Shareholder Value and the Stakeholder // Debate in the UK Corporate Governance. – 2001. – №9(2). – P.110−117.

киритган ва маълум миқдордаги таваккал қилган иштирокчилар ҳам етарли даражадги ҳуқуқларга эга бўлиши ва корпорация фаолиятининг самарадорлигини ошириш мақсадида унда қарор қабул қилиниши жараёнида иштирок этиши лозим.[106]

Плюралистик моделни кўп ҳолларда корпоратив фаолиятнинг нисбатан кенг доирадаги иштирокчилари манфаатлари борасидаги умумий позиция билан боғлашади.[107] Бу йўналишга корпорациянинг рақобатбардошлилиги ва даромадини оширишнинг энг самарали усули сифатида қаралади. Масалан, бизнес стратегия сифатида бошқарувнинг бирламчилиги борасидаги Фридманнинг ғояси ҳам умумий йўналиш ҳисобланади. Бу ерда бошқарувни нисбатан юқори даражага қўядиган корпорациянинг янада самарали ишлаши таъкидланади.[108]

Васийлик модели (trusteeship model). Мазкур модел корпорацияларда мавжуд бошқарув тизимини кўриб чиқиш жараёнида реалистик нуқтаи назарни ўзида ифода этади. Корпорацияни ижтимоий муассаса сифатида қаровчи корпорацияларнинг континентал (европа) копцепциясидан келиб чиққан ҳолда Кей ва Сильберстоун оммавий корпорациялар хусусий шартноманинг натижаси ҳисобланмаслиги сабабли бир шахснинг мулки бўла олмаслигини таъкидлашади.[109] Мулкдор мулкка нисбатан эгалик қилиш, фойдаланиш ва тасарруф этиш ҳуқуқларига эга бўлган вақтдагина мулк мавжуд бўлади. Акциядорлар эса компанияда фақат ўзларига тегишли акцияларига эгалик

---

[106] Қаранг: Blair M.M. Op. cit. – P.27; Kelly G., Parkinson J. The Conceptual Foundations of the Company: A Pluralist Approach // Company Financial and Insolvency Law Review. – 1998. – №2(2). – P.174−197.

[107] Қаранг: Campbell A. Stakeholders, the Case in Favour, Long Range Planning // Journal of Law and Society. – 1997. – №30(3). – P.446−449; Plender J. A Stakeholder in the Future: the Stakeholding Solution. – London: Nicholas Brearley, 1997; Centre for Tomorrow’s Company (CTC). The Inclusive Approach and Business Success: the Research Evidence. – London, 1998.

[108] Қаранг: Swanson, Diane L. Toward an Integrative Theory of Business and Society: A Research Strategy for Corporate Social Performance // Academy of Management Review. – 1999. – №24(3)(July). – P.506−521.

[109] Қаранг: Kay J., Silberston A. Corporate Governance // National Institute Economic Review. – 1995. – №84(August). – P.84−97.

қилади ва улар билан фонд бозорида савдо қилади. Улар компаниянинг мол-мулкига эгалик қилиш ва фойдаланиш, унинг фаолият йўналишларини белгилаш ва компания мулкни бошқа шахсларга бериш ҳуқуқларига эга бўлмайди. Акциядорларнинг қолган ҳуқуқларини компания белгилайди, агар унинг ишлаб чиқариши акциядорларни қаноатлантирмаса, улар фонд бозорида ўз акцияларини сотиш орқали компаниядан чиқиб кетишлари мумкин. Шу маънода корпорация акциядорларнинг мулки ҳисобланиши борасидаги қараш ҳеч қандай асосга эга бўлмайди.

Кей ва Сильберстоуннинг фикрича, бизнес учун мулк ҳуқуқи алоҳида аҳамиятга эга бўлмайди. Масалан, кўпгина оммавий институтлар (масалан музейлар) муайян мулкдорларсиз фаолият юритади. Корпорация ўз иштирокчиларидан алоҳида ҳуқуқий субъект ҳисобланганлиги ва акциядорлар фақатгина расмий равишда унинг мулкдорлари сифатида чиқиши боис корпорация акциядорларга тўғридан тўғри мулк ҳуқуқини бермайди.[110] Компания ўзининг мулки, ҳуқуқ ва мажбуриятларига, ўз номидан ҳаракат қилиш имкониятига эга бўлади ҳамда мазкур ҳаракатлар юзасидан жавобгарликни ўз зиммасига олади. Шунинг учун Кей ва Сильберстоун бошқарувчи бу фақатгина акциядорларнинг агенти деган фикрни рад этади. Уларнинг фикрича бошқарувчилар корпорациянинг васийлари ҳисобланади.

Бизнинг фикримизча васийлик модели агентлик назариясидан қуйидаги икки жиҳати билан фарқ қилади: биринчидан, васийларнинг фидуциар жавобгарлиги нафақат акциядорларнинг, балки нисбатан кенг доирадаги иштирокчилар – ходимлар, маҳсулот етказиб берувчилар, мижозларнинг фаровонлиги, шунингдек компаниянинг жамиятдаги обрўси ҳақида ғамхўрлик қилиш билан биргаликда корпорация мол-мулкини сақлашда намоён бўлади. Васийлар сингари бошқарувчилар ҳам нафақат акциядорларнинг молиявий

[110] Қаранг: Deakin S., Slinger G. Hostile Takeovers, Corporate Law, and the Theory of the Firm // Journal of Law and Society. – 1997. – №24(1). – P.124−151; Warren R.C. Corporate Governance and Accountability. – Bromborough: Liverpool Academic Press, 2000. – P.18.

манфаатлари, балки корпорациянинг кенг манфаатларини ҳам ифода этишлари лозим. Иккинчидан – бошқарувчилар акциядорларнинг қисқа муддатли даромадлари ҳақида ғамхўрлик қилиш билан чекланмасдан, корпоратив фаолиятнинг мавжуд иштирокчилари билан бир қаторда келажакдаги иштрокчилар ўртасида келиб чиқиши мумкин бўлган низовий ҳолатларни ҳал этишлари лозим. Васийлик моделини таъсис этиш учун юқорида номлари санаб ўтилган муаллифлар амалдаги қонунларга директорларнинг мажбуриятларини мустаҳкамлаш, мустақил директорлар ваколатларини бошқарувчилар номзоди учун таъминлаш, уларга компаниянинг бош директорини 4 йил муддатга тайинлаш ваколатини бериш йўналишларида тегишли ўзгартириш ва қўшимчалар киритишни таклиф этишади.

1.3. Корпоратив бошқарув моделлари ва Ўзбекистонда уни ривожлантириш йўналишлари

Мавжуд хорижий адабиётлар таҳлили XX асрда корпоратив ҳуқуқнинг асосий тузилиши масаласи юзасидан ўтказилган мунозара ва тажрибалар асосий эътиборни ҳуқуқ норомалари акциядорлар ва бошқа иштирокчилар манфаатларини қандай ҳимоя қилиш масаласига қаратганлигини кўрсатди. Шу муносабат билан корпоратив ҳуқуқ амалиётида акциядорларга йўналтирилган бошқарув моделларининг уч йўналиши пайдо бўлди. Уларни шартли равишда бошқарувчиларга йўналтирилган бошқарув модели, ходимларга йўналтирилган бошқарув модели ва давлатга йўналтирилган бошқарув моделлари деб номлаймиз. Гарчи турли жиҳатлардан мазкур моделлар фанда ва амалиётда муайян муваффақиятларга эришган бўлса-да, уларнинг барчаси ўзининг меъёрий жалб қилиш қобилиятини йўқотди.

Шуни таъкидлаш жоизки, сўнгги йилларда фан ўз эътиборини корпорацияларнинг иштирокчилари моделига қарата бошлади. Фикримизча, бу олдинги моделларда аниқланган элементларнинг йиғиндиси холос. Тегишли равишда олдинги моделларни обрўсизлантирган ўша кучлар акциядорларга мўлжалланган моделнинг алтернативи

сифатида корпоратив фаолият иштирокчилари моделини ҳам бадном этишади.

Бошқарувчиларга мўлжалланган модел. XX асрнинг 30-60 йилларида АҚШда “норматив фикр” йирик корпорациялар бошқарувчиларининг ютуқларини ҳар қандай йўл билан мақтарди. Масалан, Меррик Додд ва Джон Кеннет Гелбрейт, мазкур позиция тарафдорлари бўлиб, ўз фаолиятининг охирги босқичларида Берл ва Минс ҳам шу фикрга келишган.[111] Мазкур нуқтаи назар асосида профессионал бошқарувчиларга умумий ижтимоий манфаатга хизмат қилиши мумкин бўлган бизнес юритадиган манфаатдор технократик фидуциарлар сифатида қаралган. Фикримизча, XX асрнинг 50-йилларидаги корпорацияларнинг ижтимоий жавобгарлиги бўйича адабиётларга мазкур нуқтаи назарни мужассамлаштирилган адабиёт сифатида қараш мумкин.[112]

Бундай қарашнинг меъёрий аҳамияти XX асрнинг 50-60 йилларида, яъни корпоратив бошқарувчилар ваколатларининг кескин ўсиши кузатилган (масалан, АҚШнинг қимматли қоғозлар бўйича Комиссияси томонидан қабул қилинган корпоратив фаолиятдаги вакиллар тўғрисидаги Қоидаларда, шунингдек Вильямс ҳужжатида) вақтларда АҚШнинг турли ҳуқуқий ютуқларида ўзининг изоҳини топди. Лекин 70-80 йиллардаги турли хил фикрлар тартибсиз йиғиндисининг (конгломератнинг) ҳаракати кўп жиҳатдан бошқарувчилар моделидан чекинишга ёрдам берди. Бугунги кунда биз бошқарувчиларга корпоратив инвестициявий сиёсатни амалга ошириш учун жуда ҳам кўп ваколатлар берилса, улар кўп ҳолларда ўз манфаатларига хизмат қилишга ўтадилар деган хулосага келмоқдамиз. Агар бошқарувчиларнинг корпорациялари акциядорларнинг эмас, балки ўзларининг манфаатларини нисбатан самарали равишда ҳимоя қиладиган бўлсалар, фикримизча, у ҳолда

[111] Қаранг: Adolph A. Berle. Corporate Powers as Powers in Trust // Harvard Law Review. – 1931. – №44. – P.1049; E.Merrick Dodd. For whom are Corporate Managers Trustees? // Harvard Law Review. – 1932. – №45. – P.1145; Adolph Berle. For whom Corporate Managers are Trustees: A Note // Harvard Law Review. – 1932. – №45. – P.1365; Adolph A. Berle. Power without Property: a New Development in American Political Economy. – Boston, 1959. – P.107–110.

[112] Қаранг: Edward Mason. The Corporation in Modern Society. – N.Y., 1959.

операцияларнинг самарасизлиги ва кичик даромад келтирувчи лойиҳаларга инвестицияларнинг ҳаддан ошиши нисбатан аҳамиятли бўлиб қолади.

Ходимларга йўналтирилган модел. Йирик компанияларда меҳнат шартномаси билан боғлиқ муаммолар яққол намоён бўлади. Оддий шартномалар ва шартнома ҳуқуқининг асосий таълимотлари ходим ва коўмпания ўртасидаги узоқ муддатли муносабатларни бошқаришда ўз ўзидан мос келмай қолади.[113]

Ташкил этилган уюшмалар воситасида тузиладиган жамоа шартномалари мазкур муаммони ҳал этишнинг воситаларидан бири бўлди. Лекин бундай ёндошув, бизнинг фикримизча, ходимнинг у ишлаётган компаниянинг ташкилий тузилишидана келиб чиқмайдиган уюшма билан бўладиган муносабатларини ўрнатган ҳолда корпоратив ҳуқуқ доирасига кирарди. Бу борадаги яна бир ёндошув корпорацияни бошқаришда ходимларни тўғридан тўғри жалб этишни (масалан, уларнинг вакилларини компания директорлар кенгаши таркибига киритиш йўли билан) назарда тутарди.[114] Ходимларнинг корпоратив бошқаришда иштирок этиши масаласига Германияда Веймар Республикаси даврида алоҳида эътибор қаратилди. Фикримизча, ўша вақтда юнионизм мазкур муаммони ҳал этишдаги нисбатан устун қараш ҳисобланган. Иккинчи жаҳон урушидан сўнг бутун Европа бўйлаб корпоратив бошқарувда ходимларнинг иштирокини синаш тажрибалари ўтказила бошлайди. Мазкур тажрибалар натижалари Германияда янада яққолроқ сезилди. 1951 йил у ерда қабул қилинган қонун асосида ходимлар босқичма босқич (1952-1976 йиллар давомида) Германиянинг барча йирик компанияларида кузатув кенгаши аъзоларининг ярмини сайлаш ҳуқуқига эга бўлдилар.[115] Ўша вақтдаги Германиянинг бундай тажрибаси

[113] Қаранг: Holmstrom B. and Tirole J. The Theory of the Firm / Schmalensee R. and Willig R.D. (eds.). Handbook of Industrial Organisation. – Vol. 1. – North-Holland, 1991. – P.306.

[114] Қаранг: Marleen A. O'Connor. Restructuring the Corporation's Nexus of Contracts: Recognizing a Fiduciary Duty to Protect Displaced Workers // N.C. L. Rev. – 1991. – №69. – P.1189.

[115] Қаранг: David Millon. Default Rules, Wealth Distribution and Corporate Law Reform: Employment at Will versus Job Security // U. PA. L. Rev. – 1998. – №146. – P.975.

бир қатор бошқа Европа мамлакатларида корпорацияларни ходимлар иштирокида бошқариш борасида катта таъсир кўрсатди ва натижада кўпгина давлатлар йирик корпорацияларнинг кузатув кенгашларида ходимлар вакиллари учун муайян квоталарни жорий этдилар.

Мавжуд фактлар таҳлили шуни кўрсатдики, корпорацияларни бошқаришда ходимларнинг иштирок этиш кўлами XX асрнинг 70-йилларида ўзининг юқори нуқтасига эришди. Айнан шу даврда директорлар бошқаруви таркибига корпорация ходимларини киритиш кенг жорий этилди ва Корпоратив ҳуқуқ бўйича Европа Ҳамжамиятининг Бешинчи Директивасини (мазкур директивага асосан Германиянинг директорлар бошқаруви таркибига корпорация ходимларини киритиш тажрибаси бутун Европага тарқалди) амалга ошириш учун шароит яратилди. Ўша даврда мазкур тажриба АҚШ учун ҳам қулай бўлиб кўринди, чунки унга қарши тоурган юнионизм меҳнат шартномаси билан боғлиқ муаммони ҳал қилиш воситаси сифатида ўзининг аҳамиятини йўқота бошлади ва “саноат саҳнасидан” деярли чиқиб кетди.[116]

Лекин кейинчалик корпоратив бошқарувда ходимларни жалб этиш усули меёрий идеал сифатида ўзининг кучини йўқотади. ЕҲнинг Бешинчи Директиваси қонунчилик меъёри мақомига эга бўлмаган ва фикримизча, ходимларнинг бошқарувда иштирок этиши энди ҳеч қачон қайтиб келмайди. Бугунги кунда ходимларнинг корпорация ишларида овоз бериш орқали иштирок этиши самарасиз қарорлар ва кузатув кенгаши ишининг тўхташига олиб келишини эътироф этувчи фикрлар кучаймоқда. Агар иш кучи муайян фималарда жуда ҳам бир хил бўлса, у ҳолда унинг манфаатларида бошқарув органи тузилади деб ҳисобланади. Германия компанияларида бўлгани сингари ходимлар инвесторлар билан бошқарувчини бўлишган ҳолларда корпорацияларнинг муаммолари сезиларли даражада ошади. Умуман шартномавий муносабатлар, ҳатто уларда баъзи камчиликлар мавжуд бўлса-да, фикримизча,

[116] Қаранг: Michael E. DeBow & Dwight R. Lee. Shareholders, Nonshareholders and Corporate Law: Communitarianism and Resource Allocation // Del. J. Corp. L. – 1993. – №18. – P.393, 395.

ходимларнинг овоз беришда иштирок этиши ҳамда инвесторлар ва ходимлар манфаатлари тўқнашувини ҳал этишда қўлланиладиган жамоавий хусусиятдаги бошқа механизмларга нисбатан самарали ҳисобланади.[117]

Ҳозирги кунда Германиянинг ўзида ҳам баъзи олимларгина ходимларнинг корпоратив бошқарув ва бошқа тузилмаларда иштирокини қўллаб-қуваатлайди. Германияда ходимларнинг бошқарувда иштирок этиши уларнинг маҳаллий манфаатлар ва шароитларга мослашуви нуқтаи назаридан ёки бугунги кунда натижаларини сиёсий жиҳатдан бартараф этиш қийин бўлган, аниқ аҳамиятга эга бўлмаган тажриба сифатида қаралади.[118]

Давлатга йўналтирилган йўналиш. Иккинчи жаҳон урушига қадар ва ундан кейин ҳам хусусий компаниялар ижтимой манфаатларга хизмат қилиши кафолатини таъминлаш учун йирик тадбиркорлик корпорацияларининг ишида давлат тўғридан-тўғри рол ўйнаган корпоратив тизим ғояси кенг қўлланилган. Бундай ёндошув корпоратив секторга тўғридан тўғри таъсир этиш орқали технократик органлар ҳукуматга бозор етишмовчиликларини бартараф этишда ёрдам бериши мумкинлигидан келиб чиққан. Бундай ёндошув урушдан кейин Франция ва Японияда янада тез суръатлар билан қўлланилган.[119] АҚШда эса бундай ёндошув мудофаа саноати доирасида унча катта бўлмаган тажриба ўтказилди. Мазкур модел илмий доираларнинг сезиларли даражадаги эътиборини қозонди. Англо-американ жамиятида давлатга йўналтирилган моделнинг нисбатан ёрқин ифодаси Эндрю Шонфилднинг 1967 йилги “Замонавий капитализм” номли асарида ўз аксини

[117] Қаранг: Henry Hansmann. Supra note 2. – P.89–119; Henry Hansmann. Worker Participation and Corporate Go-vernance // University of Toronto Law Journal. – 1993. – №43. – P.589–606; Henry Hansmann. Probleme von Kollektiventscheidungen und Theorie der Firma. Folgerungen für die Arbeitnehmermitbestimmung / Claus Ott and Hans-Bernd Schäfer, editors. – Ökonomische Analyse des Unternehmensrechts, 1993. – P.287–305. On the weaknesses of German boards, see, e.g., Mark Roe. German Securities Markets and German Codetermination // Columbia Business Law Review. – 1998. – №98. – P.167.

[118] Қаранг: Michel Albert. Capitalism vs. Capitalism. – 1993. – P.169–190.

[119] Қаранг: William T. Allen. Contracts and Communities in Corporation Law // Wash. & Lee L. Rev. – 1993. – №50. – P.1395–1400.

топди.[120] Муаллиф француз ва япон тажрибасини зўр қизиқиш билан тавсифлайди. Япония ва давлат моделидаги бир қатор Осиё давлатлари иқтисодиётидаги ишлаб чиқаришнинг юқори даражадалиги мазкур моделга ҳатто 1980 йилги инқироздан кейин ҳам катта ишонч сақланиб қолинишини таъминлади.[121]

Фикримизча, корпоратив бошқарув устидан давлат назоратининг асосий қуроллари умуман олганда корпоратив ҳуқуқдан четда туради. Улар масалан, ҳукумат органларининг кредитни тақсимлаш, ташқи алмашув, лицензия бериш, антимонополия қоидаларидан чиқариш борасидаги ҳуқуқларининг маълум даражадаги йиғиндисини ўз ичига олади.[122] Албатта, корпорация бошқарувчилари устидан акциядорларнинг назорати сусайишида корпоратив ҳуқуқ муҳим рол ўйнаган. Бошқарувчиларнинг давлат манфаатларига қарши ҳаракат қилиш билан боғлиқ имкониятларини чеклаш мақсадида фикримизча, акциядорлар томонидан қўлланиладиган фуқаролик-ҳуқуқий даъволарга нисбатан самарали бўлган давлат томонидан назарда тутилган жиноий жазолар қўлланилади.

Бугунги кунга келиб давлатга йўналтирилган модел ҳам ўзининг барча аҳамиятини йўқотди. Фикримизча, давлат социализмидан воз кечилиши, бунинг асосий сабабларидан бири бўлди. XX асрнинг 80-йилларида Фарнцияда Ф.Миттерран томонидан давлат мукли кўламининг камайтирилиши ва 90-йилларда коммунизмнинг кутилмаган тарзда парчаланиши бу йўналишдаги муҳим даврлар бўлиб ҳисобланди. 1989 йилдан кейин япон корпоратив секторининг нисбатан сустлиги ва давлат корпоратив бошқаруви асосида ташкил этилган Осиё иқтисодиётидаги инқироз ҳам мазкур моделни

[120] Қаранг: Andrew Shonfield. Modern Capitalism: the Changing Balance of Public and Private Power. – Washington, 1967.

[121] Қаранг: Ronald J. Gilson and Mark J. Roe. Lifetime Employment in Japan: Labor Peace and Corporate Governance. Corporate Governance Today. – NY: Columbia Law School, 1998. – P.67.

[122] Қаранг: Ronald J. Gilson and Mark J. Roe. Understanding the Japanese Keiretsu: Overlaps between Corporate Governance and Industrial Organization / John M (ed.). Olin Program in Law and Economics. – 1993. – No. 97. – P.89.

обрўсизлантирди.[123] Шунинг учун бугун, фикримизча, камдан кам киши корпоратив ишлардан давлатга асосий ҳуқуқларнинг берилишини қўллаб – қувватлайди.

Корпорация фаолияти иштирокчилари модели (stakeholder models). XX асрнинг 90 – йиллари мобайнида корпоратив бошқарув ва корпоратив ҳуқуқ бўйича адабиётлар баъзи ҳолларда акциядорларга мўлжалланган моделнинг меъёрий муқобили сифатида корпорация фаолияти иштирокчиларини ҳимоя қилган. Бунда ходимлар, кредторлар, компанияланинг маҳаллий тузилмасидаги мижозлар ва сотувчилар корпорация фаолиятининг иштирокчилари бўлиши мумкин эди.[124] Лекин агар бошқарувчилар фақат акциядорларга ҳисобот берадиган ҳолларда корпорация фаолиятининг иштирокчилари компания ва унинг акциядорлари томонидан эклуатация қилинишлари мумкин. Шунинг учун назаримизда, корпоратив ҳуқуқ бошқарувчиларнинг корпорация фаолияти иштирокчилари манфаатлари учун ҳам жавобгарлигини кафолатлаши лозим.

Таҳлил натижаларига кўра, корпорация фаолияти иштирокчилари модели бир масалани қараб чиқиб, иккита турли хил ечимни таклиф этади. Уларнинг бир гуруҳи директорлар кенгаши қўйилмалар ва корпорация фаолиятининг барча иштирокчиларига қайтарилишининг нейтрал мувофиқлаштирувчиси сифатида фаолият юритадиган корпорацияларнинг фидуциар моделига таянади. Бу моделга асосан, иштирокчилар ва бошқа инвесторлар кузатув кенгашида тўғридан-тўғри вакилга эга бўлмайди. Бунинг ўрнига уларга муайян мажбуриятлар ёки директорлар кенгашида акциядорлар манфаатларини ифода этиш билан боғлиқ имтиёзлар берилади. Шундай қилиб, мазкур модел корпорациянинг бошқа иштирокчилари манфаатларини таъминлаш учун кенгашга кўпроқ жавобгарлик юклайди.

Фидуциар модел бир корпорациянинг иккинчи корпорацияни

[123] Қаранг: Kaen Fred R. A Blueprint for Corporate Governance: Strategy, Accountability, and the Preservation of Shareholder Value. – NY: Amacom, 2003. – P.985.

[124] Қаранг: Michael Klausner. Institutional Shareholders' Split Personality on Corporate Governance: Active in Proxies, Passive in IPOs // Stanford Law and Economics Olin Working Paper. – No.225. – November 2001. – P.87.

бирлаштириб олишидан ҳуқуқий ҳимоя қилиш воситаларидан фойдаланиш вақтида директорлар кенгашига бошқа акциядорларга нисбатан иштирокчиларнинг манфаатларини инобатга олишга имкон берувчи корпорация фаолияти иштирокчилари тўғрисидаги қонунлар шаклида АҚШ ҳуқуқида кенг ўрин эгаллади. Маргарет Блейр мазкур меъёрий моделни АҚШ корпоратив ҳуқуқининг бошқа , нисбатан кенг жиҳатларда намоён бўлишини таъкидлайди.[125] Буюк Британияда фидуциар модел корпоратив директорларнинг мажбуриятлари тўғрисидаги мунозараларнинг асосий элементи сифатида чиқади.[126]

Корпорация фаолияти иштирокчларининг иккинчи гуруҳи иштирокчилар вакилларининг асосий эътиборини фидуциар директорлар фаолиятига қаратади. Мазкур вакиллик моделига асосан корпорация фаолияти иштирокчилари директорлар кенгашига ўз вакилларини тайинлайди. Кейинчалик бу вакиллар шартномавий усуллардан фойдаланган ҳолда фаолият иштирокчиларининг умумий фаровонлигини оширишга йўналтирилган сиёсатни ишлаб чиқишади. Бундай ҳолда кенгаш корпорация фаолияти турли гуруҳларининг муайян манфаатларини инобатга олган ҳолда низоли ҳолатларни ҳал этиш ва ҳамкорлик саҳнаси сифатида чиқиб, ўзига хос жамоавий фидуциар сифатида ҳаракат қилади.[127]

Лекин, бизнинг фикримизча, фаолият иштирокчиларининг на фидуциар, на вакиллик моделлари корпорацияни бошқаришдаги мутлақо янги ёндошув ҳисобланмайди. Назаримизда, иштирокчилар модели назарий жиҳатдан батафсил янги шаклда асослаб берилган бўлса-да, лекин ўз мазмунига кўра у нисбатан эски бўлган бошқарув ва ходимларга йўналтирилган моделларнинг бир кўриниши эди

[125] Қаранг: Margaret M. Blair & Lynn A. Stout. A Team Production Theory of Corporate Law // VA. L. Rev. – 1999. – №85. – P.247.

[126] Қаранг: Company Law Reform Steering Group. Modern Company Law for a Competitive Environment: The Strategic Framework. – March 1999. – P.39–46.

[127] Қаранг: Reinhard H. Smith and Gerald Spindler. Path Dependence, Corporate Governance and Complementarity. A Comment on Bebchuk and Roe // The Johann Wolfgang Goethe-Universitat Working Paper Series. Finance and Accounting. – 1999. – No. 27. – P.14.

холос. Фаолият иштирокчилари моделининг фидуциар шакли фикримизча, ўз моҳиятига кўра бошқарувчиларга йўналтирилган моделнинг бошқа сўз билан ифодаланган шакли бўлиб, унда ҳам ўша камчиликларни учратиш мумкин. Гарчи бу моделларга асосан бошқарувчилар ходимлар ва кредиторлар каби баъзи тоифадаги корпорация фаолияти иштирокчилари манфаатларига хизмат қилишлари мумкин бўлса-да, назаримизда, бошқарувчиларнинг хусусий манфаатлари қарор қабул қилиш вақтида барибир номутаносибликка олиб келади. Акциядорлар, мижозлар, янги ходимлар ва кредиторлар каби гуруҳлар манфаатларини амалга оширишни инобатга олиб, зарарлар фаолият иштирокчиларининг ҳар қандай фойдасидан устун бўлади. Бундан ташқари, бундай шароитларда судлар бошқарувчилар нисбатан самарали ва ҳалол ҳаракат қилишларини кафолатлаш учун фидуциар мажбуриятларни аниқ ифодалай ва қўллай олмайди.

Иштирокчиларнинг вакиллик шаклидаги модели гарчи у фаолятнинг бошқа иштирокчилари манфаатларини инобатга олишни назарда тутган бўлса-да, пировард натижада ходимларга йўналтирилган моделни эслатади. Фикримизча, бу моделда ҳам ходимларга йўналтирилган моделда мавжуд бўлган камчиликлар учратилади. Фаолиятнинг ҳар қандай иштирокчисини вакил сифатида директорлар кенгашига киритиш, корпоратив қарор қабул қилиш жараёнини оғирлаштириши билан бир қаторда салбий оқибатлар туфайли харажатларнинг ортишига, бу эса харажатларнинг иштирокчилар манфаатларини директорлар кенгашида ифода этишдан келадиган ҳар қандай фойдадан ошиб кетишига олиб келади.

Акциядорларга йўналтирилган (ёки стандарт) модел. Шуни алоҳида таъкидлаш лозимки, корпоратив ишларда бошқарувчилар, хизматчилар ёки давлатга муайян устунликларнинг берилиши бошқарувчиларнинг акциядорлар олдида ҳисобот бериши билан боғлиқ фикрни инкор этмайди.

Албатта, бу корпорация фақат акциядорлар манфаатларида

бошқарилиши керак деган умумий келишувни билдирмайди.[128] Корпоратив ташкилотларнинг барча иштирокчилари умуман жамият манфаатларига эришиш мақсадида ташкил этилиши ва бошқарилиши лозим деб ҳисобланади. Акциядорларнинг манфаатларини жамиятнинг бошқа аъзолари манфаатлари ҳисобидан амалга ошириш мақсадга мувофиқ эмас деб ҳисобланади. Шу билан бирга жамиятнинг ижтимоий фаровонлигини ошириш мақсадларига эришиш, корпоратив бошқарувчиларнинг акциядорлар манфаатларига хизмат қилиш мажбуриятидан келиб чиқади.[129] Шунга қарамасдан, фикримизча, корпоратив ҳуқуқда акциядорлар ҳуқуқларининг устунлиги борасидаги фикрдан корпоратив фаолият иштирокчилари манфаатлари ҳимоя қилинмайди деган хулоса келиб чиқмайди. Шундан келиб чиқиб, кредиторлардан ташқари акциядор бўлмаган барча иштирокчилар манфаатларини ҳимоя қилиш бўйича кўпгина самарали ҳуқуқий механизмлар корпоратив ҳуқуқ чегарасидан четга чиқади. Ходимларга нисбатан улар меҳнат шартномаси, пенсия ҳуқуқи ва маъмурий ҳуқуқнинг мавжудлигини назарда тутади. Истеъмолчилар учун бу маҳсулотнинг хафвсизлиги ва антимонопол ҳуқуқ, умуман жамият учун эса экологик ҳуқуқни билдиради.

Шуни алоҳида таъкидлаш жоизки, бунда кредиторлар муайян даражада истисно ҳисобланади. Корпоратив ҳуқуқ тижорат корпорациялари ва кредиторлар ўртасидаги муносабатларнинг баъзи жиҳатларини муайян даражада тўғридан тўғри тартибга солиши лозим деган умумэътироф этилган қоида мавжуд. Номутаносиб капитал мавжуд бўлганда дивидендларни тақсимлашга нисбатан чекловлар, шунингдек “корпоратив пардани олиш” қоидаларининг мавжудлиги бу борадаги муҳим мисол ҳисобланади. Бу бошқарувнинг корпоратив шаклида жавобгарликнинг чекланганлиги туфайли кредиторлар билан бўладиган шартномавий муносабатларнинг

[128] Қаранг: Ronald J. Gilson. Globalizing Corporate Governance: Convergence of Form or Function // Stanford Law & Economics. Olin Research Paper. – 2000. – No.192. – P.16; Columbia Law and Economics Working Paper. – May 2000.– No.174. – P.16.

[129] Қаранг: Paul G. Mahoney. Contract or Concession? A Historical Perspective on Business Corporations // Working Paper. University of Virginia School of Law. – 1999. – P.46.

мураккаблиги натижасидир.

Демак, бизнинг фикримизча, акциядорларга мўлжалланган модел акциядорлар манфаатларининг устунлигига кўра кўпроқ маънони англатади. У кичик акциядорларни ҳам инобатга олган ҳолда барча акциядорларнинг манфаатларини назарда тутади. Бундан ташқари, бу камчиликнинг ҳуқуқларини белгиловчи стандарт моделдаги исбот талаб қилмайдиган марказий қоида бўлиб ҳисобланади. Яъни назорат қилмайдиган акциядорлар назорат қилувчи акциядорлар томонидан эксплуатация қилинмасликдан кучли ҳимояга эга бўлишлари лозим. Тегишинча, очиқ корпорациялардаги барча акциядорлар корпоратив даромад ва мол-мулкка нисбатан тенг ҳуқуқли деб ҳисобланиши лозим.

Бундай ҳимояни таъминлаш заруратини инобатга олган ҳолда, мазкур ёндошувнинг қуйидаги икки машҳур сабаби илгари сурилади. Биринчидан бу – назорат қилувчи акциядорлар ҳаракатларига нисбатан ишончли ҳимоянинг мавжуд эмаслиги бўлса, иккинчидан, назорат қилувчи акциядорлар корпоратив мулкдан ўзига улуш олиш ҳамда самарасиз инвестициявий сайловлар ва бошқарув сиёсати воситалари.

Шуни инобатга олиш лозимки, ҳуқуқ биринчи навбатда акциядорлар, айниқса миноритар акциядорлар манфаатини ҳимоя қилишни таъминлашга ёрдам берган ҳоллардагина корпорациялар янада самарали фаолият юритади. Бунда акциядорларнинг бирламчилиги модели бирлашган ёки тарқоқ ҳолдаги мулкчилик тузилишига мантиқий жиҳатдан боғланмаган. Масалан, АҚШ ва Буюк Британияда тарқоқ ҳолдаги мол-мулкка эга бўлган кўплаб йирик корпорациялар,[130] шунингдек катта миқдордаги ёпиқ корпорациялар[131] фаолият юритади. Континентал Европа ҳам бугунги кунда тарқоқ ҳолдаги мол-мулкка эга бўлган йирик компанияларни ташкил этишга катта эътибор қаратмоқда ва бундай компанияларнинг сони

[130] Қаранг: Jones Thomas M. Corporate Governance: Who Controls the Large Corporation? // Hastings Law Journal. – 1979. – №30. – P.1261–1286.

[131] Қаранг: Coppock R. and Dierkes M. Corporate Responsibility does not Depend on Public Pressure // Business and Society Review/Innovation. – 1973. – N6. – P.82–89.

борган сайин ортиб бормоқда.[132] Демак, ҳар бир юрисдикция эгалик тузилишининг барча жиҳатларини мос тарзда қамраб олган корпоратив ҳуқуқ тизимига эга бўлиши керак.

Акциядорларга йўналтирилган моделнинг келиб чиқишига нафақат муқобил моделларнинг йўқолиши, балки мазкур моделни машҳур этган муҳим иқтисодий ютуқлар ҳам катта таъсир этди.[133] Сўнгги йилларда стандарт моделнинг машҳурлиги янада ошди. Кўпгина олимлар ва ҳуқуқ, иқтисод ва тадбиркорликнинг бошқа мутахассислари айнан мана моделнинг самарадорлигини тасдиқловчи ишончли далилларни келтирадилар.[134]

Фикримизча, корпорацияларда акциядор инвесторларнинг манфаатлари шартнома орқали мос ҳимоя қилинмаслиги бунинг асосий сабабларидан бири ҳисобланади.[135] ўз манфаатларини ҳимоя қилиш учун уларга компанияни назорат қилиш ҳуқуқи берилиши керак. Иккинчи сабаби акциядорлар томонидан олинган назорат қилиш ҳуқуқи кучли бўлган ҳолларда улар ўз компаниясининг фаровонлигини ошириш учун муҳим рағбатга эга бўлишида кўринади.[136] Учинчи сабаби корпорациясининг бошқа иштироклари манфаатлари шартнома ёки ҳуқуқий тартибга солиш асосида мос келиши мумкинлигида кўринади, чунки акциядорлар томонидан компания фаровонлигининг оширилиши корпорацияларнинг бошқа иштирокчлари билан рақобатга киришмасдан, кўп жиҳатдан уларнинг манфаатларига мос келади.[137]

Бундай нуқтаи назар корпоратив ҳуқуқ ва компания

[132] Қаранг: Dierkes M. Corporate Social Reporting in Germany: Conceptual Developments and Practical Experience // Accounting, Organizations and Society. – 1979. – №4(1/2). – P.87–107.

[133] Қаранг: Lea David. Corporate and Public Responsibility, Stakeholder Theory and the Developing World // Business Ethics: A European Review. – 1999. – №8(3) (July). – P.151–162.

[134] Қаранг: Hamil Sean. Corporate Community Involvement: A Case for Regulatory Reform // Business Ethics: A European Review. – 1999. – №8(1) (Jan.). – P.14–25.

[135] Қаранг: Aghion P. and Bolton P. An ‘Incomplete Contracts’ approach to Financial Contracting // Review of Economic Studies. – 1992. – №59. – P.257–282.

[136] Қаранг: Hill Charles W. L. and Thomas M. Jones. Stakeholder Agency Theory // Management Studies. – 1992. – №29(2). – P.131–154.

[137] Қаранг: Burkart M., Gromb D. and Panunzi F. Large Shareholders, Monitoring, and the Value of the Firm // Quarterly Journal of Economics. – 1997. – №112(3). – P.693–728.

молиялари бўйича биз томондан ўрганилган замонавий адабиётларда кенг ифодаланади. Бунинг натижасида корпоратив бошқаришнинг акциядорларга мўлжалланган моделининг иқтисодий асосига эътибор кучайтирилади.[138] Шу билан бирга стандарт моделнинг устунлиги бугун корпоратив бошқарувга мўлжалланган стандарт акциядорлик моделининг кенг тарқалишида фаол таъсир кўрсатаётган, халқаро ҳуқуқий компанияларни инобатга олган ҳолда корпоратив иштирокчилар тармоғининг ташкил этилиши билан мустаҳкамланди.

Фикримизча, корпоратив бошқарув стандарт модели устун бўлган юрисдикциялардаги иқтисодий самарадорлик бу модел ютуғининг иккинчи манбаи бўлди. Турли моделлардан фойдаланувчи турли давлатларда сўнгги йилларда стандарт модели нисбатан устун модел сифатида тан олинди. Унинг ривожланиш асосида умумий ҳуқуқ юрисдикцияси стандарт модел кам қўлланиладиган шарқий Осиё ва континентал – Европа мамлакатларига нисбатан самарали натижалар берди.[139] Германия, Япония ва Франция иқтисодларига нисбатан АҚШ иқтисодиётининг юқори даражадаги ишлаб чиқариш қуввати асосий кўрсатгич бўлиб хизмат қилди.[140]

Албатта, акциядорларга мўлжалланган моделнинг ютуқларини нисбатан кам ва у ҳақдаги баландпарвоз фикрлар ҳам ўз навбатида ундай эмас деб ҳисобловчи қарашлар ҳам мавжуд бўлиши табиий. Бундан ташқари, бор йўғи ўн беш йил олдин кўпчилик акциядорлик модели асосида ташкил топмаган Япония ва Германия компаниялари рақобат бозорида ғалаба қозонган деб ўйлар эди.[141] Бу уларнинг ўша вақтда корпоратив бошқарувнинг самарали моделидан фойдаланганликлари

[138] Қаранг: Demsetz H. and Lehn K. The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences // Political Economy Journal. – 1985. – №93. – P.1155–1177.
[139] Қаранг: Kang J. and Shivdasani A. Firm Performance, Corporate Governance, and Top Executive Turnover in Japan // Journal of Financial Economics. – 1995. – №38. – P.29–58.
[140] Қаранг: Preston L.E., and Harry J. Sapienza. Stakeholder Management and Corporate Performance // Behavioral Economics. – 1990. – №19(4). – P.98–114.
[141] Қаранг: Steadman Mark E. and Sharon H. Garrison. The Impact of Stakeholder Theory on the International Firm: A United States vs. Japanese Comparison // International Journal of Management. – 1993. – №10(3). – P.325–331.

билан изоҳланарди,[142] лекин бу ерда охирги юз йиллик рақобат табиатини нотўғри талқин этганлигини таъкидлаш лозим. Маълумки, 60-йилларнинг бошлари ва 80-йилларда рақобат Япониянинг давлатга йўналтирилган компаниялари ва Германиянинг ходимларга йўналтирилган компаниялари ҳамда американинг бошқарувчиларга мўлжалланган корпорациялари ўртасида бўлган. Лекин 80-йилларнинг охирларига қадар акциядорларга мўлжалланган корпорациялар томонидан халқаро рақобатнинг тарқалишини ҳеч ким хаёлига ҳам келтирмаган.[143]

Маҳсулот бозорлари сингари молия бозорлари ўртасида интернационализациянинг ривожланиши турли моделларга асосланган компаниялар ўртасида тўғридан - тўғри рақобатнинг пайдо бўлишига олиб келди ва ҳозирги кунда акциядорларга мўлжалланган компанияларнинг устунлиги борасидаги фикрлар кенг тарқалган.[144]

Стандарт модел асосида фаолият юритувчи компаниялар муҳим рақобат имтиёзига эга бўлиши мумкин деб ҳисобланади.[145] Бундай имтиёзларга қуйидагилар киради: акциядорлик капиталига нисбатан арзон нархда эгалик қилиш имконияти; янги маҳсулот бозорларининг тез суръатлар билан ривожланиши[146]; бошқарув жиҳатдан самарали бўлган моделлар асосида қайта ташкил этишга нисбатан кучли рағбатларнинг мавжудлиги; самарасиз сармоя киритишнинг тезда бартараф этилиши.[147]

---

[142] Қаранг: Michael T. Jacobs. Short-term America: the Causes and Cures of our Business Myopia. – 1991. – P.137.

[143] Қаранг: Jones Thomas M. Instrumental Stakeholder Theory: A Synthesis of Ethics and Economics // Academy of Management Review. – 1995. – №20. – P.404–437.

[144] Қаранг: World’s Most Respected Companies // Financial Times Web Site. – December 17, 1999.

[145] Қаранг: Upchurch Randall S. A Conceptual Foundation for Ethical Decision Making: A Stakeholder Perspective in the Lodging Industry (U.S.A.) // Journal of Business Ethics. – 1998. – №17(12) (Sept.). – P.1349–1361.

[146] Қаранг: Roman Frydman, Marek Hessel and Andrzej Rapacyznski. Why Ownership Matters? // Entrepreneurship and the Restructuring of Enterprises in Central Europe. – Working Paper. – April 1988.

[147] Қаранг: Berman Shawn L., Andrew C. Wicks, Suresh Kotha and Thomas M. Jones. Does Stakeholder Orientation Matter? The Relationship between Stakeholder

Фикримизча, мазкур рақобат имтиёзлари ҳар доим ҳам стандарт модел асосида бошқарилаётган компаниялар бошқа модел билан бошқарилаётган компанияларнинг ўрнини босишини билдирмайди. Биринчидан, стандарт модел асосида фаолият юритадиган компаниялар баъзи жиҳатлардан бошқа компаниялардан устун келмаслиги мумкин. Масалан, Япония ва Кореянинг давлатга мўлжалланган компаниялари бошқариш ва ишлаб чиқариш жараёнини кенгайтириш борасида ўзининг нисбатан самарадорлигини кўрсатган бўлса,[148] ходимлар ва бошқарувчиларга мўлжалланган Германия ва Голландия компаниялари (Даймлер Бенц ва Филипс) муҳандислик ва техник янгиликлар борасида ихтирочилар деб тан олинди.[149]

Иккинчидан, гарчи стандарт модел асосида бошқариладиган компания уларнинг ностандарт рақибларига нисбатан самарали бўлса-да, ўзларининг харажатлари кўплиги туфайли улар бозорни тарк этишга мажбур бўлишлари мумкин.[150] Бошқа моделлар асосида ташкил этилган, самарадорлиги кам бўлган компаниялар ўз имкониятларидан фойдаланиб инвестиция олишлари ва мазкур инвестициялардан келган ҳатто кам фойда ҳисобига ҳам маҳсулотга арзонроқ нарх белгилаш орқали бозорда ўзининг даромадли рақибларига нисбатан устунликка эга бўлиши мумкин.[151]

Агар стандарт моделга асосланган компаниянинг рақобат имтиёзлари бозорда бошқа асосларда фаолият юритувчи ўз рақибларини сиқиб чиқармаган ҳолда ҳам янги маҳсулот бозорининг тез ўзгариш жараёнида бўлган соҳаларида

Management Models and Firm Financial Performance // Academy of Management Journal. – 1999. – №42(5) (Oct.). – P.488–506.

[148] Қаранг: Lea David. Corporate and Public Responsibility, Stakeholder Theory and the Developing World // Business Ethics: A European Review. – 1999. – №8(3) (July). – P.151–162.

[149] Қаранг: Brenner Steven N. and Cochran P.L. The Stakeholder Theory of the Firm: Implications for Business and Society Theory and Research // International Association for Business and Society Proceedings. – 1991. – P.449–467.

[150] Қаранг: Coppock R. and Dierkes M. Corporate Responsibility does not depend on Public Pressure // Business and Society Review/Innovation. – 1973. – No.6. – P.82–89.

[151] Қаранг: Dierkes M. 1992: A New Challenge to the Social Role of Business // Atlantic Economic Journal. – 1992. – №18(3). – P.38–41.

стандарт модел асосида фаолият юритувчи компаниялар бошқа компанияларга нисбатан тезроқ муваффвқиятга эришади.[152]

Стандарт модел асосида фаолият юритувчи компанияларнинг самарадрорлиги ўсиб бораётган саноатларда ошади. Бундан ташқари, уларнинг муваффақияти акциядорларга мўлжалланган моделни қўллаб-қувватлайдиган ва стандарт моделининг тарафдори бўлган институционал инвесторлар ва халқаро фонд бозорларининг ресурсларни қўлга киритиши билан мустаҳкамланади.[153] Шунинг учун фикримизча, вақт ўтиши билан стандарт модел бошқа бошқарув моделларини қўллайдиган тузилмалар билан ривожланган маҳсулот бозорларида рақобатга киришади. Технологияларнинг тез суръатлар билан ўзгариши туфайли уларнинг бу рақобат имтиёзлари ошиб боради.

Стандарт моделнинг самарадорлиги борасида турли фикрларнинг пайдо бўлиши, назаримизда, ривожланаётган мамлакатларда манфаатлар тузилишининг тубдан ўзгариши билан боғлиқ бўлиб ҳисобланади. Бундай ўзгаришлар марказида ҳам корпоратив, ҳам сиёсий тузилмаларда устунликка эга бўлган, кучли гуруҳларнинг манфаатларини ифода этадиган акциядорлар синфини ташкил этиш туради.[154]

Бизга бундай ўзгаришнинг икки асосий жиҳати маълум. Биринчи жиҳати бошқарувчилар, ходимлар ва давлат ўртасидаги ўзаро боғлиқ манфаатларни келтириб чиқарадиган акцияларни жамиятнинг кенг қталамига тез тарқатиш имкониятини тақдим этади. Иккинчи йўналиш кенгайиб бораётган акциядорлар синфи ичида кучнинг камчиликни ташкил этувчи ҳамда назорат қилиш ҳуқуқига эга бўлмаган акциядорларга ўтишида намоён бўлади.

---

[152] Қаранг: Carroll Archie B. Corporate Social Responsibility: Evolution of a Definitional Construct // Business & Society. – 1999. – №38(3) (Sept.). – P.268–295.

[153] Қаранг: Carroll Archie B. The Pyramid of Corporate Social Responsibility: Toward the Moral Management of Organizational Stakeholders // Business Horizons. – 1991. – №34(4). – P.39–48.

[154] Қаранг: Child James W. and Alexei M. Marcoux. Freeman and Evan: Stakeholder Theory in the Original Position // Business Ethics Quarterly. – 1999. – №9(2) (April). – P.207–224.

Акциядорлик эгалигининг диффузияси. Акциядорлик эгалиги ҳамма жойда янада кенг тарқалмоқда[155] ва бугун унча кўп бўлмаган бой фуқаролар билан чекланиб қолмаяпди.

АҚШда мазкур акциядорлик эгалиги диффузияси XX асрнинг бошларида келиб чиқди ва сўнгги йилларда сезиларли даражада ривожланди.[156] Иккинчи жаҳон уруши даврларидан бошлаб кўп сонли америкалик ишчилар ўз капиталларини пенсия жамғармалари орқали корпоратив акцияларга киритишди.[157] Ўша даврларда ўзаро ҳамкорлик жамғармаси ҳам аҳолининг пенсияга оид бўлмаган капиталларини жалб қилиш соҳасига айланган ҳолда тез суръатлар билан ривожланди.[158] Мазкур ҳодиса қимматли қоғозлар бозорининг ривожланганлик даражасидан келиб чиққан ҳолда Европа ва Японияда ҳам ривожланмоқда[159]

Ривожланган жамиятларнинг ўсиб бораётган фаровонлиги мазкур ўзгаришлар асосида турган асосий омил бўлиб хизмат қилмоқда.[160] Энди “қора меҳнаткашлар” акция сотиб олиш учун етарли бўлган шахсий маблағга эга бўлмоқда. Акцияга эгалик орқали ишчилар бошқа акциядорларнинг иқтисодий манфаатларини бўла бошлайдилар. Масалан, АҚШда бирлашган пенсия жамғармалари корпоратив капитални оширишнинг нисбатан фаол иштиркочилари бўлиб қолди ва улар томонидан вакил қилинган шахслар компанияни умумий манфаатлар асосида бошқаришга катта эътибор

[155] Қаранг: School Brief: Stocks in Trade // The Economist. – November 13, 1999. – P.85–86.

[156] Қаранг: Coffey Betty S. and Jia Wang. Board Diversity and Managerial Control as Predictors of Corporate Social Performance // Journal of Business Ethics. – 1998. – №17(14) (Oct. II). – P.1595–1603.

[157] Қаранг: Carroll Archie B. A Three-Dimensional Conceptual Model of Corporate Social Performance // Academy of Management Review. – 1997. – №4. – P.497–505.

[158] Қаранг: Carolyn Kay Brancato. Institutional Investor Concentration of Economic Power and Voting Authority in U.S. Publicly Held Corporations. – September 12, 1991. Unpublished study.

[159] Қаранг: Save Amigo Save // The Economist. – 9 December 1995. – P.S15; A Private Affair // Latin Finance. – December 1998. – P.6; Stephen Fidler. Chiles Crusader for the Cause // Financial Times. – March 14, 1997.

[160] Қаранг: Clarkson M.B.E. The Toronto Conference: Reflections on Stakeholder Theory // Business & Society. – 1994. – №33(1) (April). – P.82–131.

беришмоқда.[161]

*Кучни жамоа акциядорлари томонига ўтиши. Ю*қорида келтирилган мисолдан кўриниб турганидек, бирлашган пенсия жамғармаларининг ривожланиши билан акциядорлик эгалигининг диффузияси акциядорлар синфи ташкил топишининг фақатгина бир жиҳати ҳисоблана бошланди. Манфаатлари жамоа акциядорларининг манфаатлари билан мос келадиган сезиларли институтларнинг вужудга келганлиги ва уларнинг мазкур манфаатларни ҳимоя қилишга тайёрлиги бу масаланинг бошқа бир муҳим жиҳати бўлди. Пенсия ва ўзаро ҳамкорлик жамғармалари сингари АҚШда нисбатан машҳур бундай институционал инвесторлар бошқа мамлакатларда ҳам тез суръатлар билан ривожланиб, корпоратив фаолиятга фаол иштирок этмоқда. Европа мамлакатларидаги кичик инвесторлар ассоциациялари бу борадаги яна бир яққол мисол бўлиб ҳисобланади.[162] Мазкур муассасалар акциядорлар, биринчи навбатда назора тқилиш ҳуқуқига эга бўлмаган жамоа акциядорлари манфаатларини ҳимоя қилади. Бундай инвесторлар эгалигидаги акциялар сонининг ўсиши эса корпоратив масалаларни ҳал этишда уларнинг ўрни ошиши имкониятини беради.

Бугунги кунда акциядорларга мўлжалланган янги муассасалар халқпаро миқиёсда ҳам фаол ҳаракат қилмоқда. Натижада уларнинг таъсири ўз юрисдикциясига нисбатан анча кенг доираларга тарқалмоқда.[163] Шунинг учун биз бугун корпоратив ҳуқуқнинг акциядорларга мўлжалланган моделини нафақат қўллаб – қувватловчи фикрларнинг кучайишини кузатаяпмиз, балки мазкур моделга асосланган ҳолда фаолият юритиб янада кенг халқаро хусусият касб этаётган компанияларни ҳам учратаяпмиз.

---

[161] Қаранг: Stewart J. Schwarn and Randall S. Thomas. Realigning Corporate Governance: Shareholder Activism by Labor Unions / S. Estreicher (ed.). Employee Representation in the Emerging Workplace: Alternatives/Supplements to Collective Bargaining. – 1998. – P.164.

[162] Қаранг: Ronald J. Gilson and Alan Schwartz. Sales and Elections as Methods for Transferring Corporate Control // Theoretical Inquiries in Law. – 2001. – P.783–814.

[163] Қаранг: Greg Steinmetz and Michael R. Sesit. Rising U.S. Investment in European Equities Galvanizes Old World // Wall Street Journal. – 1999. – №4 (August). – P.A1–A8.

АҚШда “оғирлик марказининг” бошқарувчилардан акциядорларга ўтиши акциядорлар синфи кенгайиши ва кучайишида асосий сабаб бўлиб хизмат қилди.[164] Европа ва Японияда эса ходимлар ва давлат манфаатларининг акциядорларга ўтиши нисбатан муҳим самара берди.[165]

Ўзбекистонда корпоратив ҳуқуқнинг давлатга йўналтирилган модели яққол намоён бўлиб, бу иқтисодиётимизнинг марказдан режалаштиришга асосланган ва XX асрнинг 90-йилларига қадар амалда бўлган социалистик тузумдан ўтиш даврида турганлиги билан изоҳланади. Ундан кейин мамлакатимиз бозор иқтисодиётига ўта бошлади, бу эса ўша вақтда ишлаб чиқариш корхоналарини хусусий шахслар тасарруфига беришни назарда тутарди. Нисбатан йирик объектлар акциядорлаштириш йўли билан хусусийлаштирилди. Бу жараён сезиларли муддат ва инвесторларнинг ишончини талаб этганлиги сабабли йирик акциядорлик жамиятлари бирданига лозим даражада шакллана олмади.

Бугунги кунда Ўзбекистонда давлатга йўналтирилган акциядорлик ҳуқуқини яққол кўриш мумкин. Бу акциядорлик жамиятларининг шахсий масалаларига ҳам давлатнинг аралашиши, шунингдек давлат корхоналарини хусусийлаштиришнинг натижаси ҳисобланган низом жамғармасида давлат улуши мавжуд бўлган акциядорлик жамиятларини бошқаришда давлатнинг иштирокида кўринади.

Фикримизча, кўпгина соҳалардаги тузилмалар ва корхоналарда давлатнинг ҳаддан ортиқ улуши мавжудлиги корхоналар хўжалик фаолияти бошқарувининг ортиқча тартибга солинишига олиб келади.

Бу ерда хусусан қуйидаги ўзига хос мисолни келтириш мумкин. 2002 йилнинг кузида "O'machta'minot" ОАЖ Тошкент шаҳар хўжалик судига даъво аризаси билан мурожаат этиб, унда 25 фоиз давлат улуши мавжуд бўлган, 2001 йил

[164] Қаранг: Goodpaster Kenneth E. Business Ethics and Stakeholder Analysis // Business Ethics Quarterly. – 1991. – №1(1). – P.53–72.

[165] Қаранг: Haig Simonian. Germany to Abolish Tax of Disposal of Cross-holdings // Financial Times. – December 24, 1999. – P.1; Paul Abrahams and Gillian Tett. The Circle is Broken // Financial Times. – November 9, 1999. – P.18.

якунларига кўра ҳисобланган давлат улушидаги акциялар дивидендлари ҳисобидан мазкур ОАЖ низом жамғармасини ошириш тўғрисидаги Ўзбекистон Республикаси Давлат мулк қўмитасининг буйруғини ҳақиқий эмас деб топиш сўралган. Мазкур даъво аризаси хўжалик суди томонидан 2002 йил 31 октябрда очиқ суд мажлисида мазмунан кўриб чиқилди. Бунда аниқлашича, 1994 йилда ташкил этилган мазкур ОАЖ ўзининг фаолияти давомида Давлат мулк қўмитасининг бўйруғи билан 4 марта низом жамғармасини қайта кўриб чиқиш ва ўзгартиришга мажбур бўлган. Давлат мулк қўмитасининг 1996 йил 11 мартдаги буйруғи билан мазкур ОАЖнинг низом жамғармаси 5589 минг сўм этиб белгиланган, 1998 йил 25 августдаги ДМҚнинг буйруғига асосан эса низом жамғармаси 12389 минг сўмгача кўпайтирилган, 2001 йил 20 августдаги ДМҚнинг буйруғига кўра 13870,4 минг сўмгача, 2002 йил 16 сентябрдаги ДМҚнинг буруғига асосан эса 57879,7 сўмгача кўпайтирилган. Бунда 1998 йилдан 2002 йиллар мобайнида низом жамғармасидаги давлат улуши 25 фоизлигича қолган бўлса, меҳнат жамоасининг улуши 26 фоиздан 0.95 фоизгача камайган, лекин уларнинг ДМҚ буйруғи билан эркин тартибда сотиладиган улушлари бу давр мобайнида 49 фоиздан 73,05 фоизгача ўсган.

Суд ишнинг барча ҳолатларини кўриб чиқиб, ДМҚнинг бу ҳолдаги ҳаркатини ҳақиқий эмас деб топди ва ОАЖнинг даъвосини қаноатлантирди.[166]

Компания, корпорация, ассоциация ва шу каби хўжалик бирлашмалари директорлари, эски маъмурий-буйруқбозлик усулларини қўллаган ҳолда давлат улуши ва акция пакетларини ўз қўлларида қисман тўплаб, фикримизча, хусусийлаштириш жараёнларини сунъий равишда тўхтатадилар, корхоналарнинг иқтисодий эркинлигини чеклайдилар, ташаббускорликнинг ривожланиши ва иқтисодни эркинлаштириш жараёнларини чуқурлаштиришга йўл қўймайдилар.

Фикримизча, буни батафсил ўрганиб чиқиш ва давлатнинг

[166] Тошкент шаҳар хўжалик судининг 2002 йил архив маълумотлари.

корхона ва хўжалик бирлашмалари активларида иштирок этиши мақсадга мувофиқлигининг аниқ мезонларини белгилаш лозим. Стратегик аҳамиятга эга бўлмаган акциядорлик жамиятларида давлат улушини сақлаб қолиш ҳеч қандай мазмунга эга эмас. Бундай акциядорлик жамиятларидаги давлат улушини фонд бозорида потенциал хорижий инвесторларга сотиш лозим.[167]

Ўзбекистон Республикасида 2004 йил 1 январ ҳолатига кўра 4116 та акциядолик жамияти рўйхатдан ўтказилган[168] бўлса, 2003 йил феврал ҳолатига кўра улардан 1282 тасида давлат улуши 25 фоиздан ортиқ миқдорни ташкил этади.[169] Шундай қилиб, Ўзбекистон Республикасидаги акциядорлик жамиятларининг 1/3 қисмида сезиларли даражадаги давлат улуши сақланиб қолмоқда.

Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг “Давлат мулкини бошқаришни такомиллаштириш чора тадбирлари тўғрисида”ги қарорига кўра “хусусийлаштириш жараёнларини чуқурлаштириш, акциядорлик жамиятларидаги давлат улушлари ва акция пакетларини бошқариш самарадорлигини ошириш, хусусийлаштирилган корхоналарни мақсадли йўналтирилган тарзда қўллаб-қувватлаш мақсадида” давлат улуши мавжуд бўлган акциядорлик жамиятларида “давлатга тегишли акция пакетларининг ишончли бошқарувга берилиши Ўзбекистон Республикасининг Давлат мулк қўмитаси томонидан амалга оширилади”.[170]

Натижада 25 фоиздан ортиқ давлат улуши мавжуд бўлган акциядорлик жамиятларида давлат манфаатларини давлатнинг

---

[167]Каримов И.А. Инсонлар ғамхўрлиги ва манфаатлари билан яшаш – фаолиятимизнинг асосий мезони. // Халқ сўзи 19.07.2002

[168]Қаранг: “Хусусийлаштириш ва иқтисодиётнинг хусусий секторини ривожлантириш” ЎзР Давлат мулк қўмитасининг 2003 йилги ахборот – таҳлил ахборотномаси. – Т., 2004. – Б.10.

[169] Низом жамғармасида 25 фоиздан 51 фоизгача давлат улуши сақланаётган корхоналар рўйхати ЎзР ВМнинг 17.04.2003 йилдаги 185-сонли қарорининг 3-4 иловаларида берилган. // "Норма" АҲТ

[170] Ўша жойда 1-банд.

ишончли шахси[171] ёки ишончли бошқарувчи ифода этади. АЖ низом жамғармасидаги давлатнинг акциялар пакетини ишончли бошқарувчиси ўз лавозимига кўра кузатув кенгаши аъзоси ҳисобланади ва акциядорларнинг умумий йиғилиши томонидан сайланмайди (қайтасайланмайди).[172]

Бугунги кунда Ўзбекистон Республикасида давлатнинг ишончли шахси роли бироз сусайди. 2003 йилда давлатнинг акциялар пакетини ишончли бошқарувчи шахс ёки давлат томонидан ишонч билдирилган шахс розилигисиз кузатув кенгашининг қарори қабул қилиниши мумкин эмаслиги тўғрисидаги ва давлат томонидан ишонч билдирилган шахс акциядорлар умумий йиғилиши қарорининг ижросини тўхтатиб қўйиши мумкин бўлган тартиб бекор қилинди.[173] Шунга қармасдан, АЖдаги давлат ишончли бошқарувчисининг бир қатор ваколатларини қайта кўриб чиқиш лозим. Қуйидагилар ишончли бошқарувчининг баъзи мажбуриятлари ҳисобланади:

– ишончли бошқариш шартномасига асосан акциядорлик жамияти даромадларининг эгаси ҳисобланган давлатнинг манфаатларини ифода этиш;

– маҳсулотнинг ассортименти ва сифатида яхшиланишига кўмаклашиш;

– ишлаб чиқаришни замонавий технологик ускуналар ва рақобатбардош маҳсулот ишлаб чиқаришни таъминлайдиган билан қайта жиҳозлаш учун инвестиция жалб қилиш чораларини кўриш.[174]

Лекин, “Акциядорлик жамиятлари ва акциядорларнинг ҳуқуқларини ҳимоя қилиш тўғрисида”ги қонуннинг 86-моддасида кўрсатилишича, “жамиятнинг кундалик фаолиятига раҳбарлик яккабошчилик асосидаги ижроия органи (директор) ёки

---

171 Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг “Давлат мулкини бошқаришни такомиллаштириш чора тадбирлари тўғрисида”ги 05.07.2000 йилдаги 257-сонли қарори. // "Норма" АҲТ.

172 Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг 22.08.1998 йилдаги 361-сонли қарорининг 5-иловаси билан тасдиқланган “Давлатнинг акция пакетларини ишончли бошқаришга бериш Тартиби”. // "Норма" АҲТ.

173 Ўзбекистон Республикаси Президентининг Ўзбекистон иқтисодиётида хусусий секторнинг улуши ва аҳамиятини тубдан ошириш чора-тадбирлари тўғрисида”ги 24.01.2003 йил ПФ-3202 сонли фармони. // "Норма" АҲТ.

174 Ўша жойда.

коллегиал ижроия орган (бошқарув, дирекция) томонидан амалга оширилиши мумкин.” Қонуннинг 81-моддасига асосан бунда “жамиятнинг кузатув кенгаши жамият фаолиятига умумий раҳбарлик қилади, ушбу қонун билан акциядорлар умумий йиғилишининг мутлақ ваколатларига киритилган масалаларни ҳал этиш бундан мустасно.” Бу хўжалик фаолияти устидан раҳбарлик қилиш кузатув кенгашининг ваколатига кирмаслигидан далолат беради. Одатда маҳсулотнинг ассортименти ва сифати, шунингдек ишлаб чиқаришни қайта жиҳозлаш ва техник жиҳатдан қуроллантириш учун инвестиция жалб этиш сингари масалалар хўжалик фаолиятига киради ва бу масалаларни акциядорларнинг умумий йиғилиши ҳам, кузатув кенгаши ҳам ҳал эта олмайди. Шу ердан қонунда кўрсатилган меъёр ва акциядорлик жамиятлари моҳиятининг асосларининг бузилишини кўриш мумкин.

Қонунчиликка асосан давлатнинг ишончли вакили акциядорлик жамиятининг фаолияти тўғрисидаги молиявий-иқтисодий, шу жумладан корхонанинг тижорат сири ҳисобланган ахборотларни олиш ҳуқуқига эга.[175] Фикримизча, бу акциядорлик ҳуқуқининг стандарт моделидаги бошқа бир қонунбузарлик бўлиб ҳисобланади. акциядорлик ҳуқуқининг классик вариантида эгалик бошқарувдан ажратилган, бу қоида “Акциядорлик жамиятлари ва акциядорларнинг ҳуқуқларини ҳимоя қилиш тўғрисида”ги қонунда албатта ўз аксини топди.[176] Мазкур қонуннинг 105-моддасига асосан “жамият қонун ҳужжатларида белгиланган тартибда бухгалтерия ҳисоб-китобини юритиши ва молия ҳисоботини тақдим этиши шарт”. Қонуннинг 107-моддасига асосан эса жамият ушбу қонун 106-моддасининг биринчи қисмида назарда тутилган ҳужжатлардан акциядорлар фойдалана олишлари учун имконият таъминлаб беради, бухгалтерия ҳисоб-китобига доир ҳужжатлар ва

[175] Вазирлар Маҳкамасининг 2003 йил 19 апрелдаги 189-сонли қарорининг 2-иловаси билан тасдиқланган “Давлатнинг акциядорлик жамиятларидаги ишончли вакиллари тўғрисида”ги НИЗОМнинг 8-банди. // "Норма" АҲТ.

[176] Ўзбекистон Республикасининг “Акциядорлик жамиятлари ва акциядорларнинг ҳуқуқларини ҳимоя қилиш тўғрисида”ги 26.04.1996 йил қонуни // "Норма" АҲТ.

жамиятнинг коллегиал ижроия органи мажлисларининг баённомалари бундан мустасно.

Шундай қилиб, бухгалтерлик ҳисоби ҳужжатлари ва жамиятнинг коллегиал ижро органи мажлислари баённомаларида тижорат сири акс этган бўлиши мумкинлиги сабабли, фикримизча, бу ҳужжатлардан акциядорларнинг эркин фойдаланишига йўл қўйилмаслиги керак, чунки бу АЖнинг рақобат қобилиятига салбий таъсир кўрсатиши мумкин.

Лекин Ўзбекистонда давлат ҳатто тижорат сири ҳақида маълумот олиш ҳуқуқига эга бўлиб, ўз манфаатларини ҳаддан ташқари ҳимоя қилиш жиҳатидан ёндошган. Фикримизча бунинг қуйидаги икки салбий жиҳати мавжуд. Биринчидан, OECD (Organisation for Economic Cooperation and Development) тамойилларида[177] назарда тутилган барча акциядорларга нисбатан тенглик ва фуқаролик-ҳуқуқий муносабатларида давлатнинг тенг субъект сифатида иштирок этиши тамойили бузилмоқда. Албатта бундай ҳолда давлат ўзининг ишончли вакилини тайинлайди, лекин 25% йирик улуш ҳисобланганлигидан келиб чиқиб, мол-мулкни йўқотиш таваккалчилиги ҳам юқори даражада бўлади. Бу ерда шуни ҳам назарда тутиш лозимки, 25% ортиқ акциялар паектига эгалик қилиш, жамиятнинг қарамлигидан далолат беради[178] ва давлат ишончли шахсни тайинламасдан бошқа акциядорлар қатори акциядорларнинг умумий йиғилишида кенг бошқарув ваколатларига эга бўлади. Шундай қилиб, ЎзРда давлат ўзининг йирик миқдордаги улуши туфайли нафақат кенг бошқарув имкониятларига эга бўлади, балки АЖнинг кузатув кенгаши аъзоси бўлиш, АЖнинг кундалик хўжалик фаолиятида иштирок этиш ваколатига ҳам эга бўлади. Бу эса 25% акциялар пакети эгаси бўлган давлатнинг АЖнинг фаолиятида деярли чекланмаган ҳокимияти мавжудлигидан далолат беради. Тегишли равишда бундай ҳолатда давлатнинг асосий

[177] OECD Principles of Corporate Governance. Organization for Economic Cooperation and Development. – 2004.

[178] Ўзбекистон Республикасининг “Акциядорлик жамиятлари ва акциядорларнинг ҳуқуқларини ҳимоя қилиш тўғрисида”ги 26.04.1996 йил қонунининг 9-моддаси, 6-қисми // "Норма" АҲТ.

улушининг хусусийлаштирилиши, хусусийлаштиришнинг мақсади хусусий секторни ва тегишли равишда хусусий мулкка асосланган муносабатларни шакллантириш ва ривожлантиришга йўналтирилганлигига қарамасдан, хусусийлаштирилган кичик корхоналардаги давлатнинг йирик улуши сақланиб қолаётганлиги ва бундай акциядорлик жамиятларида хусусий акциядорлар иштирокининг камлиги сабабли хусусийлаштириш мақсадларига эришиш қийинлашаяпди.

Лекин, бундан давлат органлари корпоратив қурилиш ва корпорациялар фаолиятидаги бир қатор муаммоларни аниқлаш ва уларни бартараф этишга эътибор қаратмаяпдилар деган хулосага келиб бўлмайди. Масалан, 2002-2003 йилларда қимматли қоғозлар бозори иштирокчилари фаолиятини текшириш натижасида бутун Ўзбекистон бўйича айниқса Бухоро, Самарқанд, Қашқадарё ва Наманган вилоятларида 9 минг та турли хилдаги қонунбузарлик ҳоллари аниқланган.[179]

Акциядорлик компанияларнинг кўпгина ижро органлари раҳбарларининг фаолиятини баҳолашга йўл қўядиган либерал қарашлар узоқ умр кўрмади. 2002 йилни даромаднинг сезиларли даражада камайиши билан якунлаган 379 та акциядорлик жамиятидан 345 тасида, ёки 91 фоизида ижро органи раҳбарлари ўзларининг лавозимларида қолишганлигини қандай баҳолаш мумкин? Бундан ташқари. Ўтган йилда 28 акциядорлик жамияти зарар йилни билан якунлаганига қарамасдан, уларнинг 26 тасида ижрочи директорлар ўз лавозимига қайта сайланди. Мазкур фактларда Давлат мулк қўмитаси ва Вазирлар Маҳкамаси тегишли шахслари томонидан заифлик ва нохолислик каби ҳолатларни кўриш мумкин.[180]

---

[179] Қаранг: “Хусусийлаштириш ва иқтисодиётнинг хусусий секторини ривожлантириш” // ЎзР Давлат мулк қўмитасининг ахборот – таҳлил ахборотномаси. – Т., 2003. – 7-8 иловалар.

[180] Қаранг: Каримов И.А. 2003 йилнинг биринчи ярим йиллигида иқтисодиётва ижтимоий соҳани ривожлантириш якунлари ва бу соҳадаги ислоҳотларнинг муҳим устувор йўналишларини амалга ошириш чора тадбирлари тўғрисида Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг 18.07.2003 йилги йиғилишида сўзлаган нутқи. // Халқ сўзи 19.07.2003 й.

Ўзбекистон Республикаси Президенти И.А.Каримов тўғри таъкидлаганидек, “вужудга келган ҳолатга ишончли бошқарувчи ва давлатнинг ишончли вакиллари ҳамда Давлат мулк қўмитасининг ҳам катта айби мавжуд. Биз акциядорлик жамиятларида ҳақиқий корпоратив шаклни кирита олмадик. Ишончли бошқарувчиларнинг ишлаш усуллари маъмурий-буйруқбозлик усуслида ишлайдиган шахсларнинг усулларидан асло фарқ қилмайди. Бугунги кунда ишончли бошқарувчилар бюрократик тизимнинг навбатдаги бўғини бўлиб қолдилар холос"[181].

Иккинчидан, ЎзРда барча АЖлар давлатнинг ишончли вакиллари орқали Давлат мулк қўмитаси томонидан бошқарилади. Бу Давлат мулк қўмитасининг давлат иштирок этадиган бутун саноат ҳақидаги ахборотлар йиғиладиган марказ эканлигидан далолат беради.[182] Ўз навбатида бир АЖнинг ахборотидан иккинчисининг фойдасига фойдаланишга, натижада манфаатлар тўқнашувига олиб келади. Бу эса акциядорларга нисбатан тенг муносабатда бўлиш тамойилининг бузилиши ҳисобланади.

ХУЛОСАЛАР

Юқорида таъкидланганидек, корпорациянинг ҳуқуқ субъекти сифатидаги моҳияти ҳуқуқ ва иқтисод фанида низоли бўлиб келган ва шундайлигича қолади. Бир вақтлар корпорацияни ўзининг иштирокчиларидан алоҳида субъект деб ҳисобловчи қарашлар мавжуд бўлган, лекин бунда корпорациянинг қандай субъект ҳисобланиши борасида қарама-қаршиликлар келиб чиққан. Яқиндагина корпорацияни ҳақиқий шахс сифатида тан олмайдиган, корпоратив шахснинг агрегатив назариясига

[181] Қаранг: Каримов И.А. Фарзандларимиз биздан кўра ақлли, доно ва албатта бахтли бўлишлари шарт. 23.12.1998 йил вилоят, шаҳар ва туман ҳокимлари йиғилишида сўзлаган нутқи. // Халқ сўзи 24.12.1998 й.

[182] Вазирлар Маҳкамасининг 2003 йил 19 апрелдаги 189-сонли қарорининг 2-иловаси билан тасдиқланган “Давлатнинг акциядорлик жамиятларидаги ишончли вакиллари тўғрисида”ги НИЗОМнинг 15-16-бандлари. // "Норма" АҲТ.

асосланган мунозаралар келиб чиққан бўлса-да, кўпгина масалалар, хусусан корпорациянинг ҳақиқатдан ҳам алоҳида шахс ёки бирлашма ёхуд агрегация ҳисобланиши биан боғлиқ масала низолигича қолмоқда. Корпорацияни шахс сифатида тан олиш учун унинг қандай ўзига хос хусусиятлари мавжуд бўлиши лозимлиги ҳам ноаниқ. Ҳозирча фақат корпорацияга бирлашган жисмоний шахслар ўртасидаги муносабатларни қандай тушуниш лозимлиги ҳақидаги масала юзасидан якдил фикр мавжуд холос. Фикримизча, кўриб чиқиладиган масалалар уларнинг барча жиҳатларини инобатга олган ҳолда янада чуқурроқ ўрганишни талаб этади.

Фикримизча, мазкур муаммо, аниқроғи муаммолар йиғиндиси жаҳон ҳуқуқий фани ютуқлари, миллий ва хорижий, айниқса иқтисодий жиҳатдан ривожланган мамлакатлар қонунчилигини инобатга олган ҳолда чуқур ва ҳар томонлама ўрганишни талаб этади. Бунда қуйидагиларга эътибор қаратиш лозим деб ҳисоблаймиз:

1. Корпорацияларга фақатгина “ҳуқуқий уйдирма” сифатида қараш билан чекланмаслик лозим. Корпорация ҳақиқатдан ҳам мавжуд ва у нафақат бизнес соҳасида, балки турли хил муҳим ижтимоий-иқтисодий муаммолар, шу жумладан жамиятнинг турли хилдаги моддий ва интеллектуал қадриятлар борасидаги талабларини қондириш ва ишсизлик каби жамиятдаги долзарб муаммоларни ҳал этишда фаол иштирок этади.

2. Назаримизда, корпорациялар – жисмоний шахслардек бизнесдаги ва умуман бозор муносабатларидаги тегишли ҳуқуқий муносабатларда иштирок этувчи, ҳақиқатдан ҳам мавжуд юридик шахслар бўлиб ҳисобланади ва бу ҳолат унинг мақоми (ҳуқуқ ва мажбуриятлари) аниқ белгиланиши ва тегишли ҳуқуқий ҳимоя билан таъминланишини талаб этади.

3. Корпорацияни шакллантирувчи шўахслар (акциядорлар), шунингдек корпоратив фаолият бошқа иштирокчиларининг (директорлар, бошқарувчилар, инвесторлар ва Ажнинг ходимлари каби) асосий мақсади даромадни максимал даражага етказиш бўлиб ҳисобланади. Лекин, фикримизча, ҳуқуқий давлат ва фуқаролик жамиятида бундай мақсад унга эришишнинг ҳар қандай воситаларини қоплай олмайди ва копламаслиги ҳам керак. Корпорациянинг ҳар қандай иштирокчилари (улар акциядорлар, директорлар ёки

бошқарувчилар бўлишидан қатъий назар) томонидан содир этилган ҳар қандай ҳуқуқбузарликлар ёки суиистеъмолликлар учун тегишли ҳуқуқий тўсиқларни шакллантириш ва фаол қўллаш лозим. Улар фақат қонун ва ҳар бир корпорацияни шакллантириш вақтида мавжуд бўлган низом ва бошқа ҳужжатларда назарда тутилган ўз ваколатлари доирасида ҳаракат қилишга мажбурдирлар.

Фикримизча, қонун ҳужжатлари ва низом меъёрларига корпорациянинг ички ва ташқи муносабатларида риоя этилиши устидан назоратни амалга оширишга имкон берувчи ва корпоратив фаолиятнинг барча иштирокчилари ҳуқуқ ва манфаатларининг ҳимоясини таъминловчи самарали ҳаракат қилувчи механизм тузилиши лозим.

4. Албатта акциядорлар акциядорлик жамиятига киритган воситаларига нисбатан мулк ҳуқуқига эга бўлади, лекин бу корпорациянинг умуман мулк ҳуқуқи шубҳасиз мавжудлигига қаршилик қилмаслиги керак. Бу ерда умумийлик ва хусусийлик қонуни ва унинг белгиларини кўриниш мумкин. Шуни инобатга олиш лозимки, турли хилдаги уюшма, бирлашма ёки шу кабиларга бирлашаётган ҳар қандай субъектлар ўз ҳуқуқ, манфаат ва мажбуриятларини ўзлари томонидан ташкил этилган бирлашмалар – юридик шахсларнинг ҳуқуқлари, манфаатлари ва мажбуриятлари билан мужассамлаштириши керак. Бунда кишиларнинг ҳар қандай ихтиёрий бирлашувида уларнинг ҳар бири мазкур муносабатлардаги бошқа шахсларнинг ҳуқуқ ва манфаатларини инобатга олишлари муҳим бўлиб ҳисобланади. Ҳар қандай ҳамжамият унда уни ташкил этган муайян шахслар ҳуқуқлари ифода этилиши сабабли мавжуд бўлади. Бу эса акциядорлар директор, бошқарувчи ва корпоратив фаолиятнинг бошқа иштирокчиларни муайян доирадаги ўзига хос ҳуқуқлар билан таъминлашини билдиради. Лекин бу директор, бошқарувчи ва корпоратив фаолиятнинг бошқа иштирокчилари акциядорлар манфаатларига, уларнинг акциядорлик жамиятига киритган қўйилмаларидан максимал даражада фойда олиш мақсадларига зарар келтирувчи ҳаракатлар содир этиши мумкинлигини англатмайди.

Директорлар, бошқарувчилар ва инсайдерларнинг ўз ваколатларини суиистеъмол қилишлари, ғаразли ҳаракатлари

нафақат фуқаролик ҳуқуқи, балки маъмурий ва жиноят ҳуқуқи меъёрлари билан ҳам қатъий жазоланиши лозим ҳисобланади.

Бунда қандай асослар келтирилмасин, барибир пировард натижада акциядорлик жамиятларининг муассислари ва мулкдорлари бўлиб акциядорлар ҳисобланишини назарда тутиш лозим. Корпорация (ўзининг барча мол-мулки, мақсади ва ҳуқуқлари билан) шубҳасиз уларга тегишли бўлади ва уларнинг мақомини оддий инвесторлар ҳолати билан таққосламаслик лозим. Акс ҳолда уларнинг корпорацияларни шакллантириш ва унинг фаолиятидаги иштироклари ўзининг моҳиятини йўқотади.

5. Корпорациялар давлат томонидан қабул қилинадиган тегишли қонун ва қонун ости ҳужжатлари асосида тузилади ҳамда фаолият юритади ва шу маънода шубҳасиз давлат иродасига боғлиқ бўлади. Бу борада давлат томонидан тартибга солишнинг аҳамияти беқиёс, буни корпорациялар фаолиятининг халқаро тажрибаси ҳам тасдиқлайди. Мустақилликка эришгунга қадар Ўзбекистонда корпорациялар умуман мавжуд бўлмаган. Мулк шаклларининг хилма-хиллиги, ва тегишинча турли хил корпорацияларни тузиш Ўзбекистон Республикасининг Конституцияси ва кўпгина қонун ҳужжатларининг қабул қилиниши билан, яъни уларни ташкил этишга давлат томонидан рухсат берилган ва уларнинг тузилиши, мақоми ва фаолияти давлат томонидан қабул қилинган ҳужжатлар билан тартибга солина бошланган вақтдан бошлаб амалга оширила бошланди. Шундан келиб чиқиб, корпорациялар ўз фаолиятларини қатъий қонун доирасида мустақил тарзда амалга оширсалар-да, бу борадаги уларнинг мустақиллиги нисбий бўлиб ҳисобланади. Бунда давлат иродасини унинг алоҳида органлари ёки мансабдор шахсларининг ўзбошимчалиги билан чалкаштирмаслик лозим. Уларнинг ноқонуний ҳаракатлари корпорация ва унинг иштирокчилари ҳуқуқ ва манфаатларини бузади.

6. Бизнинг фикримизча, “корпорация ҳеч қандай ижтимоий йўналтирилган мақсадларга эга бўлмаганлиги ва жамиятга боғлиқ бўлмаганлиги сабабли ҳеч қандай ижтимоий вазифаларни бажармаслиги, бундай вазифаларни бажариш давлат, унинг органлари, жамоат бирлашмаларининг иши” деб ҳисобловчи қарашлар ҳеч қандай асосга эга эмас. Жамиятда

яшаб туриб ундан эркин бўлиш мумкин эмас! Корпорациялар ўз фаолиятлари давомида кўплаб ижтимоий муаммоларни (фуқароларнинг моддий таъминланганлик даражасини ошириш; иқтисодий хавфсизлик борасида ғамхўлрлик қилиш; аҳолининг бандлиги масаласини ҳал этиш ва ҳк.) ҳал этади. Хорижий корпорациялар турли хил жамғармалар орқали бир қатор тадбирларга ҳомийлик қилади ва ижтимоий ёрдам, ёшларни қўллаб-қуваатлаш ва кам таъминланганларга ёрдам бериш, болалар ва тиббиёт муассасалари, спорт, фан ва маданиятни ривожлантириш борасида воситалар ажратишади. Уларнинг бундай ихтиёрий фаолияти давлат томонидан рағбатлантирилади (масалан, солиқ имтиёзлари бериш орқали) ва жамият томонидан юқори баҳоланади. Буларнинг барчаси корпорациялар томонидан уларнинг моддий-молиявий имкониятларидан келиб чиққан ҳолда ихтиёрий тарзда амалга оширилади ва корпорацияларнинг асосий вазифаси ўзларининг ижтимоий бурчларини бажариш, яъни ижтимоий муаммоларни ҳал этиш эмас, балки акциядорларнинг даромадларини кўпайтириш бўлиб ҳисобланади.

7.Юқоридагилардан келиб чиқиб, “корпорация” тушунчаси борасидаги турли қарашлардаги барча ижобий жиҳатларни инобатга олган ҳолда корпорацияларнинг моҳияти, мақоми, уларнинг давлат ва жамият билан бўладиган муносабатларининг ўзига хос хусусиятларга эгалигини инобатга олиб, бизнинг ҳуқуқшунослар ва иқтисодчилар томонидан корпорациянинг нисбатан мақбул концепцияси ишлаб чиқилиши мақсадга мувофиқ ҳисобланади.

Акциядорларнинг ҳуқуқий мақоми борасидаги назариялар (моделлар) таҳлили ҳар бир назария ўзининг ижобий ва салбий жиҳатларига эга эканлигини кўрсатди.

Агентлик назарияси ва табиий мулк ҳуқуқи концепцияси акциядорларни корпорация мол-мулки мулкдори сифатида қараганлиги сабабли, уларда акциядорлар ўрни айнан шундай мақомда белгиланади. Албатта, бундай концепция ишонарли туюлади. Масалан, у англо-американ тизимда самарали натижалар берган фидуциар жавобгарлик тамойили ва акциядорлар ҳамда бошқарувчилар ўртасида мавжуд бўлган долзарб муаммоларни асослаб беради. Мазкур назария корпоратив ҳуқуқда акциядорлар манфаатларини самарали

тарзда амалга ошириш учун қулай механизм бўлиб ҳисобланади. Лекин, бизнинг фикримизча, ҳозирги кунда корпорацияларга алоҳида мол-мулкка нисбатан мулк ҳуқуқининг берилиши корпорацияларнинг субъект сифатида фаолият юритишининг энг мақбул ҳуқуқий механизми бўлиб ҳисобланиши сабабли, юқоридаги назарияни ҳуқуқий жиҳатдан мустаҳкамлашдабир қатор қийинчиликлар келиб чиқади.

Назаримизда, бошқарув назарияси хаёлий бўлиб ҳисобланади. Албатта, бошқарувчилар ўзларининг муваффақиятли ишлаб чиқариш фаолияти ва ижтимоий мақомидан қаноат ва роҳат олишлари мумкин, лекин бундай концепция корпорациялар ва акциядорлар учун стратегик маънода ижобий ҳисобланади. Лекин ҳамма бошқарувчилар ҳам ўз фаолиятларида фақат ўзларининг муваффақиятли ишлаб чиқариш фаолияти ва ижтимоий мақомидан қаноат ва роҳат олишлари каби ижобий мақсадларни кўзлайди деб бўлмайди. Хориж тажрибаси (WorldCom, Enron каби йирик компаниялар) ва бугунги кунда корпоратив бошқарувчиларнинг сезиларли даражада эркинлиги ҳамда кичик акциядорларнинг деярли пассивлигини ҳисобга олган ҳолда бундай концепция амалда ўзини оқламайди.

Фикримизча, корпорауция фаолияти иштирокчилари концепцияси ҳам ўзининг ижобий ва салбий томонларига эга. Албатта, корпорация ижтимоий жавобгарликка эга бўлиши керак, акс ҳолда бу “ўз ҳукуқларини бошқа шахслар ҳуқуқлари ҳисобидан амалга оширмаслик” каби ҳуқуқнинг асосий тамойили ва умуман жамият барча аъзоларининг ижтимоий жавобгарлиги тамойилига зид бўлар эди. Лекин мазкур назария кўп жиҳатдан мавҳум мақсадларни ўз олдига қўйганлиги сабабли, назаримизда, муайян даражада хаёлий бўлиб ҳисобланади. Бошқа томондан олиб қараганда эса, бу концепция корпорация фаолиятининг бошқа иштирокчиларидан фарқли равишда акциядорлар мақомининг ўзига хос хусусиятларга эга эканлигини инобатга олмайди. Бу ерда фикримизча, корпорациянинг даромад олишни кўзлаётган акциядорлардан тушган мол-мулк ва маблағ ҳисобидан ташкил этилиши ва фаолият юритиши билан боғлиқ муҳим факт назардан четда қолдирилади. Лекин бунда корпорация ўз мажбуриятлари бўйича жамиятнинг бошқа аъзолари олдида

ҳам жавоб беради. Масалан, агар корпорация кредит оладиган бўлса, у ҳолда кредит акциялар сотиш натижасида шакллантириладиган корпорациянинг низом жамғармаси билан таъминланади. Агар корпорация ходимни ишдан бўшатса, тўланадиган сумма акцияларнинг нархи ва даромадлилигига боғлиқ бўлади. Корпорациянинг ҳар қандай, шу жумладан унинг банкротлик ҳолатидаги моддий жавобгарлиги, пировард натижада акциядорлар қўйилмалари ҳисобидан амалга оширилади. Шундай экан, акциядорлик жамиятининг асосий вазифаси энг аввало, акциядорларнинг ҳуқуқларини таъминлаш ва уларнинг ўз қўйилмаларидан даромад олиш билан боғлиқ манфаатларини қаноатлантириш бўлиб ҳисобланади.

Фикримизча, акциядорлар ва корпоратив фаолият бошқа иштирокчиларининг ҳақиқий мақомини белгилаш билан боғлиқ мураккаб муаммони ҳал этиш биринчи навбатда мазкур масалаларни мавжуд концепциялар ҳамда Ўзбекистон ва хориж корпоратив қурилиши тажрибасидан келиб чиққан ҳолда назарий таҳлил этиш, уларнинг иқтисодий жиҳатдан ривожланган мамлакатларда ҳуқуқий тартибга солинишини ҳар томонлама ва чуқур ўрганишни талаб этади.

Бунда қуйидагиларни инобатга олиш мақсадга мувофиқ деб ҳисобланади:

1. Корпорация бу - фаолият юритишида акциядорлар, бошқарув апппарати ва бошқа шахслар иштирок эадиган мураккаб организм бўлиб, бу шахсларнинг фаолияти нафақат корпорациянинг ичида, балки унинг ташқарисида – кредиторлар, маҳсулот етказувчилар ва бошқалар билан билан бўладиган муносабатларда ҳам мустаҳкам боғлиқ. Уларнинг ҳар бири объектив равишда ҳисобга олинадиган, корпорация ўз мақоми, мақсади ва вазифалари нуқтаи назаридан унинг фаолиятида иштирок этаётган жисмоний шахслар ва бир гуруҳ шахслардан фарқ қилишини инобатга олган ҳолда “умумий махражга” келтириладиган ўз ҳуқуқ ва бурчларига эга бўлади. Бу ерда яхлит тизимдаги умумий, хусусий ва алоҳидаликнинг ўзаро муносабатларини ҳам инобатга олиш лозим. Шундай қилиб, корпорация қандайдир “бўш пўчоқ” бўлмасдан, корпорация фаолиятида иштирок этадиган шахслар ҳам, корпорация ҳам объектив реаллик

бўлиб ҳисобланади. Акс ҳолда турли мамлакатлар қонунлари корпорациялар мақомини муайян ташкилий тузилишга, ҳуқуқ ва мажбуриятларга эга бўлган реал мавжуд юридик шахс сифатида белгиламасди.

2. Корпорацияни ташкил этган акциядорлар шубҳасиз унинг мулки мулкдорлари ҳисобланади, лекин корпорацияни бошқариш жуда мураккаб вазифа бўлиб, муайян тажриба ва билим талаб этади. Шунинг учун у профессионаллар-директорлар, бошқарувчилар ваш у кабиларни жалб этишни талаб этади. Тегишли ҳуқуқ ва мажбуриятлар берилаётган вақтда улар максимал даражада фаол ва ташаббускор бўлишлари лозим. Шунинг учун акциядорлар (айниқса иштирокчилари сони кўп бўлган йирик корпорациялар акциядорлари) корпоратив, ишлаб чиқариш, молия ва бозор фаолияти каби соҳаларда профессионал бўлган директорлар кенгаши (кузатув кенгаши), бошқарув органлари кабиларни танлов-шартнома асосида жалб этади. Бунда директорлар ва бошқарувчиларга акциядорлар томонидан АЖ низоми ва бошқа ҳужжатларида назарда тутилган ҳуқуқ ва мажбуриятлар берилади. Бу акциядорлар корпорациянинг муваффақиятли фаолияти манфаатларида, яъни ўзлари учун зарур бўлган манфаатларни кўзлаб директорлар, бошқарувчилар каби мазкур бошқарув аппарати ходимларига ўз ҳуқуқларининг бир қисмини берадилар, чунки бу ҳуқуқларсиз мазкур шахслар ўзларининг мажбуриятларини бажара олмайдилар. Уларнинг ҳуқуқлари акциядорлар ҳуқуқларининг ҳосиласи ҳисобланади. Бундан ташқари, корпорациянинг мол-мулки, гарчи у акциядорлар улушлари ҳисобидан ташкил этилса-да, объектив жиҳатдан умумий, корпоратив (жамоавий) хусусият касб этганлиги сабабли муайян даражада мулкдор ҳисобланган акциядордан ажратилган бўлади. Бунда акциядорлар биргаликда ҳаракат қилар экан, корпорациянинг мол-мулки бир вақтнинг ўзида акциядорларнинг ҳар бирига тегишли ва тегишсиз бўлади. бу мол-мулкни акциядорлар фақат биргаликдагина тасарруф этишлари мумкин. Бошқарув аппарати акциядорлардан уларга тегишли муайян ҳуқуқ ва тегишли ваколатларни қўлга киритганлиги сабабли диреткорлар ва бошқарув АЖнинг мол-мулки воситаларини тасарруф этиш ҳуқуқига эга бўлади. Эгалик-бошқарув-тасарруф билан боғлиқ мулк ҳуқуқи тамойили

шу ердан келиб чиқади.

2. Юқорида таъкидланганидек, корпоратив фаолиятнинг ҳар бир иштирокчиси нафақат ҳуқуқаларга, балки пировард мақсади ўз даромадаларини оширишдан иборат бўлган ўз манфаатларига ҳам эга бўлади ва бу манфаатлар ҳар бир шахсга тегишли алоҳида манфаатлар (de sui generis) ҳисобланади. Бу табиий ҳол. Лекин бу кўпгина корпоратив низолар, директорлар, бошқарувчилар, ҳисобчилар, инсайдерлар томонидан йўл қўйилиши мумкин бўлган суиистеъмолчиликларга олиб келади. Турли мамлакатлар амалиётида бошқарув аппарати вакилларининг ўз ваколатларидан акциядорлар ва акциядорлик жамияти манфаатларига шахсий манфаатлардан келиб чиқиб зарар етказадиган, яъни шартнома асосида акциядорларнинг даромадлари ва корпорация фаравонлигини ошириш учун жалб этилган агент сифатидаги ўзларининг фидуциар мажбуриятларини бузадиган ҳолатлар кўп учрайди.

3. Юқоридагилардан корпоратив ҳуқуқ ва амалдаги қонунчиликни янада такомиллаштириш, корпорация бошқарув аппарати ходимларининг ҳуқуқ ва мажбуриятлари ҳамда ваколатларини, корпорация фаолияти ва ундаги барча ҳужжатларнинг (ҳисоботлар, шартномалар каби) юқори даражада ошкоралигини таъминловчи нормаларни, бошқарув аппарати фаолияти устидан самарали назорат ўрнатишни, акциядорлар умумий йиғилиши, тафтиш комиссияси, аудит ва АЖ фаолияти мониторингини аниқ белгилаш зарурати келиб чиқади.

Бунда бошқарув аппарати ходимларига нисбатан улар томонидан содир этилган суиистеъмолчиликлар учун қатъий санкциялар, шу жумладан жиноят - ҳуқуқий чоралар ва акциядорлик жамияти ва акциядорларга етказилган зарарни қоплаш билан боғлиқ чоралар белгилаш муҳим аҳамиятга эга бўлади. Бу жараёнда биргина бошқарув ёки директорни алмаштириш билан чекланиб қолинмаслик лозим. Ғараз манфаатлар натижасида етказилган зарарни қоплаш муҳим аҳамиятга эга. Бунда прокуратура, суд каби органларнинг ўрни беқиёс.

4.Акциядорлик жамиятлари барча ходимлари – хизматчилар, муҳандислар, ходимлар кабиларнинг қонуний

ҳуқуқ ва манфаатларини ҳимоя қилишга алоҳида эътибор қаратилиши лозим. Корпорация бу ҳақда нафақат қонунларга асосан, балки корпорация ва унинг акциядорлари манфаатлари нуқтаи назаридан ҳам ғамхўрлик қилиши керак.

5. Юқоридагилардан корпоратив ҳуқуқ назариётчилари олдида ҳар бир акциядор манфаатларини нисбатан тўла қаноатлантириш ва энг аввало унинг даромадларини юқори даражада бўлишини таъминлаш мақсадида АЖ фаолиятида энг мақбул ҳуқуқий иқлим яратиш билан боғлиқ масъулиятли вазифа турганлигини англаш лозим.

Мазкур тадқиқот ишида корпоратив бошқарувнинг стандарт модели борасидаги қарашлар манбаларини очиб беришга ҳаракат қилинди. Бунда корпоратив бошқарувнинг мавжуд моделлари орасида акциядорларга мўлжалланган моделнинг нисбатан самарали эканлиги бизнинг асосий далилимиз бўлди.

Шубҳасиз, корпоратив бошқарув борасида юқорида кўриб чиқилган ҳолатлар АҚШ, Европа ва Японияда алоҳида эътибор объектига айланди. Корпоратив иштирокчилар компанияни стандарт моделга йўналтирувчи тузилмавий ўзгаришларни ўзлари киритадилар. АҚШ амалиётида бундай ўзгаришлар директорлар кенгашига кўп миқдордаги мустақил директорларни киритишни[183], кенгаш таркибини умуман камайтиришни ва аудит каби институтларни ривожлантиришни билдиради. Европа ва Японияда ҳам бундай ўзгаришлар, бироз суст бўлса-да амалга оширилмоқда. Бунга OECD томонидан корпоратив бошқарувнинг янги тамойиллари киритилиши, кўпгина Япония фирмаларининг (бу борада SONY пешқадам бўлди) директорлар кенгашини қисқартириш ва унга мустақил директорларни жалб этиш тўғрисида қарор қабул қилганлиги,[184] Буюк Британияда олий бошқарувчилар учун акциядорлик опциони компенсацияси режаларининг ва континенталь Европада бош тадбиркорлик юрисдикцияларининг тез тарқалиши кабиларни мисол сифатида келтириш мумкин.

[183] Қаранг: Gioia Dennis A. Response: Practicability, Paradigms, and Problems in Stakeholder Theorizing // Academy of Management Review. – 1999. – №24(2) (April). – P.228–232.

[184] Қаранг: Earley P. Christopher and Elaine Mosakowski. Creating Hybrid Team Cultures: An Empirical Test of Transnational Team Functioning // Academy of Management Journal. – 2000. – №43(1) (Feb.). – P.26–49.

Фикримизча, Ўзбекистонда корпоратив ҳуқуқни ривожлантириш учун ўзининг жамиятдаги ижтимоий-иқтисодий эҳтиёжларга нисбатан жавоб беришини исботлаган корпоратив ҳуқуқнинг стандарт моделини қўллаш мақсадга мувофиқ ҳисобланади. Бунда стандарт модел ривожланишини, яъни корпоратив қурилиш ўсишининг самарадорлигини тўхтатиб қўювчи корпоратив муносабатларда давлатнинг ноқонуний аралашишини бартараф этиш ва мамлакат иқтисодиётининг ривожланишида коропратив муносабатларнинг ўрнини ошириш мақсадида хориж тажрибаси ва Ўзбекистон Республикасидаги мавжуд меъёрий ҳуқуқий ҳужжатларни ижодий нуқтаи назардан қайта кўриб чиқиш мақсадга мувофиқ ҳисобланади.

II БОБ.
КОРПОРАТИВ МУНОСАБАТЛАРНИНГ ЎЗИГА ХОС ХУСУСИЯТЛАРИ: МАЖБУРИЯТ ҲУҚУҚИ ВА МАНФААТЛАР ТЎҚНАШУВИ

2.1. Цивилистикада акциядорлик жамияти ва акциядорлар ўртасидаги ҳуқуқий муносабатларнинг изоҳи

Акциядорларнинг ҳуқуқий мақоми миллий ва ғарб ҳуқуқий адабиётларида ҳалигача низоли бўлиб келмоқда. Фикрларнинг бундай хилма-хилллиги ғарб ҳуқуқий адабиётида Берл ва Минс[185], Фридман[186], шунингдек шартнома назариялари (масалан, Уильямсоннинг асарлари) [187], агентлик назарияси[188] каби номларда машҳур бўлган иқтисодий-ҳуқуқий йўналишдаги замонавий тадқиқотларда ўз аксини топган. Россия ҳуқуқ фанида бу борада тадқиқотлар олиб борган Г.Ф.Шершеневич[189], А.М.Эрделевский[190], П.В.Степанов[191], Д.И.Дедов[192] каби олимларни мисол келтириш мумкин. Бунда,

[185] Қаранг: Berle A.A., Means G.C. The Modern Corporation and Private Property. – New York: The MacMillan Company, 1932.

[186] Қаранг: Friedman M. Capitalism and Freedom // Chicago University Press. – Chicago, 1962; Friedman M. The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits // New York Times Magazine. – September 13, 1970. – P.32−33, 122, 124, 126.

[187] Қаранг: William Letwin. Law and Economic Policy in America 65. – NY, 1965; J.Willard Hurst. The Legitimacy of the Business Corporation in the Law of the United States 1780–1970. – 1970. – P.33–36; Lawrence Friedman. A History of American Law: 2d ed. – Chicago, 1985. – P.194–198.

[188] Қаранг: Ronald Coase. The Nature of the Firm // Economica. – 1937. – No 4. – P.386−405; Bolton P. and Scharfstein D. Theory of Predation based on Agency Problems in Financial Contracting // American Economic Review. – 1990. – №80. – P.94−106; Jensen M.C., Meckling W.H. Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs, and Ownership Structure // Journal of Financial Economics. – 1976. – Vol. 3. – P.305−360; Fama E., Jensen M.C. Agency Problems and Residual Claims // Journal of Law and Economics. – 1983. – Vol. 26. – P.327−352; Eisenhardt K.M. Agency Theory: An Assessment and Review // Academy of Management Review. – 1989. – Vol. 14. – No.1. – P.58–76.

[189] Қаранг: Шершеневич Г.Ф. Курс гражданского права. – Тула: Автограф, 2001. – С.128.

[190] Қаранг: Эрделевский А.М. О защите личных неимущественных прав акционеров // Хозяйство и общество. – 1997. – № 6. – С.42–51.

[191] Қаранг: Степанов П.В. Корпоративные отношения в коммерческих организациях как составная часть предмета гражданского права: Автореф. дис. к.ю.н. – М., 1999.

[192] Қаранг: Башкинскас В.Ю., Дедов Д.И., Карелина С.А. Правовое регулирование деятельности акционерных обществ. – М., 1999.

шуни алоҳида таъкидлаш жоизки, аксарият умумий ҳуқуқ тизимидаги ғарб муаллифлари асраларида иқтисодий жиҳатдан нисбатан самарали назария ҳамда бундай назарияларнинг корпорациянинг моҳияти ҳақидаги ижтимоий назариялар билан ўзаро кураши ҳақида баҳс кетса[193], миллий цивилистика фанида, фикримизча, мавжуд фуқаролик-ҳуқуқий институтларига акциядорлик муносабатларини энг мақбул усулда киритиш асосий масала бўлди. Бу муаммонинг серқирралиги ва натижада акциядорлар ва акциядорлик жамияти ўртасидаги мулкий ўзаро муносабатларнинг назарий ва амалий нуқтаи назардан чигаллашиши билан изоҳланади.

Акциядорлик жамиятлари “корпорациялар” деб номланадиган АҚШда АЖнинг қуйидаги белгилари ажратилади: 1) АЖни шартнома орқали боғловчи ва бу шартномаларни АЖнинг мулкдорларидан алоҳида ҳолдаги мулки билан таъминловчи аниқ белгиланган ваколатларни инобатга олган ҳолда тўла ҳуқуқий субъектлилик (Генри Хансменн ва Рэйнер Крэкмен таъкидлашича)[194]; 2) мулкдорлар (акциядорлар)нинг чекланган жавобгарлиги; 3) инвесторларнинг капиталга алоҳида эгалик қилиши; 4) ваколатли менежментни четдан бошқариш; 5) жамиятда улушни (акцияларни) бериш ҳуқуқи[195]. Фикримизча, мазкур белгилар кенг тарқалган акциядорлик эгалиги ва акциядорлардан алоҳида тарзда ҳаракат қилувчи менежментлар мавжуд бўлган америка акциядорлик жамиятларининг ижтимоий моҳиятини яққол ўзида акс эттиради[196]. Айнан шу тамойилларнинг бугунги кунда мамлакатда акциядорлик фаолиятини ҳуқуқий ташкил этишнинг нисбатан самарали эканлигини намоён этган АҚШ суд-қонунчилик доктринасида ўз ифодасини топиши тасодифий

[193] Айнан шу туфайли XX асрнинг 80-йилларида АҚШда асосий мақсади акциядорлик жамиятлари фаолияти билан боғлиқ муаммоларни иқтисодий-ҳуқуқий жиҳатдан таҳлил этиш бўлган янги “иқтисод ва ҳуқуқ” йўналиши пайдо бўлди.

[194] Қаранг: Henry Hansmann and Reinier Kraakman. The Essential Role of Organizational Law // Yale Law School and Harvard Law School. Working Paper. – Chicago, 1999.

[195] Қаранг: André Tunc. A French Lawyer Looks at American Corporation Law and Securities Regulation // U. Pa. L. Rev. – 1982. – №130. – P.759.

[196] Қаранг: William W. Bratton Jr. The New Economic Theory of the Firm: Perspectives from History // Stan. L. Rev. – 1989. – №41. – P.1471.

эмас[197]. Шуни алоҳида таъкидлаш жоизки, англосаксон ҳуқуқ тизимидаги мамлакатларда АЖ тушунчаси юқоридаги белгилар билан чекланиб қолмасдан, мажмуа сифатида АЖнинг алоҳида белгиларини ўзида акс эттирадиган бир қатор прецент меъёрлар билан ҳам аниқланади[198].

Ўзбекистон қонунчилигида, хусусан Фуқаролик кодекси[199] (матнда кейинги ўринларда ФК) ва бир қаторда махсус қонунларда акциядорлик жамияти тушунчаси жуда қисқа берилган. ФК нинг 64-моддасида “устав фонди муайян акциялар сонига бўлинган жамият акциядорлар жамияти ҳисобланади; акциядорлар жамиятининг иштирокчилари (акциядорлар) унинг мажбуриятлари бўйича жавоб бермайдилар ва жамият фаолияти билан боғлиқ зарар учун ўзларига қарашли акциялар қиймати доирасида жавобгар бўладилар”. Ўзбекистон Республикаси “Акциядорлик жамиятлари ва акциядорларнинг ҳуқуқларини ҳимоя қилиш тўғрисида”ги қонунининг 2-моддаси 1-қисмида эса акциядорлик жамиятига қуйидагича таъриф берилади: “устав фонди жамиятнинг акциядорларга нисбатан мажбуриятларини тасдиқловчи муайян миқдордаги акцияларга тақсимланган хўжалик юритувчи субъект акциядорлик жамияти деб ҳисобланади.” Мазкур модданинг 3-қисмида эса жамиятнинг юридик шахс ҳисобланиши ва у ўзининг мустақил балансида ҳисобга олинадиган алоҳида мол-мулкка эга бўлиши, ўз номидан мулкий ва шахсий номулкий ҳуқуқларни олиши ҳамда амалга ошириши, зиммасига мажбуриятлар олиши, судда даъвогар ва жавобгар бўлиши мумкинлиги назарда тутилади. Қонун 4-моддасининг 2-қисмида эса акциядорларнинг жамият мажбуриятлари бўйича жавобгар бўлмаслиги ва уларнинг фаолияти билан боғлиқ зиёнларни ўзларига тегишли акциялар қиймати доирасида тўлашликлари кўрсатилади.

Мазкур тушунчалардан келиб чиқиб, АЖнинг қуйидаги асосий белгиларини санаб ўтишимиз мумкин:

---

[197] Қаранг: Mark J. Roe. Political Preconditions to Separating Ownership from Corporate Control // Stan. L. Rev. – 2000. – №53. – P.539.

[198] Қаранг: John Dewey. The Historic Background of Corporate Legal Personality // Yale L. J. – 1926. – №35. – P.655.

[199] Қаранг: Ўзбекистон Республикаси Фуқаролик кодекси. – Т.: "Адолат", 1996.

1. АЖ – бу муайян ҳуқуқ ва мажбуриятларга эга бўлиши мумкин бўлган юридик шахс, яъни субъект. Асосан бу ҳуқуқ ва мажбуриятлар фуқаролик-ҳуқуқий хусусият касб этганлиги сабабли Ўзбекистон Республикасидаги АЖ мақоми АҚШ Конституциясига асосан жиноий жавобгарликка тортилиши мумкин бўлган англо-американ ҳуқуқ тизимидаги мамлакатларда мавжуд АЖлар ҳуқуқий мақомидан тубдан фарқ қилади[200]. Бундай жавобгарлик, фикримизча, ҳеч қандай мантиқ қонунларига тўғри келмасдан, англо-американ ҳуқуқининг назарий "ўхшатиши", яъни АЖ мақомини ҳаддан ташқари жисмоний шахслар мақомига тенглаштириш бўлиб ҳисобланади[201]. Лекин, мазкур параграф АЖ мақомини фуқаролик-ҳуқуқий жиҳатдан кўриб чиқишга бағишланганлиги сабабли, биз АЖнинг жиноят ҳуқуқининг субъектлилиги масаласига алоҳида эътибор қаратишни лозим деб ҳисобламадик.

2. АЖнинг низом жамғармаси акцияларни сотиш ҳисобидан шаклланади ва АЖ мазкур сотишдан тушган, унинг алоҳида мол-мулки ҳисобланган мулкий неъматларга нисбатан мулк ҳуқуқига эга бўлади.

ФКнинг 39-моддасига асосан ҳар бир юридик шахс ўз мулкида, хўжалик юритишида ёки оператив бошқарувида алоҳида мол-мулкка эга бўлиши лозим. Айнан мана шу мол-мулк юридик шахс сифатида АЖнинг ҳуқуқ субъектлилигини келтириб чиқарувчи асос ҳисобланади. Шуни таъкидлаш жоизки, юридик шахслар ўз эгаликларидаги мулкка нисбатан мулк ҳуқуқига эга бўлиши ва бундай ҳуқуққа эга бўлмаслиги ҳам мумкин. Ўз тасарруфида алоҳида мол-мулкка эга бўлмаган унитар корхоналардан фарқли равишда АЖ ва хўжалик жамиятлари кўринишида бўлган юридик шахслар ўзлари эгалик қилиб турган мол-мулкка нисбатан мулк ҳуқуқига эга бўладилар. Шундан келиб чиқиб, Ўзбекистон Республикаси қонунчилиги бўйича АЖ ва унинг иштирокчилари ўртасидаги

[200] Қаранг: Morton J. Horwitz. The Transformation of American Law 1870–1960. – Boston, 1992. – P.65–107.

[201] Қаранг: Gentner & Jeziorski. The Shift from Metaphor to Analogy in Western Science // Metaphor and Thought. – 1994. – №6(3). – P.447, 459.

ўзаро муносабатлар умуман олганда мажбурият муносабатлари сифатида расмийлаштирилган.

3. Мазкур юридик шахс иштирокчилари чекланган жавобгарликка эга бўлади[202]. Кўп ҳолларда адабиётларда бу белги акцияларни бир шахсдан иккинчи шахсга эркин ўтишида ёрдам бериши туфайли, ҳатто энг асосий белги сифатида қаралади[203] ва бу мазкур турдаги юридик шахснинг ўзига хос устунлиги ҳисобланади.[204] Бу акциядорлар АЖнинг мажбуриятлари бўйича фақат ўзлари киритган улуш доирасида жавоб бериши ва АЖ ҳам акциядорлар мажбуриятлари учун жавоб бермаслигини билдиради. Бундай хусусияти билан АЖ юридик шахс воситалари етмаганда иштирокчилари қўшимча мулкий жавобгар бўладиган ширкатдан тубдан фарқ қилади.[205]

Ўрганилган адабиётлар таҳлили шуни кўрсатдики, бугунги кунда цивилистикадаги асосий баҳслар мавжуд фуқаролик-ҳуқуқий институларга акциядорлик муносабатларни энг мақбул тарзда киритиш ва акциядорлар ҳуқуқининг пайдо бўлиш манбаини, яъни акциядорларнинг ҳуқуқий мақоми, уларнинг мутлақ ва нисбий ҳуқуқларини тушунтириш масалалари борасида амалга оширилмоқда. Иккала тоифада ҳуқуқларни ҳимоя қилиш усуллари бундай таснифлашнинг асоси бўлиб хизмат қилди ёки Г.Ф.Шершеневич таъкидлаганидек, бундай бўлинишнинг моҳияти ижтимоий мақсадга эришишнинг турли ҳуқуқий воситаларига асосланади[206].

Агар мулк ҳуқуқи кирадиган мутлақ ҳуқуқлар мазкур ҳуқуқлар эгасини ўраб турувчи бир қатор шахсларнинг чекланмаган тажовузидан ҳимоя қилинса, нисбий ҳуқуқлар бирор-бир аниқ шахс ёки аниқ шахслар доирасининг тажовузидан ҳимоя қилинади (масалан, битим бўйича қарздор

---

202 Қаранг: Cf. John C. Coffee. The Mandatory. Enabling Balance in Corporations Law: An Essay on the Judicial Role // Colum. L. Rev. – 1989. – №89. – P.1618, 1619.

203 Қаранг: Кулагин М.И. Избранные труды. – М.: Статут, 1997. – С.51 (в серии “Классика российской цивилистики”).

204 Қаранг: Гражданское право: В 2 т. – Т.I: Учебник / Под ред. Суханова Е.А. 2-е изд. – М.: Изд. “БЕК”, 2002. – С.232.

205 Қаранг: ЎзР ФКнинг 60-моддаси 1-қисми. Бу ерда “Иштирокчилари... унинг (ширкатнинг) мажбуриятлари бўйича ўзларига қарашли бутун мол-мулк билан жавоб берадилар» деб кўрсатилади.

206 Қаранг: Шершеневич Г.Ф. Указ. соч.– С.185.

шахс томонидан ўз мажбуриятларининг бажарилмаслиги). Кўпгина муаллифлар фуқаролик ҳуқуқлари бундай бўлинишнинг (нисбий ва мутлақ) шартлилиги ва унча ҳам мақсадга мувофиқ эмаслигини таъкидлашса-да,[207] бизнинг фикримизча, бундай таснифлаш фуқаролик ҳуқуқларини ҳимоя қилиш борасида ўзининг мақбуллигини исботлади, шунингдек, бундай бўлиниш мазкур муносабатларни тартибга солиш учун фуқаролик ҳуқуқини энг мақбул ва қўллашда оддий бўлган механизм билан таъминлайди. Шуни ҳам таъкидлаш жоизки, ҳуқуқнинг мазкур соҳасини тизимлаштириш нуқтаи назаридан бундай таснифлаш нафақат Ўзбекистонда, балки иқтисодий жиҳатдан ривожланган мамлакатлар қаторига кирадиган Германия, Россия, Франция, Япония ва шу каби бир қатор мамлакатларда ҳам кенг қўлланилади.[208]

Юқорида таъкидланганидек, Ўзбекистон Республикаси қонунчилигида акциядорлик жамияти ва унинг иштирокчилари ўртасидаги ўзаро муносабатлар мажбурият муносабатлари сифатида мустаҳкамланган. ФКнинг 234-моддасига асосан “мажбурият – бу фуқаролик ҳуқуқий муносабати бўлиб, унга асосан бир шахс (қарздор) бошқа шахс (кредитор) фойдасига муайян ҳаракатни амалга оширишга, чунончи: мол-мулкни топшириш, ишни бажариш, хизматлар кўрсатиш, пул тўлаш ва ҳоказо ёки муайян ҳаракатдан ўзини сақлашга мажбур бўлади, кредитор эса - қарздордан ўзининг мажбуриятларини бажаришни талаб қилиш ҳуқуқига эга бўлади”. Бошқача қилиб айтганда, О.С.Иоффе таъкидлаганидек, мажбуриятнинг иқтисодий функцияси мол-мулк ва меҳнат бошқа натижаларининг ишлаб чиқариш соҳасидан муомала ва истеъмол соҳасига ўтишда восита бўлиб хизмат қилишида кўринади.[209] Яъни мажбурият жамиятнинг муайян иқтисодий эҳтиёжларини қондирувчи мол-мулк, иқтисодий неъматларнинг бир шахсдан бошқа шахсга ўтишида ҳуқуқий жиҳатдан восита бўлади. Бундай муносабатлар цивилистика фанида мажбурият

[207] Ўша жойда. – 73 Б.
[208] Қаранг: Mcneil I.R. The Many Futures of Contracts // Southern California Law Review. – 1974. – №47. – P.691–816.
[209] Қаранг: Иоффе О.С. Обязательственное право. – М.: “Юрид. лит.”, 1975.

муносабатлари деб номланади.[210] Бунда “мажбур бўлган субъект”, яъни қарздор томонидан кредитор фойдасига бажарилиши лозим бўлган муайян ҳаракатлар мажбурият объекти бўлиб ҳисобланади.[211]

Шуни алоҳида таъкидлаш лозимки, ҳамма мажбуриятлар ҳам иқтисодий эҳтиёжларни қондиришга йўналтирилмаган, чунки қонунчиликка асосан фуқаролик-ҳуқуқий мажбурият зарар етказишдан ҳам келиб чиқиши мумкин. Лекин мазкур тадқиқот ишида биз мажбурият деганда иқтисодий эҳтиёжларни қондиришга йўналтирилган, яъни иккала томоннинг ҳам иродаси билан келиб чиққан мажбуриятларни тушунамиз.

Фикримизча, бу ерда “қарздор” ва “кредитор” атамаларининг қўлланилиши шартли бўлиб, акциядорлик жамиятлари ва акциядорлар билан бўладиган муносабатларда бу атамаларни айнанлигича қўллаш тушунмовчиликка олиб келади. Кўриб чиқилаётган масаланинг (АЖ ва акциядорлар ўртасидаги муносабатларнинг табиати) мураккаблигини инобатга олиб, биз бу ерда мажбурият муносабатларининг янада низоли назарий жиҳатларига эътибор қаратмасдан, мажбурият ҳуқуқи ва бошқа ҳуқуқий институтлар томонидан тасдиқланган назарий ва амалий меъёрлар билан чекланамиз.

АЖ ва акциядорлар ўртасидаги муносабатларнинг мажбурият муносабатлари ҳисобланиши тўғрисидаги қоида ҳуқуқшунос олимлар ўртасида бир қатор баҳсларга сабаб бўлди. Аксарият муаллифлар бу қоидага қарши бўлиб, ҳатто улар томонидан ҳуқуқий муносабатларнинг мавжуд таснифланишида корпоратив ҳуқуқий муносабатларнинг (ҳуқуқ) ўрнини тушунтириш борасида қийинчиликлар мавжудлиги таъкидланади.

Фикримизнинг исботи сифатида профессор Е.А.Сухановнинг бу борадаги қуйидаги фикрини мисол келтирамиз: “шундай ҳуқуқий муносабатларни ажратиш мумкинки, корпоратив ҳуқуқлар улар мазмунининг элементи

---

[210] Қаранг: Гражданское право: В 2 т. – Т.II. – Полутом 1: Учебник / Под ред. Суханова Е.А. 2-е изд. – М.: Изд. “БЕК”, 2002. – С.1.
[211] Ўша жойда. – 12 Б.

бўлиб ҳисобланади”[212]. Муаллиф фикрича, “субъектларнинг ташкилий-ҳуқуқий тузилмалар – юридик шахс белгиларига эга бўлган корпорацияларда иштирок этиши (аъзолиги) натижасида вужудга келадиган муносабатлар” корпоратив ҳисобланади.[213] Шунингдек, унинг фикрича, “корпоратив ҳуқуқий муносабатларнинг вужудга келиши турли асослар – таъсис шартномасида иштирок этиш, ширкатга кириш, акцияларга нисбатан мулк ҳуқуқини қўлга киритиш кабилар бўлиши мумкин”. Корпоратив ҳуқуқлар туфайли корпорация иштирокчилари корпорация ва унинг мулкини бошқаришдаги турли шаклларда иштирок этиши мумкин. Ўзларининг корпоратив ҳуқуқларини амалга ошириш орқали корпорация иштирокчилари фуқаролик ҳуқуқининг мустақил субъекти – юридик шахс ҳисобланган мазкур корпоратив тузилманинг иродаси шаклланишига таъсир кўрсатадилар. Бундай ҳолат фуқаролик-ҳуқуқий тартибга солиш учун ўзига хос бўлиб ҳисобланади, чунки умумий қоидага кўра фуқаролик муносабатларида субъектлар бир-биридан нисбатан мустақил бўлганликлари сабабли контрагентнинг иродасини шакллантиришда иштирок эта олмайдилар.[214]

Мазкур фикрдан шундай хулосага келиш мумкинки, Е.А.Суханов корпоратив муносабатларни муайян ҳуқуқий муносабатлар мазмунининг элементи сифатида баҳолайди. Бу корпоратив муносабатлар бошқа турдаги ҳуқуқий муносабатлар билан биргаликда мавжуд бўлиши ва биргаликда муайян турдаги аралаш муносабатларни ташкил этишини билдиради. Лекин шуни таъкидлаш жоизки, муаллиф бу муносабатларни на мутлақ, на нисбий муносабатларга киритмайди.

Мазкур масалани амалдаги қонунчилик нуқтаи назаридан кўриб чиқамиз. Ўзбекистон Республикаси қонунчилигида Аж ва акциядорлар ўртасидаги муносабатлар мажбурият муносабатлари сифатида мустаҳкамланган.[215] Қонуннинг 2-моддаси 1-бандида кўрсатилишича, “акциялар жамиятнинг

[212] Ўша жойда. – 100 Б.
[213] Ўша жойда. – 102 Б.
[214] Ўша жойда. – 103 Б.
[215] Қаранг: ЎзР ФКнинг 48-моддаси, 2-қисми, 2-банди.

акциядорлар олдидаги мажбуриятини тасдиқлайди”. Бундан шундай хулосага келиш мумкинки, мазкур мажбурият муносабатлари бир томонлама хусусиятга эга, яъни акциядорлик жамияти акциядорларга нисбатан мажбуриятларга эга бўлади, аксинча эмас.

Шундан келиб чиқиб, фикримизча, мазкур ўзаро муносабатларнинг қуйидаги хусусиятини кўрсатишимиз мумкин. Қонунчиликка асосан АЖ алоҳида ҳуқуқ субъекти ҳисобланади ва унинг субъект сифатида вужудга келишида у биринчи навбатда акциядорлар олдида мажбуриятга эга бўлади, чунки айнан акциядорлар киритган улушлар туфайли АЖда фаолият юритиш учун воситалар пайдо бўлади ва у бошқа субъектлар билан ҳуқуқий муносабатларга киришиш имкониятига эга бўлади. АЖ алоҳида ҳуқуқ субъекти ҳисобланганлиги ва мол-мулкни акциядорлардан олиши сабабли ҳамда бундан кейин АЖ ҳуқуқий мулкдор сифатида чиқишини инобатга олиб, хайр-эҳсон қилиш учун эмас, балки муайян муқобил ҳаракатга умид қилиб, яъни дивиденд олиш ҳуқуқини қўлга киритган ҳолда акциядорлар тегишли равишда ўз воситаларини АЖ номига расмийлаштирадилар.[216] Шундай экан, акциядорларнинг АЖдан дивиденд олиш ҳуқуқи АЖнинг шундай дивидендларни тўлаш, яъни акциядорлар манфаатларида ишлаш мажбуриятидан далолат беради. Шу ердан кўриниб турибдики, биринчидан, АЖ ва акциядорлар мазкур муносабатларнинг иштирокчилари бўлиб ҳисоблансалар, иккинчидан, юқорида кўрсатилган ҳолат АЖ ва акциядорлар ўртасидаги муносабатларни мажбурият муносабатлари сифатида раммийлаштиришни шарт қилиб қўяди.

Шуни таъкидлаш жоизки, замонавий фуқаролик-ҳуқуқий доктринада умум эътироф этилган қоидага кўра битимлар ва деликтлар (зарар етказиш) мажбуриятларни вужудга келтирувчи асосий юридик фактлар бўлиб ҳисобланади.[217] Бунда мустақил субъект сифатида АЖ ва бошқа шахс ўртасида

[216] Қаранг: Endogenously determined: Harold Demsetz & Kenneth Lehn. The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences // J. Pol. Econ. – 1985. – №93. – P.1155.

[217] Масалан, бундай қоида ЎзР ФКнинг 234-моддаси 2-қисмида назарда тутилган.

мўлжалланаётган битим тузилади ва шу битимга асосан мазкур шахс АЖга мулкий неъматлар беришга, жамият эса бунга муқобил тарзда унинг фойдасига муайян ҳаракатлар содир этиш ва дивиденд кўринишидаги тўловлар тўлаш мажбуриятини олади. Қимматли қоғозларни иккинчи марта чиқарганда фикримизча, бундай фараз ҳуқуқий жиҳатдан реал бўлиб ҳисобланади, чунки бунда акциядор ва АЖ қўшимча акцияларни сотиб олиш бўйича шартнома тарафлар сифатида чиқади. Лекин АЖни таъсис этиш вақтида, уни давлат рўйхатидан ўтказишга қадар у мавжуд бўлмайди ва ўзининг вужудга келишида АЖ ўз иродасига эмас, балки унинг муассислари иродасига боғлиқ бўлган ҳолда мажбурият олади. Умуман фуқаролик-ҳуқуқий битимни тузиш учун ҳар иккала томонинг ҳам иродаси талаб этилади, лекин АЖни таъсис этиш вақтида унинг мажбуриятлари фақат унинг муассислари томонидан белгиланади.

Иккиламчи эмиссияда ҳам деярли шундай бўлади. Ўзбекистон Республикасининг “Акциядорлик жамиятлари ва акциядорларнинг ҳуқуқларини ҳимоя қилиш тўғрисида”ги қонунга асосан қўшимча акциялар чиқариш тўғрисидаги қарор акциядорларнинг умумий йиғилиши томонидан қабул қилинади ва иштирокчилар ҳамда бошқа шахслар бу акцияларни сотиб олиш ҳуқуқига эга бўлади. Бунда шартнома гарчи расмий равишда АЖ ва акциядорлар ўртасида тузилса-да, аслида бундай шартнома тузиш бўйича АЖ иродасини акциядорларнинг ўзлари белгилайдилар, натижада юқоридагига ўхшаган ҳолат вужудга келади.

Шу билан бирга, акциядорлар АЖга ўз мулкларини топширадилар ва келжакда бу мулклар ҳуқуқий жиҳатдан АЖнинг мулкига айланади. Бунинг эвазига АЖ қуйидаги муайян мажбуриятларни ўз зиммасига олади: акциядорлар умумий йиғилиш ваколатига кирадиган барча масалалар юзасидан овоз бериш ҳуқуқи билан унда иштирок этиш, дивиденд олиш, жамият тугатилган ҳолларда эса унинг мол-мулки бир қисмини олиш каби асосий ҳуқуқларга эга бўлишади.[218] Ўз навбатида,

[218] Қаранг: Ўзбекистон Республикаси “Акциядорлик жамиятлари ва акциядорларнинг ҳуқуқларини ҳимоя қилиш тўғрисида”ги қонунининг 29-моддаси 2-банди.

акциядорларнинг мазкур ҳуқуқлари муайян тарзда ҳимояланиши лозим. Демак, акциядорлар ва АЖ ўртасидаги муносабатлар мажбурият муносабатлари хусусиятларига тўлиқ мос келмаса – да, лекин анъанавий ҳуқуқий маънода мавжуд фуқаролик-ҳуқуқий институтлар асосида мазкур муносабатлар фикримизча, мажбурият муносабатлари деб малакаланиши керак.

Айнан шунда Е.А.Суханов томонидан корпоратив муносабатлар бошқа муносабатларнинг элементи сифатида тушунтирилишининг сабабини кўриш мумкин. Гарчи акциядорлар ва АЖ ўртасидаги муносабатлар мажбурият муносабатлари сифатида расмийлаштирилса-да, акциядорларнинг АЖни бошқаришда иштирок этиши, яъни унинг иродасини белгилаши туфайли улар анъанавий фуқаролик-ҳуқуқий тушунишдаги мажбурият муносабатлари ҳисобланмайди. Шундан келиб чиқиб, Е.А.Сухановнинг фикрини инобатга олган ҳолда корпоратив ҳуқуқ мажбурият ҳуқуқи билан паралел равишда мавжуд бўлади деган фикрни илгари суришимиз мумкин. Агар акциядорлар ва АЖ ўртасидаги дивиденд тўлашга оид муносабатлар мажбурият муносабатлари сифатида белгиланадиган бўлса, у ҳолда унинг фикрича, АЖни акциядорлар томонидан бошқаришга оид муносабатларни корпоратив муносабатлар деб ҳисоблаш мумкин.

Д.В.Ломакин ҳам фикримизча, шунга ўхшаш фикр билдиради. Мазкур масалани кўриб чиқар экан у мажбурият ҳуқуқий муносабатларининг қуйидаги уч асосий белгиларини алоҳида ажратади: уларнинг мулкий ва нисбий хусусиятини, шунингдек мажбур шахсларнинг фаол ижобий ҳаракатларининг мавжудлигини. Бунда у “акциядорлик ҳуқуқий муносабатлар ва тегишли равишда аъзолик ҳуқуқлари тўлиқ ҳажмда мутлақ ҳуқуқлар доирасига ҳам, нисбий ҳуқуқлар доирасига ҳам кирмайди” деган хулосага келади[219]. Муаллиф фикрича, АЖ ва акциядорлар ўртасидаги муносабатлар аввало мажбурият муносабатларининг биринчи белгисига мос келмайди, яъни

[219] Қаранг: Ломакин Д.В. Акционерное правоотношение. – М., 1997. – С.29.

мулкий хусусият фақат дивиденд олиш ва тугатишда улуш олиш ҳуқуқларидагина мавжуд бўлади. Бундан ташқари, ахборот олиш ва ҳужжатлар билан танишиш ҳуқуқи, шунингдек АЖ ва акциядорлар ўртасидаги муносабатларнинг бир қисмини ташкил этувчи овоз бериш ҳуқуқи билан боғлиқ муносабатлар номулкий характердаги ҳуқуқлар ҳисобланганлиги сабабли мажбурият муносабатлари қаторига кирмайди.

Ўз навбатида бу борада В.А.Белов қуйидаги фикрни билдиради: “мулкий ҳуқуқлар шахснинг жамият фаолиятида мулкйи (моддий) иштирокининг воситаси бўлиб ҳисобланади. Бундай иштирок этиш жамият аъзоларининг АЖ даромади ёки уни тугатишдан кейин қолган мол-мулкини тақсимлашда иштирок этишида ифодаланиши мумкин. Бундай ҳолда моддий табиатга эга бўлган жамият ва иштирокчилар ўртасида муносабатлар мавжду бўлади”[220]. Шунингдек, В.А.Беловнинг фикрича “мулкий ҳуқуқлардан фарқли равишда бошқа барча ҳуқуқлар (жамиятни бошқаришда иштирок этиш, жамиятнинг ҳужжатлари билан танишиш ва унинг фаолияти ҳақида ахборот олиш ҳуқуқлари) ўзининг объекти бўйича моддий моҳиятга эга бўлмайди”. Шунга қарамасдан “мазкур ҳуқуқлар иштирокчиларнинг моддий манфаатдорлиги билан чамбарчас боғланган, чунки жамиятнинг умумий йиғилишида фаол иштирок этишдан асосий мақсад корпоратив сиёсатга таъсир кўрсатиш ва пировард натижада олиши керак бўлган даромадини ошириш бўлиб ҳисобланади”[221]. Шу билан бирга В.А.Белов акциядорларнинг бундай иштироки ҳар доим ҳам мулкий натижалар бермаслиги ва кўп ҳолларда акциядорлар “фақат оддий иштирок этиши“ туфайли мазкур ҳуқуқлар мулкий ҳуқуқ ҳисобланмаслигини таъкидлайди.

Фикримизча, бундай ҳолатда Д.В.Ломакин ва В.А.Белов бир томондан дивиденд ва тугатишда улуш олиш ҳуқуқи ва иккинчи томондан ахборот олиш, овоз бериш ва ҳужжатлар билан таншиб чиқиш каби ҳуқуқлардаги ўзаро муносабатларнинг табиатини инобатга олмайди. Бу масалада Д.И.Дедов қуйидаги фикрни илари суради: “баъзи олимларнинг (масалан,

[220] Ўша жойда. –143 Б.
[221] Ўша жойда. – 144 Б.

А.М.Эрделевскийнинг[222]) акциядорларнинг иштирок этиш ҳуқуқига шахсий номулкий ҳуқуқларнинг бир тури сифатида қараши номақбул ҳисобланади”[223]. Унинг фикрича, бундай тушуниш аввало акциядорлар Қонун ва ФКга асосан эга бўладиган мажбурият ҳуқуқи моҳиятини нотўғри талқин этиш билан боғлиқ. Акциядорлар “улар ашёвий ҳуқуқларнинг вужудга келиши билан боғлиқ бўлмаслиги ҳам мумкин, лекин улар ўзида бошқа шахсга нисбатан акциядорлар манфаатларида бирор ҳаракатлар қилиш (масалан, жамият томонидан акциядорнинг уммий йиғилиш ва овоз беришда иштирок этиш ҳуқуқининг таъминланиши) билан боғлиқ муайян талабларни акс эттириши мумкин.[224]

Ўз моҳиятига кўра акциядорларнинг мазкур ҳуқуқларини уларнинг ўзини ҳимоя қилиш ҳуқуқи сифатида кўриб чиқаяпмиз. Акциядорлик жамияти томонидан йирик битим тузилганлиги ҳақидаги ахборотнинг ошкор этилишини бунга мисол сифатида олиш мумкин. Қонуннинг 90-моддаси 3-қисмига кўра битим тузиш тўғрисида қарор қабул қилинаётган санада жамият активлари баланс қийматининг эллик фоизидан ортиқ қийматни ташкил этувчи мол-мулк хусусида йирик битим тузиш тўғрисидаги қарор акциядорлар умумий йиғилиши томонидан йиғилишда қатнашаётган овоз берувчи акциялар эгалари бўлган акциядорларнинг тўртдан уч қисмдан иборат кўпчилик овози билан қабул қилинади. АЖнинг жорий битимлари эса одатда жамиятнинг ижро органи томонидан тузилади. Лекин ўз навбатида бундай битимлар АЖ мулкининг жуда катта қисмини ташкил этади ва уларда бирор камчилик бўлган тақдирда, бу ҳолат мазкур мулкнинг қўлдан чиқарилиши ва АЖнинг тугатилишига ҳамда тегишли тарзда акциядорлар акцияларининг қиймати йўқолишига олиб келиши мумкин. Шунинг учун бундай битимни тузиш чоғида ҳам жамиятнинг ижро органи акциядорларни хабардор қилиши ва улар мазкур битимни баҳолаб, уни фойдасиз деб топган ҳолларда битим тузилишига қарши овоз беришлари мумкин. Бундан ахборотга

[222] Қаранг: Эрделевский А.М. Указ. соч. – С.47.
[223] Қаранг: Башкинскас В.Ю., Дедов Д.И., Карелина С.А. Указ. соч.– С.147.
[224] Ўша жойда.

бўлган ҳуқуқ ва овоз бериш ҳуқуқи акциядорларнинг мулкий манфаатларини амалга ошириш учун уларга ўз-ўзини ҳимоя қилишида восита бўлиб хизмат қилади деган хулосага келиш мумкин.

Юқоридагилардан акциядорларнинг номулкий ҳуқуқлари аслида уларнинг мулкий ҳуқуқлари Билан чамбарчас боғлиқлилиги кўриниб турибди. Масалан, қандайдир ишни яратган муаллиф мазкур ишга нисбатан мутлақ мулкий ҳуқуқлар билан бир қаторда автоматик тарзда номулкий ҳуқуқларни – уни муаллиф деб топиш ҳуқуқини ҳам қўлга киритади.[225] Агар бунда муаллифнинг мулкий ҳуқуқлари уни мазкур ишдан муаллиф розилигисиз тижорат мақсадларида ноқонуний фойдаланишдан ҳимоя қилса, унинг номулкий ҳуқуқлари мазкур иш муаллифи титулини бирор шахс томонидан ўзлаштириб олинишидан ҳимоя қилади.[226] АЖ билан боғлиқ ҳолатда эса акциядорларнинг барча ҳуқуқлари фикримизча, пировард натижада ягона объектга – акциядорлик жамиятида улуш киритиш натижасида вужудга келган мулкий ҳуқуқларига қаратилади.

Д.В.Ломакин ёки В.А.Беловнинг фикрларига асосланадиган бўлсак, у ҳолда муайян маҳсулотни сотиб олиш битимини тузатёган вақтда харидорнинг маҳсулот сифати ёки унинг бошқа бирор хусусияти ҳақида ахборот олиш ҳуқуқини номулкий ҳуқуқ сифтиада малакалаш лозим бўлади. Агар харидор маҳсулотнинг хусусиятларини акс эттирувчи ахборотлардан ҳар доим ҳам фойдаланмаса, бу ҳолат харидорнинг мазкур ахборотни олиш ҳуқуқини номулкий деб топиш учун асос ҳисобланмайди. Шундан келиб чиқиб, фикримизча, Д.В.Ломакиннинг АЖ ва акциядорлар ўртасидаги муносабатлар акциядорларда ахборот олиш, овоз бериш каби ҳуқуқларнинг мавжудлиги туфайли мажбурият муносабатлари ҳисобланмаслиги борасидаги фикри етарли даражада асосланмаган. Қонунга асосан АЖ, унинг раҳбарияти

[225] Масалан, ФКнинг 1033- моддаси (Интеллектуал мулк обьектларига нисбатан мулкий ва номулкий ҳуқуқлар)

[226] Қаранг: Landes W.M., Posner R.A. An Economic Analysis of Copyright Law // Journal of Legal Studies. – 1999. – №7(16). – P.18.

акциядорларнинг мазкур ҳуқуқларини амалга оширишларини таъминлашлари лозим, акс ҳолда бу ҳолат уларнинг мулкий ҳуқуқларига тўғридан-тўғри зарар етказилиши мумкин.

Д.В.Ломакиннинг фикрича иштирокчилар ҳуқуқлари ўз фаолиятининг ҳамма босқичларида ҳам муаяйн талабларни ўзида акс эттирмайди. Йиллик йиғилиш томонидан тегишли қарор қабул қилинмагунга қадар, яъни даромадни тақсимлаш ёки дивидендларни эълон қилиш вақтигача талаб қилиш предмети мавжуд бўлмайди ва АЖ иштирокчиси одатда у ёки бу молия йилида жамият унга тўлаши лозим бўлган даромад улуши миқдорини билмайди. Акциядорларда мавжуд ягона имконият бу - дивидендларни эълон қилиш масаласини ҳал этишда иштирок этиш ҳуқуқи бўлиб, Д.В.Ломакиннинг фикрича, бу ҳуқуқ мулкий қимматга эга бўлмайди.[227]

Шундай қилиб, Д.В. Ломакин хулосаларига асосан ягона мақсадга эга бўлган муносабатлар мазкур мақсадга эришиш босқичларидан келиб чиққан ҳолда турли табиатга эга бўлиши мумкин. Дивидендлар эълон қилингунига қадар акциядорларнинг мазкур дивидендларга нисбатан ҳуқуқлари корпоратив хусусият касб этса, улар эълон қилинганидан кейин, яъни дивидендларнинг аниқ моддий қиммати белгилангандан кейин мазкур ҳуқуқлар мажбурият хусусиятига эга бўлади.[228]

Фикримизча, Д.В.Ломакин дивидендлар эълон қилинганидан кейин улар акциядорларнинг мулкига ёки Е.А.Суханов таъкидлаганидек уларнинг активларига айланишини инобатга олмайди.[229] Албатта, бу дивидендлар дарҳол акциядорларнинг тасарруфига ўтмайди, лекин моддий ва кўп ҳолларда пул шаклида ифодаланадиган дивидендларнинг янги эгалари (акциядорлар) пайдо бўлади. Дивидендларни қўлга киритгунга қадар эса акциядорларда АЖдан мулкий неъматларни бериш билан боғлиқ эмас, балки акциядорларга уларнинг дивидендга нисбатан мулк ҳуқуқини амалга ошириш учун шароит яратиш билан боғлиқ ҳаракатлар қилишни талаб қилиш ҳуқуқи мавжуд бўлади. Бундан шундай

[227] Қаранг: Белов В.А., Пестерева Е.В. Указ. соч.– С.134–136.
[228] Ўша жойда. – 135 Б.
[229] Қаранг: Гражданское право: В 2 т. – Т.I. – С.229.

хулосага келиш мумкинки, дивидендлар эълон қилинганидан кейин акциядорларнинг ҳуқуқлари Д.В.Ломакин ўйлаганидек мажбурият хусусиятига эмас, балки ашёвий хусусиятга эга бўлади ва ашёвий-ҳуқуқий ҳимоя қилинади.

П.В. Степанов Д.В.Ломакиннинг фикрига қарши равишда қуйидаги фикрни илгари суради: “дивиденд олиш ҳуқуқи, худди тугатишда улуш олиш ҳуқуқи каби ўз мавжудлигининг барча босқичларида фақат корпоратив ҳуқуқ ҳисобланади ва ҳеч қандай шароитларда мажбурият муносабатларига “айланмайди” ҳамда акциядорлар умумий йиғилишининг қарори ва унинг тугатилганлиги факти акциядорлар томонидан ўзларининг дивиденд ва тугатиш улушини олиш билан боғлиқ корпоратив ҳуқуқини амалга ошириш учун шароит бўлиб ҳисобланади”.[230]

Шуни алоҳида таъкидлаш жоизки, фуқаролик ҳуқуқининг асосий мақсади – унинг субъектлари иқтисодий манфаатларини ҳимоя қилиш бўлиб ҳисобланади. Фуқаролик ҳуқуқида ҳуқуқий муносабатларни таснифлаш эса мазкур ҳуқуқий муносабатларни ҳимоя қилиш усулларига боғлиқ бўлади. Бу борада Е.А.Суханов қуйидаги фикрни билдиради: “мутлақ ва нисбий ҳуқуқий муносабатларни амалий жиҳатдан чегаралаш шу билан изоҳланадики, мутлақ ҳуқуқ бузилган тақдирда ҳимоя ва жавобгарлик воситалари хоҳлаган шахсга, нисбий ҳуқуқ бузилганда эса фақат аниқ бир шахсга нисбатан қўлланилиши мумкин... Бунда қонунчиликда фуқаролик-ҳуқуқий ҳимоя чораларнинг икки мустақил йўналиши шаклланади: биринчиси мутлақ ҳуқуқни, иккинчиси нисбий ҳуқуқни ҳимоя қилишга мўлжалланган бўлади”[231].

Биз бу ерда акциядорларнинг АЖ билан қонуний рсмийлаштирилган муносабатларидан келиб чиқмоқдамиз. Масалан, Е.В.Пестереванинг фикрича, “корпоратив ҳуқуқлар мажбурият ҳуқуқлари билан бир қаторда субъектив фуқаролик ҳуқуқи тизимига кирувчи нисбий ҳуқуқлар деб тан олиниши ва мажбурият ҳуқуқлари билан қўшилиб кетмаслиги лозим”[232].

[230] Қаранг: Степанов П.В. Указ. автореф. – С.10, 20–22.
[231] Қаранг: Гражданское право: В 2 т. – Т.I. – С.101.
[232] Қаранг: Белов В.А., Пестерева Е.В. Указ. соч.– С.139.

Балки бу муносабатларни мажбурият муносабатлари сифатида таърифлаш мажбуриятларнинг стандарт тушунилишига қаршидир, лекин ҳар қандай ҳолда ҳам бу муносабатлар нисбий ҳисобланади ва акциядорларнинг ахборот олиш ёки АЖни бошқаришда иштирок этиш каби ҳуқуқлари бузилишида АЖ жавобгарликка тортилганлиги сабабли акциядорларнинг умлкий ҳуқуқларига зарар етказиши мумкин бўлган АЖнинг акциядорларга нисбатан ҳаракати акциядорлар ҳуқуқларини ҳимоя қилиш предмети бўлиб ҳисобланади.

Ўз мулкини АЖга топшириш натижасида акциядорлар ўзларининг асосий ҳуқуқларидан бири бўлган ва Ажни ташкил этишнинг асосий мақсади ҳисобланган дивиденд олиш ҳуқуқини қўлга киритадилар. АЖ ўзининг тадбиркорлик фаолиятида акциядорлар томонидан берилган муклдан фойдаланади ва олинган даромаднинг бир қисмини уларга дивиденд сифатида беради. Қонуннинг 53-моддаси 1-қисмига асосан “дивиденд фойданинг солиқлар ва мажбурий тўловлар тўланганидан, қайта инвестиция амалга оширилганидан сўнг акциядорлар жамияти ихтиёрида қоладиган, акциядорлар ўртасида тақсимланиши керак бўлган қисми”. Пировард натижада АЖ ўзининг барча мажбуриятлари бўйича акциядорларга акцияларни сотиш ҳисобидан уларнинг улушлари асосида шаклланган жамиятнинг низом жамғармасини ташкил этувчи мол-мулк билан жавоб беради.

Акциядорларнинг ҳуқуқлари бузилган ҳолларда ҳам жавобгарлик АЖ зиммасида бўлади. Қонуннинг 58-моддасида кўрсатилганидек “эмитент акциядорларнинг умумий йиғилиши белгилаган муддатларда дивидендларни ўз айби билан тўламаган тақдирда тўланмаган ва тўлиқ олинмаган дивидендлар юзасидан Марказий банк белгилаган такрор молиялаш ставкалари бўйича пеня ёзилади. Акциядорлик жамияти эълон қилган дивидендларни тўлашни акциядор суд тартибида талаб қилишга ҳақлидир. Талаб рад этилган тақдирда, жамиятга нисбатан қонун ҳужжатларида белгилаб қўйилган тартибда тўловга қобилиятсизликни бартараф этиш ёки банкрот бўлган деб эълон қилиш тадбири қўлланилади.”

Юқоридагилардан кўриниб турганидек, акциядорларга

дивиденд тўлаш билан мажбуриятдан ташқари АЖ зиммасига пеня тўлаш ҳам юклатилиши мумкин. Демак, АЖ акциядорлар билан уларнинг ўзидан олинган воситалар ҳисобидан ҳисоб-китоб қилади.

АЖнинг кредит мажбуриятларидан ташқари соф активлари унинг низом жамғармасидан кўп бўлган ва мавжуд воситалар акциядорлар билан ҳисоб-китоб қилиш учун етарли бўлмаган ҳолларда ҳам АЖ барча тўловларни, шу жумладан олинган кредитлар бўйича фоизлар, жарима, неустойка кабилар учун тўловларни акциядорларнинг воситалари ҳисобидан амалга оширади[233].

2.2. Корпоратив муносабатларнинг ҳуқуқий моҳияти

Юқорида таъкидланганидек, акциядорлар ва АЖ ўртасидаги муносабатларни фақатгина мавжуд фуқаролик-ҳуқуқий институтлар доирасида изоҳлаш фуқаролик ҳуқуқининг классик стандартларига мос келмайди.

Ҳуқуқий нуқтаи назардан корпоратив муносабатлар нималарни ўзида акс эттиради? Биринчи навбатда шуни таъкидлаш жоизки, акциядорлар айнан ўзлари эгалик қилаётган акциялар туфайлигина акциядор сифатидаги ўзларининг мақомига эга. Бунда акциялар фуқаролик ҳуқуқида икки хил табиатга эга бўлади, яъни акциялар мулк ва акциядорнинг АЖда иштирокини тасдиқловчи ҳужжат ҳисобланади, ўз навбатида бундан корпоратив муносабатларда акциядорларнинг икки ҳуқуқий – субъектлилик мақоми келиб чиқади.

Акцияларнинг мулк сифатида чиқиши сабаби, фикримизча, биринчи навбатда фонд бозорлари ривожланиши ва бундай турдаги “маҳсулотга” бўлган талабнинг ортиши натижасида

[233] Қимматли қоғозлар бозори фаолиятини мувофиқлаштириш ва назорат қилиш Маркази томонидан акциядорлик жамиятлари ва инвестициявий институтлар фаолияти текширилиши натижасида аниқланган қоидабузарликларга нисбатан биргина 2003 йилда қарийб 174 млн. сўм миқдордаги иқтисодий санкция қўлланилган. Қаранг: ЎзР ДМҚнинг 2003 йилги Ахборотномаси – Т., 2004. – 8 - илова.

уларнинг иқтисодий аҳамияти ўзгариши бўлди.[234] Т.Б.Бердникованинг фикрича, “қимматли қоғозлар – бу бозордав муомалада бўладиган ва цулкий муносабатларни ўзида акс эттирадиган ўзига хос маҳсулот”.[235] Бу борада Е.А.Суханов қуйидаги фикрни билдиради: “ривожланган иқтисодиётда нафақат нарсалар, балки мулкий ҳуқуқлар, шу жумладан махсус ҳужжатларда ўз ифодасини топган қимматли қоғозлар ҳам ҳуқуқ объекти бўлиб ҳисобланади.”.[236] Маҳсулот муомаласининг объектига айланган ҳолда қимматли қоғозлар, шу жумладан, акциялар ашёвий ҳуқуқнинг бошқа объектлари сингари ҳуқуқий ҳимояга эга бўлади. ФКнинг 83-моддасига асосан кўчмас мулк жумласига кирмайдиган мол-мулк кўчар мулк (пуллар ва қимматли қоғозларни инобатга олган ҳолда) ҳисобланади. Бундан тегишли равишда акциядор акцияларнинг мулкдори мақомини олар экан, мутлақ ҳуқуқлар эгаси бўлиб қолади деган хулосага келиш мумкин.

Лекин бунда АЖ низом жамғармаси иштирокчиси сифатида акциядорларнинг мулкий ҳуқуқларини тасдиқловчи акцияларнинг янада соддалаштирилган табиати мавжудлигини ҳам назардан четда қолдирмаслик лозим.

Фикримизча, нафақат акциялар акциядорларнинг ҳуқуқларини тасдиқловчи ҳужжат ҳисобланиши нуқтаи назаридан, балки тегишли манфаатларга эга бўлган мулк эгалари сифатида акциядорлар мулкий ҳуқуқларининг иқтисодий таъсири жиҳатидан мазкур ҳолат бирламчи бўлиб ҳисобланади. Мазкур ҳолатда манфаат деганда акциядорларнинг моддий фаровонлигини ошириш маъносидаги мулкий манфаат тушунилади. Одатда, АЖни молиялаштириш, яъни АЖ фаолиятининг моддий асоси сифатида унинг низом жамғармасини шакллантириш орқали акциядорлар киритилган воситалар бўйича АЖ томонидан муайян муқобил ижрони

[234] Қаранг: Tricker R.I. Corporate Governance. Dartmouth Publishing Company. – England: Aldershot, 2000. – P.248.

[235] Қаранг: Бердникова Т.Б. Рынок ценных бумаг и биржевое дело: Учебное пособие. – М., 2000. – С.9; Michael Barclay & Clifford Holderness. Private Benefits from Control of Public Corporations // J. Fin. Econ. – 1989. – №25. – P.371.

[236] Қаранг: Гражданское право: В 2т. – Т.I: Учебник /Под ред. Е.А. Суханова. 2-е изд. – М.: "БЕК", 2002. – С.314.

кутади. Агар масалага янада кенгроқ ва мантиқан ёндашадиган бўлсак, муайян тадбиркорлик лойиҳасини молиялаштирувчи ҳар қандай инвестор сингари акциядорлар ҳам табиий равишда ўзлари киритган улушнинг муайян давр мобайнида янада кўпроқ қайтарилишига умид қилади. Демак, тадбиркорлик фаолиятидан олинадиган фойданинг унча кўп бўлмаслиги ва бунинг қилинган харажатларни қоплаш учун узоқ муддат талаб этиши ёки баъзи ҳолларда фойданинг умуман бўлмаслиги, мулкий ҳуқуқлар эгаси сифатида акциядорларнинг АЖ билан бўладиган муносабатларида фойдасиз ҳолатда эканликларидан далолат беради. Акцияларнинг қиммати акциядорлар томонидан қўлга киритилган мулкий ҳуқуқларнинг қанчалик фойдали бўлишига боғлиқ бўлади.[237] Айнан акциядорлик жамияти акцияларининг фонд бозорида юқори баҳоланиши биринчи навбатда мазкур жамият фаолиятининг унумдорлигига боғлиқ бўлади.[238]

Айтайлик, акциянинг номинал қиймати (уни чиқариш вақтида АЖ томонидан белгиланган қиймати) 20 долларга тенг бўлган бўлса, вақт ўтиши билан АЖ фаолиятининг юқори даражада унумдорлиги туфайли, ҳар бир акцияга нисбатан йиллик дивиденд миқдори ўртача 80 долларни ташкил этади. Бу ҳар бир акциядор киритган улушини биринчи тўрт ойликдаёқ қайтариб олиши мумкинлигини билдиради (бу албатта жуда хаёлий бўлиб туюлади). Ўртача бозор ўлчовларига асосан бу етарли даражада тез олинадиган юқори даромад бўлиб, бундай “олтин тухум қўювчи товуқ” учун, яъни мазкур АЖ акциялари учун янада каттароқ суммаларни қўювчи шахслар шубҳасиз топилади. Мазкур акцияларни уларнинг бирламчи сотилишида сотиб олган акциядор бу акцияларни бир йилгина ўз эгалида сақлаб турган ҳолда акцияни сотиб олган маблағига қўшимча равишда 60 доллар даромад олади ва алоҳида мулк тури бўлган қимматли қоғозлар мулкдори сифатида акциядорларнинг

[237] Қаранг: Roberta S. Karmel. Turning Seats into Shares: Causes and Implications of Demutualization of Stock and Futures Exchanges // Hastings Law Journal. – 2002. – №53. – P.367–428.

[238] Бу муносабатларни амалга оширишнинг аниқ бир жойи эмас, балки акцияларга нисбатан мутлақ ҳуқуқларни эгаллаш ва бегоналаштириш борасидаги муносабатлар йиғиндиси назарда тутилмоқда.

фаровонлиги ошишини англатадиган, акцияларни номинал баҳосига нисбатан анча қимматроқ сотади.

Лекин кўп ҳолларда умуман қарама-қарши ҳолат келиб чиқади. Акциядорлар АЖ акциясини сотиб олиш орқали унга ўз маблағларини киритди. Лекин АЖ фаолиятининг самарсиз натижаси туфайли АЖ акциядорларга хеч қандай дивиденд бера олмади. Демак, акциядорлар ўз пулларини “ҳавога совурдилар”. Албатта, қандай бўлмасин акциядор ўз маблағини қайтариш ва ўзига тегишли акцияларни сотишга уринади. Лекин фақат маблағни сарфлашга олиб келадиган бундай акцияларни бирор киши сотиб олиши гумон. Тегишинча, бундай акциялар нархи, ҳатто уларнинг номиал қийматидан ҳам пасайиб боради. Натижада акциядор 20 долларга сотиб олган акциясини 10 ёки ундан ҳам кам қийматга сотиши мумкин. Пировардида у нафақат АЖни молиялаштиришдан бирор фойда олмайди, балки шу билан бирга катта зарар ҳам кўради.

Бу ерда акциядорлар ҳуқуқларининг икки тоифаси, яъни акциядорларнинг мулки сифатида уларнинг мутлақ ҳуқуқлари ҳамда акциядорларнинг АЖ иштирокчиси сифатидаги ҳуқуқларининг ўзаро боғлиқлигини кўриш мумкин. Фикримизча, бундай ўзаро боғлиқликда акциядорларнинг АЖ иштирокчиси сифатидаги ҳуқуқлари нафақат акциядорларнинг АЖда иштирок этиши туфайли, балки АЖ билан бўладиган муносабатларда акциядорлар ҳуқуқларини амалга оширишнинг истиқболлари уларнинг қонуний – моддий манфаатларига ёки фуқаролик ҳуқуқий тилда ифодаланганда, акциялар мулкдори сифатида акциядорларнинг мулкий ҳуқуқларига бевосита таъсир кўрсатиши туфайли ҳам бирламчи ўрин эгаллайди. Бу акциядорларнинг акцияларга нисбатан (мулк сифатидаги) ҳуқуқлари нафақат классик фуқаролик ҳуқуқи билан, балки акциядорнинг АЖдаги мулкий иштирокидан келиб чиқадиган корпоратив ҳуқуқ билан ҳам ҳимоя қилиниши мумкинлигини билдиради.

Бундан нафақат АЖнинг мулки иштирокчиси сифатида акциядорларнинг мулкий ҳуқуқларини амалга ошириш билан боғлиқ муносабатлар, балки улар томонидан мулк ҳуқуқи объекти сифатида акцияларга эгалик қилиш билан боғлиқ

муносабатлар ҳам корпоратив муносабатларнинг объекти ҳисобланади деган хулосага келиш мумкин. Бу акцияларнинг нарса сифатида мулк ҳуқуқидаги фойдаланиш ҳуқуқи элементи нуқтаи назаридан мутлақ ҳуқуқларнинг бошқа объектларидан фарқланиши билан изоҳланади. Тегишинча, ашёвий ҳуқуқларнинг бошқа барча объектларидан фарқли равишда акциянинг фойдали хусусиятларини олдиндан белгилаш қийин.[239] Ахир ҳар бир қимматли қоғознинг самаралиги мазкур қимматли қоғозда мустаҳкамланган ҳуқуқлар, мулкий объектлар ва улар натижаларининг қиммати билан белгиланади. Лекин қимматли қоғозлар бозорида акцияларнинг қимматини белгилаш етарли даражада аниқ белгилаш жуда қийин, чунки улар акцияларнинг баҳосини эмас, балки фақатгина дивидендга нисбатан мулкий ҳуқуқларни ўзида мустаҳкамлайди. Шунинг учун амалиётда (иккиламчи қимматли қоғозлар бозорида) қимматли қоғозларнинг самарадорлигини кўп ҳолларда АЖнинг қай даражада акциядорлар манфаатларига хизмат қилиши, яъни уларнинг ҳуқуқлари қандай ҳимоя қилинганлигини кўрсатувчи олдинги тўланган дивидендларга қараб баҳолашади.

Бунда, корпоратив муносабатларни ҳуқуқий тартибга солиш учун икки тоифадаги ҳуқуқлар ўртасида ўзаро иқтисодий боғлиқлик амалий аҳамиятга эгами деган савол туғилиши табиий. Фикримизча, бундай ўзаро боғлиқлик шубҳасиз мавжуд. Буни АЖ фаолияти билан боғлиқ муносабатларни тартибга солишнинг хориж ва миллий тажрибаси ҳам тасдиқлайди. Корпоратив сингдириш (бир АЖ томондан иккинчисининг сезиларли даражадаги акциялар пакетини сотиб олиши орқали назоратни қўлга киритиши) билан боғлиқ муносабатларни ҳуқуқий тартибга солиш бунга ёрқин мисол бўлади. Баъзи нормаларни инобатга олмаганда, Ўзбекистон Республикаси қонунчилигида мазкур муносабатларни тартибга солиш бўйича аниқ қонунчилик сиёсати мавжуд эмас. Хорижий ҳуқуқий амалиётда эса мазкур соҳада акциядорларнинг юқорида кўрсатилган ҳуқуқлари, яъни АЖда иштирок этиш ва маҳсулот

[239] Қаранг: Edward Rock. Securities Regulation as Lobster Trap: A Credible Commitment Theory of Mandatory Disclosure // Cardozo L. Rev. – 2002. – №23. – P.675, 690.

айланмаси предмети сифатида чиқадиган уларнинг акцияларга нисбатан мулк ҳуқуқлари ўртасидаги ўзаро боғлиқлик албатта инобатга олинади.

Ўзбекистон Республикасида қимматли қоғозларни тартибга солиш бўйича ҳуқуқий нормалар тузилиши инвесторлар, шу жумладан акциядорларнинг ҳуқуқларини ҳимоя қилишни ўз олдига мақсад қилиб қўйган ҳолда нафақат қимматли қоғозларни чиқариш ва улар бўйича ахборотларни ошкор қилиш муносабатларини балки иккиламчи фонд бозоридаги муносабатларини ҳам қамраб олиши бунинг яна бир асоси бўлиб ҳисобланади.

Шуни алоҳида таъкидлаш лозимки, юқорида кўрсатилган ўзаро боғлиқлик қимматли қоғозларнинг барча тоифаларида ҳам мавжуд бўлмайди. Масалан, Е.А.Сухановнинг таъкидлашича, “қимматли қоғозларнинг иқтисодий мазмунга асосланган шундай иқтисодий турлари ҳам мавжуд. Шу нуқтаи назардан савдо (пул), маҳсулот тақсимловчи (маҳсулотга оид) ва инвестициявий қимматли қоғозлар фарқланади”. Бу борадаги фикрини қуйидагича давом эттиради: “инвестициявий қимматли қоғозлар даромадларнинг йиғилиш восита сифатида фонд бозорига хизмат кўрсатишга мўлжалланганлиги сабабли кўп ҳолларда уларни фонд (ёки эмиссион) қимматли қоғозлар деб аташади."[240]

Е.А.Суханов томонидан акция ва олигация каби қимматли қоғозларни инвестициявий қимматли қоғозлар қаторига киритилиши фикримизча, қонунчиликдаги эмиссион қимматли қоғозларнинг ҳар қандай мулкдорлари инвесторлар ҳисобланиши билан боғлиқ қоиданинг ифодаси бўлди.[241] Лекин кўриниб турганидек, мазкур таснифлашда инвестициялар тушунчаси нисбатан кенг қўлланилган.

Акция ҳам облигация ҳам юридик шахслар томонидан[242] ўзининг тадбиркорлик фаолиятини молиялаштириш учун

[240] Қаранг: Гражданское право. – С.319–320.

[241] Қаранг: “Қимматли қоғозлар бозорида инвесторларнинг ҳуқуқлари ва қонуний манфаатларини ҳимоя қилиш тўғрисида”ги 12.02.1999 йилда қабул қилинган РФ Қонуни. http://lin.ru

[242] Қаранг: 02.09.1993 йилда қабул қилинган “Қимматли қоғозлар ва фонд биржаси тўғрисида”ги қонуннинг 3-моддаси 1-қисми //. "Норма" АҲТ.

чиқариладиган қимматли қоғозлар бўлиб ҳисоблганлиги сабабли, эмиссион деб аталган. Қонуннинг 54-моддасида “жамият йилнинг ҳар чорагида, ҳар ярим йилда ёки йилига бир марта жойлаштирилган акциялар бўйича дивидендлар тўлаш тўғрисида, агар ушбу Қонун ва жамият уставида ўзгача қоида белгиланмаган бўлса, қарор қабул қилишга (эълон қилишга) ҳақлидир”. Дивидендлар жамиятнинг жорий йилдаги соф фойдасидан тўланади. Бу қоидалардан қуйидаги хулосаларга келиш мумкин:

– биринчидан, фақатгина акциядорлар АЖнинг мулки бўлиб қоладиган ва у ўзининг тадбиркорлик фаолиятида фойдаланадиган жамиятнинг низом жамғармасини молиялаштирадилар;

– иккинчидан, фақатгина акциядорлар АЖ тадбиркорлик фаолиятидаги муваффақиятсизликлар ёки мажбурият муносабатларида АЖнинг қарздор бўлиши билан боғлиқ йўқотишлар таваккалчилигига эга бўлади;

– учинчидан, оддий акциялар акциядорлари, уларга бошқа воситалар (масалан захира жамғармаси ёки низом капитали) ҳисобидан эмас, айнан жамиятнинг соф фойдаси ҳисобидан тўланадиган дивиденд шаклидаги даромадга эга бўлади, яъни акциядорларнинг фаровонлиги АЖ тадбиркорлик фаолиятининг муваффақиятлилигига боғлиқ бўлади, акс ҳолда АЖ уларга (имтиёзли акциялар эгаларидан ташқари) бирор маблағ тўлаш мажбуриятига эга бўлмайди.

Қонуннинг 32-моддасига кўра қонун ҳужжатларида назарда тутилган облигациялар ва бошқа қимматли қоғозларни жамият ўз уставига мувофиқ жойлаштиришга ҳақли. “Қимматли қоғозлар ва фонд биржаси тўғрисида”ги қонуннинг 5-моддаси 1-қисмига асосан “Облигациялар уларнинг эгаси пул маблағлари берганлигини тасдиқ этувчи ва қимматли қоғозларнинг белгиланган қийматини уларда кўрсатилган муддатда, қайд этилган фоиз тўланган ҳолда, башарти облигацияларни чиқариш шартларида ўзгача қоидалар назарда тутилмаган бўлса, қоплаш мажбуриятини тасдиқловчи қимматли қоғозлардир”. Бундан шундай хулосага келиш мумкинки, акциялардан фарқли равишда облигациялардан келадиган

даромад қайд этилган ва у мазкур қимматли қоғознинг номинал қийматига боғлиқ бўлади. Бу АЖ ўз фаолиятининг даромадлилигидан қатъий назар облигациялар учун ҳақ тўлашга мажбурлигини ва облигациялар жамиятнинг низом жамғармасини ташкил этмаганлиги сабабли тегишли равишда облигацияни чиқариш натижасида олинган воситалар улар томонидан ўз мажбуриятларини бажариш учун фойдаланилиши мумкин эмаслигини билдиради. Мазкур икки хулосани умумлаштирган ҳолда, шундай фикрга келиш мумкинки, акциядорлардан фарқли равишда облигация сақловчилари АЖ фаолиятининг муваффақиятсизлиги ва АЖ мажбурият муносабатларига киришган ҳолларда бирор бир таваккалчиликларга эга бўлмайди. АЖнинг облигация сақловчилари билан бўладиган муносабатлари шубҳасиз қарз, ёки янада стандарт иқтисодий ва ҳуқуқий тилда айтганда, кредит-мажбурият муносабатлари ҳисобланади. Облигациялар чиқариш орқали акциядорлик жамияти уни сотишдан тушган маблағни акциядорлар мулки сингари ўзига мулк қилиб олмасдан, қайтариши лозим бўлган воситаларни бор йўғи қарзга олади[243].

Е.А.Суханов қимматли қоғозларнинг мазкур икки турини муайян пул суммасини талаб қилиш ҳуқуқини ўзида акс эттирадиган пулли (облигациялар) ва компаниянинг ишларида иштирок этиш ҳуқуқини акс эттирувчи корпоратив (акциялар) сифатида фарқлайди. Бундай таснифлашда фикримизча, РФ Фуқаролик кодексида берилган облигацияларнинг кредит шартномалари сифатидаги тушунчаси ўз аксини топган. Шубҳасиз бундай таснифлаш остида муайян асослар мавжуд. Юқорида таъкидланганидек, облигациялар аниқ қарз хусусиятига эга бўлади, яъни АЖда бирор бир даврда моддий воситаларга эҳтиёж сезилса, у мазкур воситаларни бошқа шахслардан облигациялар чиқариш йўли билан ҳамда муайян фоизлар билан қайтариш шарти билан қарзга олади. Акция эгалари эса компаниянинг ишларида иштирок этиш каби бир вақтнинг ўзида бир қатор ҳуқуқларни қўлга киритади.

[243] “Облигация” сўзи лотин тилидан келиб чиққан бўлиб, “қарз, мажбурият” деган маъноларни англатади.

Жаҳон тажрибаси далолат беришича, мазкур қимматли қоғозларни таснифлашда бундай омиллар иқтисодий жиҳатдан энг самарали омиллар бўлиб ҳисобланмайди. АҚШда акциядорлар корпорцияни бошқаришда ёлланган бошқарувчиларга тўлиқ ишонган ҳолда пассив иштирок этишади,[244] яъни бу мамлакатда акциядорларнинг бошқарув билан боғлиқ ҳуқуқлари, масалан, акциядорлар томонидан ўзини ҳимоя қилиш учун ишлатиладиган ахборотларни ошкор қилишнинг мажбурийлиги унча муҳим аҳамиятга эга бўлмайди.[245] Шунинг учун XX асрнинг бошларида “акциядорларнинг фаоллиги” (shareholder activism) тушунчаси келиб чиқди.[246].

Назарияда ҳам, амалиётда ҳам юқорида келтирилган таснифлашнинг сабаби турли хилдаги қимматли қоғозлар эгаларида мавжуд бўладиган юқори даражадаги таваккаличилик билан тушунтирилади.[247] Бунда инвестиция киритиш воситаси сифатида акция ва облигациялардаги таваккалчилик даражаси жиддий фарқ қилади. Жаҳоннинг ривожланган мамлакатлари амалиётида одатда ўз воситаларини муваффақиятли жойлаштирган акциядорлар облигация сақловчиларига нисбатан ўзларининг қимматли қоғозларидан анча кўп даромад оладилар ва аксинча акциядорларнинг таваккалчилик даражаси облигация сақловчиларининикига нисбатан анча юқори бўлади.[248] Умумий қилиб айтганда, йўқотиш таваккалчилиги қанча юқори бўлса, қимматли қоғозлар эгаларининг даромад олиш имконияти шунча юқори бўлади. Бунда, акциялардан фарқли равишда облигациялар таъминланган қимматли қоғозлар ҳисобланади

[244] Қаранг: Robert Cooter & Bradley J. Freedman. The Fiduciary Relationship: Its Economic Character and Legal Consequences // NY. U.L. Rev. – 1991. – №66. – P.1045, 1054–1056.

[245] Қаранг: Ronald Gilson. The Globalization of Corporate Governance: Convergence of Form or Function // American Journal of Comparative Law. – 2001. – №49. – P.329–357.

[246] Қаранг: Daniel R. Fischel and Michael Bradley. The Role of Liability Rules and the Derivative Suit in Corporate Law: A Theoretical and Empirical Analysis // Cornell L. Rev. – 1988. – №71. – P.261.

[247] Қаранг: Daniel J.H. Greenwood. Fictional Shareholders: For whom are Corporate Managers Trustees, Revisited // S. Cal. L. Rev. – 1996. – №69. – P.1021.

[248] Қаранг: William T. Allen. Securities Markets as Social Products: The Pretty Efficient Capital Market Hypothesis // J. Corp. L. – 2003. – №28. – P.551.

ва АЖ мулки мазкур таъминот сифатида хизмат қилади. Акциядорлар ҳар қандай ҳолатда ҳам таъминланган бўла олмайдилар, чунки бу уларнинг ўзлари томонидан киритилган мулк ҳисобидан таъминланишига олиб келади. Натижада акциядорларнинг корпорация фаолиятини бошқаришда иштирок этиши (фақат улар ўз ҳуқуқларини ҳимоя қила олишларигача бўлган даражада ва АЖга ҳамда бошқа акциядорларга зарар етказмаган ҳолда) уларнинг мулкий манфаатларини таъминлашнинг ягона энг мақбул усули бўлиб ҳисобланади.

Қонунда мустаҳкамланган акциядорлар умумий йиғилишининг хусусияти бунинг яққол далили ҳисобланади. Қонуннинг 65-моддасига мувофиқ акциядорлар умумий йиғилишининг мутлақ ваколатларига қуйидагилар киради:

- жамият уставига ўзгартишлар ва қўшимчалар киритиш ёки жамиятнинг янги таҳрирдаги уставини тасдиқлаш;
- жамиятни қайта ташкил этиш;
- жамиятни тугатиш, тугатиш комиссиясини тайинлаш ҳамда оралиқ ва якуний тугатиш балансларини тасдиқлаш;
- жамият кузатув кенгашининг миқдор таркибини белгилаш, унинг аъзоларини сайлаш ва уларнинг ваколатларини муддатидан илгари тўхтатиш;
- эълон қилинган акцияларнинг энг кўп миқдорини белгилаш;
- жамиятнинг устав фондини кўпайтириш ва камайтириш;
- ўз акцияларини қайтариб сотиб олиш;
- агар жамият уставига кўра жамият ижроия органини тузиш (сайлаш, тайинлаш, ёллаш ва ҳоказо), унинг ваколатларини муддатидан илгари тўхтатиш жамият кузатув кенгашининг ваколатларига киритилмаган бўлса, ана шу масалаларни ҳал қилиш;
- жамият тафтиш комиссиясининг аъзоларини (тафтишчини) сайлаш ва уларнинг ваколатларини муддатидан илгари тўхтатиш;

– аудиторлик текшируви ўтказиш тўғрисида, аудиторлик ташкилотини ва унинг хизматига тўланадиган ҳақ миқдори чегарасини белгилаш тўғрисида қарор қабул қилиш;

– жамиятнинг йиллик бизнес-режасини, йиллик ҳисоботларини, бухгалтерия балансларини, фойда ва зарарлари ҳисобварагини тасдиқлаш, унинг фойда ва зарарларини тақсимлаш;

– акцияларга айирбошланадиган қимматли қогозларни сотиб олишда акциядорнинг имтиёзли ҳуқуқини қўлламаслик тўғрисида Қонунда назарда тутилган қарорни қабул қилиш;

– умумий йиғилиш регламентини тасдиқлаш;

– акцияларни майдалаш ва йириклаштириш;

– Қонунда назарда тутилган ҳолларда битимлар тузиш;

– Қонунда назарда тутилган ҳолларда жамиятнинг мол-мулк сотиб олиши ва мол-мулкни бегоналаштириши билан боглиқ йирик битимларни тузиш;

– Қонунда назарда тутилган бошқа масалаларни ҳал этиш.

Шу ерда қонунда акциядорлар умумий йиғилишининг мутлақ ваколатига киритилган масалалар ҳал қилиш учун жамият ижроия органига берилиши мумкин эмаслиги алоҳида мустаҳкамланган.

Кўриниб турганидек, мазкур ваколатлар жамият фаолиятида асосий аҳамиятга эга бўлганлиги[249] сабабли АЖда акциядорлар мақоминнинг бундай юқори даражага кўтарилганлигидан жамиятда уларнинг асосий инвестор

[249] Акциядорлар умумий йиғилишининг юқорида санб ўтилган ваколатларига роя этиш умумий равишда АЖ ва хусусий равишда акциядорлар (айниқса миноритар акциядорлар) манфаатларини ҳимоя қилиш учун муҳим аҳамият касб этади. Шу билан бирга амалиётда қонуннинг АЖ умумий йиғилишини ўтказиш жараёнини тартибга солиш билан боғлиқ нормаларининг бузилиши кўп учратилади. ЎзР ҚҚБФМНМ томонидан 2002-2003 йилларда Ўзбекистон бўйича 91 та ҳолатда акциядорлар умумий йиғилишини ўтказиш муддатларини бузиш, 164 та ҳолатда умумий йиғилишда ишончномасиз иштирок этиш, 215 та ҳолатда овоз бериш бюлетенларининг мавжуд эмаслиги, 33 та ҳолатда йиғилиш кворумига амал қилмаслик, 262 та ҳолатда умумий йиғилиш ўтказиш тўғрисидаги ахборот ва йиллик ҳисоботларни ОАВда эълон қилмаслик, 250 та ҳолатда дивидендларни тўламаслик каби қонунбузарликлар аниқланган.(Қаранг: ЎзР ДМҚнинг 2003 йил ахборот-таҳлилий бюллентени – Т., 2004. -8-илова.). Биргина шу мисолдан ҳам акциядорларнинг қонунда мустаҳкамланган ҳуқуқлари амалитда қандай бузилаётганлигини кўриш мумкин.

сифатида ҳуқуқлари чекланмаган деган хулосага келиш мумкин. Лекин, АЖнинг жорий хўжалик фаолиятини бошқариш ҳуқуқи АЖ умумий йиғилиши ваколатларига киритилмаган ва юқорида кўрсатилган нормалардан келиб чиқиб, акциядорларнинг уммий йиғилиши йирик ва манфаатдорлик мавжуд бўлган битимлар тузишдан ташқари, бундай фаолиятни бошқаришда иштирок эта олмайди. Лекин АЖнинг жорий хўжалик фаолиятини бошқариш ҳуқуқи АЖ умумий йиғилиши ваколатлари доирасига киритилмаган ва юқорида кўрсатилган нормалардан келиб чиқиб, акциядорларнинг умумий йиғилиши йирик ва манфаатдорлик билан боғлиқ битимлар тузишдан[250] ташқари бундай фаолиятда иштирок эта олмайди.

Масалан, умумий йиғилишнинг йирик битимларни тасдиқлаш бўйича ваоклатини оладиган бўлсак, Қонуннинг 90-моддаси 3-қисмига кўра битим тузиш тўғрисида қарор қабул қилинаётган санада жамият активлари баланс қийматининг эллик фоизидан ортиқ қийматни ташкил этувчи мол-мулк хусусида йирик битим тузиш тўғрисидаги қарор акциядорлар умумий йиғилиши томонидан йиғилишда қатнашаётган овоз берувчи акциялар эгалари бўлган акциядорларнинг тўртдан уч қисмдан иборат кўпчилик овози билан қабул қилинади. Бу акциядорлар учун уларнинг акциялари қимматини тушириш хавфини келтириб чиқариши мумкин бўлган уларнинг АЖ томонидан тузиладиган ҳар қандай битимни ҳам тасдиқлай олмасликларини билдиради.

Демак, гарчи акциядорларга бериладиган бошқарув функциялари уларга баъзи масалаларда АЖнинг иродасини аниқлаш имкониятини берса, бу ҳуқуқлар кундалик маъно бироз бошқача бўлади, яъни улар ўзларининг мулкий манфаатлари энг қўпол равишда бузилишини бартараф этишга ҳаракат қилиш билан чекланиб, АЖнинг бутун хўжалик фаолиятини бошқаришда иштирок эта олмайдилар. Шундан баъзи муаллифлар томонидан акциядорларнинг бошқарув ҳуқуқларини номулкий ҳуқуқлар деб таъкидлаши мантиқсизлиги

[250] Қаранг: Қонунинг 65-моддаси 16-17 қисмлари.

кўринади.[251]

Шу билан бирга шуни алоҳида таъкидлаш жоизки, Ўзбекистон Республикаси қонунчилигида АЖ умумий йиғилиши ваколатлари худди РФ қонунинг 48 ва 69-моддаларида[252] назарда тутилган чекловларга эга, яъни акциядорларнинг (ёки акциядорлар гуруҳининг) ижро органларининг жорий фаолиятига асоссиз аралашиши, бунинг натижасида мазкур органлар фаолияти тўхташи ва АЖ ҳамда бошқа акциядорлар манфаатларига зарар етказилиши мумкинлиги назарда тутилмаган. Бундай чеклашларни Аж низомида белгилаш мукин эди. Лекин Қонуннинг 65-моддаси 1-қисмига асосан низом фақат АЖ умумий йиғилишининг қарори билангина ўзгаритирилиши мумкин. Шунинг учун фикримизча, мазкур норманинг Қонунда назарда тутилши мақсадга мувофиқ ҳисобланади.

Фикримизча, АЖ умумий йиғилишини ўтказиш билан боғлиқ яна бир масала алоҳида эътиборни талаб этади. Қонуннинг 64-моддаси 5-қисмига асосан акциядорларнинг умумий йиғилиши ўтказиладиган сана ва уни ўтказиш тартиби, йиғилиш ўтказилиши ҳақида акциядорларга хабар бериш тартиби, акциядорларнинг умумий йиғилишини ўтказишга тайёргарлик вақтида акциядорларга бериладиган материаллар (ахборотлар) рўйхатини жамиятнинг кузатув кенгаши белгилайди. Қонуннинг 72-моддасида эса акциядрларнинг навбатдан ташқари умумий йиғилишини ўтказиш тартибини тартибга солар экан, юқорида назарда тутилган қоидаларни ўзида акс эттирмайди.

Бу ҳолат амалиётда машҳур низоларни келтириб чиқаради. Масалан, “Кимёқишлокмаш” ОАЖнинг 0,1% акциясига эгалик

---

[251] Қаранг: Ломакин Д.В. Акционерное правоотношение. – М., 1997. – С. 30. Е.В. Пестерева мазкур ҳуқуқларни номулкий, лекин мазкур ҳуқуқларнинг бошқага ўтказилиши туфайли шахсий хусусиятга эга бўлган ҳуқуқлар деб баҳолаган. Қаранг: Белов В.А., Пестерева Е.В. Хозяйственные общества. – М.: АО "Центр ЮрИнфоР", 2002. – С.65.

[252] РФ Федерал қонунининг 48-моддаси 3-қисмида “акциядорларнинг умумий йиғилиши мазкур қонунда унинг ваколатларига киритилмаган масалаларни кўриб чиқиши ва бу масалалар юзасидан қарор қабул қилиш ҳуқуқига эга эмас” деб кўрсатилган. Қонуннинг 49-моддаси 1-қисмида эса “жамиятнинг жорий фаолиятига раҳбарлик унинг якка тартибдаги (директор, бош директор) ёки коллегиал тартибдаги (бошқарув) ижро органи томонидан амалга оширилади” деб кўрсатилган.

қилувчи бир гуруҳ акциядорлар 2003 йил апрелда Тошкент шаҳар миробод туман фуқаролик ишлари бўйича туманлараро судига даъво аризаси билан мурожаат этиб, унда "Кимёқишлокмаш" ОАЖ акциядорларининг 14.02.2003 йилда ўтказилган навбатдан ташқари умумий йиғилишининг мазкур ОАЖни "Агрегат заводи" ОАЖга қўшиб юбориш йўли билан қайта ташкил этиш тўғрисидаги қарорини бекор қилишни сўрашган. Ўз даъволарини улар мазкур йиғилишни ўтказиш ҳақида етарли даражада хабардор қилинмаганликлари ва бунинг натижасида унда иштирок эта олмаганликлари билан асослаганлар. Миробод туман туманлараро суди даъвони кўрмасдан қолдирди, ундан кейин Тошкент шаҳар судининг фуқаролик ишлари бўйича коллегияси акциядорларнинг апелляция талабларини қондиришни рад этди. Бунда акциядорлар ўз шикоятларида Қонуннинг 64-моддаси 5-қисмига асоссиз асосланаётганликлари, чунки мазкур модда акциядорларнинг навбатдаги умумий йиғилишлари ўтказилишини тартибга солиши, навбатдан ташқари умумий йиғилиш ўтказиш тартиби эса Қонуннинг 72-моддасида кўрсатилганлиги кўрсатилган.

Фикримизча, бу бартараф этилиши лозим бўлган Қонуннинг 72-моддасидаги камчиликдир, чунки юқорида келтирилган мисолдан кўриниб турганидек, акциядорларнинг навбатдан ташқари умумий йиғилиши акциядорлар ва АЖнинг муҳим масалаларини, шу жумладан АЖни қайта ташкил этиш, унинг бошқа жамиятларга қўшилиши каби масалаларни ҳал қилиши мумкин. Тегишинча бундай ҳолларда акциядорлар ўзларининг ҳуқуқлари ҳимоя қилинганлигига ишонч ҳосил қилган бўлишлари лозим.[253]

Акциядорларнинг яна бир асосий ҳуқуқларидан бири ҳисобланган АЖнинг фаолияти ҳақида ахборт ҳуқуқини оладиган бўлсак, Қонуннинг 105-моддасига асосан "жамият қонун ҳужжатларида белгиланган тартибда бухгалтерия ҳисоб-китобини юритиши ва молия ҳисоботини тақдим этиши шарт". Қонуннинг 107-моддасида эса жамият Қонун 106-моддасининг

[253] Қаранг: Тошкент шаҳар хўжалик судининг 2003 йилги архив маълумотлари.

биринчи қисмида назарда тутилган ҳужжатлардан (жамиятнинг мол-мулкка нисбатан ҳуқуқини тасдиқловчи ҳужжатлар, жамиятнинг филиали ёки ваколатхонаси тўғрисидаги низом, йиллик молиявий ҳисобот, кузатув кенгаши ва тафтиш комиссияси йиғилиш баённомалари каби) акциядорлар фойдалана олишлари учун имконият таъминлаб бериши, бухгалтерия ҳисоб-китобига доир ҳужжатлар ва жамиятнинг коллегиал ижроия органи мажлисларининг баённомалари бундан мустасно кўрсатилган. Бундай ҳужжатлар билан эркин танишиб бўлмасликнинг сабаби мазкур ҳужжатларда АЖнинг рақобатчилари учун сир ҳисобланган маълумотларнинг мавжудлиги билан тушунтирилади.[254] Бундай ҳужжатларнинг акциядорлар учун очиқлиги уларнинг кенг жамоатчилик учун очиқлигидан далолат беради. Рақобатчи ҳисобланган АЖнинг бор-йўғи бир дона акциясини сотиб олиш орқали бундай ахборот билан танишиш ҳуқуқини қўлга киритиш ва натижада бошқа барча акциядорлар ва умуман АЖга зарар етказиши мумкин. Тегишинча, акциядорлар уларнинг АЖ фаолиятига таъсир кўрсатишининг чекланганлигидан далолат берувчи жамиятнинг ҳатто хўжалик фаолиятига доир ахборотларга нисбатан ҳам чекланган танишиш ҳуқуқига эга.[255]

Натижада ҳақли бир савол туғилади – агар акциядорлар АЖ номидан чиқмаса, унда ким бу вазифани бажаради? Ўзбекистондаги мавжуд корпоратив бошқарув тизимида АЖнинг кузатув кенгаши чекланган доирада шундай вазифани бажаради. Масалан, Қонуннинг 82-моддасига асосан

[254] Қаранг: Daniel R. Fischel. Use of Modern Finance Theory in Securities Fraud Cases Involving Actively Traded Securities // Bus. Law. – 1982. – №38. – P.1.

[255] Шу муносабат билан, фикримизча, қуйидаги фактларни мисол келтириш мақсадга мувофиқ ҳисобланади. Биргина 2002-2003 йилларда ҚҚБФМНМ маълумотларига кўра Ўзбекистон бўйича АЖларда 333 та ҳлатда акциялар эмиссияси проспектини эълон қилмаслик, 52 та ҳолатда ҳатто назорат қилувчи органларга ҳам йиллик ҳисоботларни тақдим этмаслик 273 та ҳолатда акциядорларга дивиденд тўланиши ҳақидаги хабарни ОАВда эълон қилмаслик каби қонунбузарлик ҳоллари аниқланган. .(Қаранг: ЎзР ДМҚнинг 2003 йил ахборот-таҳлилий бюллентени – Т., 2004. -8-илова.) Республикадаги 4116 та АЖдан 232 тасининг 2003 йилги фаолият якунлари бўйича акциядорларнинг умумий йиғилиши умуман ўтказилмаган. Бундай ҳолларда акциядорларнинг ахборот билан таъминланганликлари борасида қандай сўз юритиш мумкин?

жамиятнинг кузатув кенгаши ўз ваколатлари доирасида АЖ фаолияти устидан раҳбарликни амалга оширади. Англо-американ тизимидаги директорлар кенгашидан фарқли равишдамазкур орган акциядорларнинг вакиллик органи вазифасини бажаради[256] ва шу йўл билан унинг роли АЖ фаолияти устидан акциядорлар кузаувчисига таққосланади. Агар Қонуннинг 86-моддаси 6-қисмига эътибор қаратадиган бўлсак, у ерда қуйидаги қоидани кўрамиз “жамиятнинг яккабошчилик асосидаги ижроия органи (директор) жамият номидан ишончномасиз иш юритади, шу жумладан унинг манфаатларини ифода этади, жамият номидан битимлар тузади, штатларни тасдиқлайди, жамиятнинг барча ходимлари бажариши мажбурий бўлган буйруқлар чиқаради ва кўрсатмалар беради.” Шундан қилиб, АЖнинг жорий хўжалик фаолияти устидан раҳбарлик қилган ҳолда ва АЖ номидан ишончномасиз иш юритиш ҳуқуқига эга бўлган ҳолда ижро органи деярли АЖнинг раҳбарий органига айланади. Бундай ижро орган кўпгина мамлакатларда бошқарув деб аталади.

АЖнинг самарадорлиги асосан бошқарувчиларга боғлиқ бўлганлиги сабабли шу ердан корпоратив ҳуқуқ тизимининг қурилиш мантиқини анивлаш мумкин. Масалан, фақат АЖнинг органларини оладиган бўлсак, шуни таъкдлаш жоизки, акциядорларнинг умумий йиғилиши қарор қабул қилишни бошқарувчиларга топшириб бўлмайдиган асосий масалаларни ҳал қилиш учун чақирилади, бошқа томондан эса умумий мажлис бошқарувчиларнинг фаолияти ҳақида ҳисоботларни қабул қилиш билан ўзига хос кузатувчи вазифасини ҳам бажаради. Лекин акциядорларнинг тарқалиш даражаси юқори бўлган ҳолларда акциядорларнинг умумий йиғилишини чақириш жуда мураккаб бўлиб, узоқ вақт талаб этади. Шунинг учун кузатув кенгаши АЖнинг доимий вакиллик органи ҳисобланади ва доимий равишда фаолият юритувчи умумий йиғилишнинг

[256] Қаранг: Macey Jonathan R. Corporate Law and Corporate Governance: A Contractual Perspective // J. Corp. L. – 1993. – №18. – P.200–204; Faith Stevelman. Kahn Pandora’s Box: Managerial Discretion and the Problem of Corporate Philanthropy // UCLA L. Rev. – 1997. – №44. – P.579, 605–609.

ўзига хос ўрнини босувчи орган ҳисобланади.[257] Тафтиш комиссиясини кузатув кенгашига паралел равишда фаолият юритувчи, лекин жамият фаолиятини молиявий мониторинг орқали кузатувчи орган сифатида тавсифлаш мумкин.

Акциядорларнинг бошқарув ҳуқуқлари гарчи улрага АЖнинг иродасини аниқлаш имкониятини берса-да, амалда улар бошқарув ҳуқуқлари ҳисобланмайди. Акциядорларнинг бошқарув ҳуқуқлари аслида акциядорларнинг барча ҳуқуқлари орасида марказий ўринни эгалловчи дивиденд олиш ҳуқуқининг ҳосиласи ҳисобланади.

Бундай тузилиш албатта тасодифий эмас ва АЖ фаолиятини тартибга солишнинг объектив зарурати натижасида пайдо бўлган. Е.А.Суханов таъкидлашича, “иштирокчиларнинг нисбатан кенг доирасига мўлжалланган ҳолда акциядорлик шакл жамиятнинг ижро органларига бегона капитални тасарруф этиш билан боғлиқ кенг, баъзида назорат қилинмайдиган ваколатлар берган ҳолда улар фаолияти устидан ҳақиқий назоратга эга бўлади. Ахир оддий акциядорлар фақат дивиденд олишдан манфаатдор бўлади ва кўп ҳолларда тадбиркорлик фаолияти билан таниш бўлмаган ҳолда жамиятни бошқаришга, шу жумладан умумий йиғилиш ишида иштирок этишга интилмайдилар ҳам. Шунинг учун акциядорлик қонунчилигининг жамият кредиторлари манфаатларини ҳимоя қилиш борасидаги асосий вазифаларидан бири акциядорларнинг манфаатларини ҳимоя қилиш бўлиб қолмоқда."[258]

Хорижда акциядорлар ҳуқуқларни таъминлаш билан боғлиқ бундай муаммо мутахассислар томонидан алоҳида таҳлилни талаб этадиган агентлик муаммоси ёки эгалик ва бошқаришнинг бўлиниш концепцияси сифатида таърифланади.[259]

---

[257] Қаранг: E. Norman Veasey. The Emergence of Corporate Governance as a New Legal Discipline // The Business Lawyer. – 1993. – №48. – P.1276.

[258] Қаранг: Гражданское право.– С.231.

[259] Қаранг: Williamson Oliver E. The Modern Corporation: Origins, Evolution, Attributes // Journal of Economic Literature. – 1981. – №19. – P.1537–1568.

2.3. Агентлик муаммоси

Бутун XX аср давомида хорижий адабиётларда “агентлик муаммоси” ҳамда эгалик ва бошқаришнинг бўлиниши концепцияси асосий назария сифатида қаралди. Бу ҳодиса оммавий тадбиркорлик манфаати, яъни АЖ билан боғлиқ соҳага тегишли бўлиб ҳисобланади.[260] Мазкур тушунча биринчи марта 1932 йилда Берл ва Минс томонидан илмий адабиётларда қўлланилди. Улар акциядорлар АЖнинг ҳақиқий мулкдорлари ҳисобланса-да, уларнинг мулкларини ёлланган бошқарувчилар бошқариши ва натижада эгалик ва бошқарувнинг бўлиниши юз беришини,[261] шунингдек акциядорлар корпорациянинг ижро органлари томонидан қарор қабул қилинишида унча ката бўлмаган ёки эгри назорат ваколатларига эга бўлишларини таъкидлашган.[262]

Лекин эгалик ва бошқарувнинг бўлиниши концепцияси Адам Смит даврларидан бошлаб нотинчли келтириб чиқара бошлади. 1776 йилдаёқ А.Смит ўзининг “Миллатлар бойлиги” номли асарида акциядорлик жамиятлари ҳақида фикр юритиб, бегона нарсаларнинг бошқарувчиси бўлган бундай компанияларнинг директорларидан хусусий ширкатда ҳамкорлар мулкка ғамхўрлик қиладиган даражадаги эътиборни кутиб бўлмаслигини таъкидлайди.[263] Бой одамнинг хизматкорларига ўхшаб улар ўз хўжайинлари манфаатларига унча эътибор қаратмасликка мойил бўлади ва осонлик билан ўз манфаатларида ҳаракат қилишни мақбул деб ҳисоблашади. Шунинг учун бундай компаниянинг ишларини бошқаришда совуқонлик ҳар доим устун бўлади ва натижада акциядорлик капиталидаги компаниялар ташқи савдода хусусий

[260] Қаранг: Himmelberg Charles P., Glenn Hubbard R. and Inessa Love. Investor Protection, Ownership and the Cost of Capital. – Mimeo: Columbia University, 2001.
[261] Қаранг: Adolf Berle Jr. and Gardner C. Means. The Modern Corporation and Private Property. – NY: Macmillan, 1932.
[262] Қаранг: Thomas R. Hurst & Larry J. McGuinness. The Corporation, the Bondholder and Fiduciary Duties // J.L.&Com. – 1991. – №10. – P.187, 205.
[263] Қаранг: Frankforter S.A., Berman S.L. and Jones T.M. Boards of Directors and Shark Repellents: Assessing the Value of an Agency Theory Perspective // Journal of Management Studies. – 2000. – №37(3). – P.321–348.

корхоналарга нисбатан тегишли рақобатни таъминлай олмайдилар.[264]

Эгалик ва бошқаришнинг бўлиниши шароитларида мулк эгаси/бошқарувчи қуйидаги икки асосий белгига эга бўлади: биринчидан, мулк эгаси/бошқарувчи компанияни бошқариш бўйича қарор қабул қилади, ва иккинчидан, компаниянинг даромадини талаб қилиш ҳуқуқига эа бўлади.[265] Оммавий эгалик қилинадиган йирик корпорацияларда акциядорлар қолдиқ талабларга эга бўлсалар-да, лекин бошқарув қарорлари қабул қилиниши устидан етарли даражада тўғри назорат қилиш ҳуқуқидан маҳрум этилган бўладилар. Тегишинча, бошқарувчилар корпорацияларда назоратга эга бўлса-да, уларда нисбатан кам қолдиқ талаблар мавжуд бўлади.[266]

Акциядорлар томонидан назоратнинг (жамоавий ҳаракатлар ёки мувофиқлаштиришнинг) етарли эмаслиги эркин ўзлаштириш (free-rider) муаммосининг вужудга келишига сабаб бўлади.[267] Оммавий эгалик қилинадиган корпорацияларда акциядорларнинг корпорацияни бошқариш бўйича ҳуқуқлари чекланган бўлади. Улар корпорациянинг кундалик бошқарувчида иштирок этиш ҳуқуқига эга бўлмасликлари билан бир қаторда унинг тадбиркорлик сиёсатини ҳам аниқлай олмайдилар. Гарчи акциядорлар директорларни сайлаш ҳуқуқига эга бўлсалар-да, овоз бериш механизми бошқарувчилар томонидан назорат қилинади. Масалан, АҚШда бошқарув акциядорларнинг позициясига сезиларли даражада таъсир кўрсатиш имкониятига эга бўлади.[268] Шунга қарамасдан, акциядорларнинг жамоавий ҳаракат қилиш муаммоси мавжуд бўлмаганда, овоз бериш назоратнинг самарали қуроли бўлиб

[264] Қаранг: Adam Smith. The Wealth of Nations. Book 5. Chapter 1. Part 3. Art. 1. – 1776.
[265] Қаранг: Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel. Corporate Control Transactions // Yale L.J. – 1982. – №91. – P.698, 710.
[266] Қаранг: Fama E. and Jensen M. Separation of Ownership and Control // The Journal of Law and Economics.– June, 1983. – XXVI. – P.301–350.
[267] Қаранг: E. Norman Veasey. The Defining Tension in Corporate Governance in America // The Business Lawyer. – 1997. – №52. – P.393, 401.
[268] Қаранг: Ralph K Winter Jr. State Law, Shareholder Protection, and the Theory of the Corporation // Journal of Legal Studies. – 1977. – №6. – P.251.

ҳисобланар эди.[269] Акциядорларнинг жамоавий ҳаракат қилиш муаммоси овоз беришни назоратнинг самарали механизми сифатидаги ролини сусайтиради ва кўп ҳолларда уни инкор этади. Акциядор корпорациянинг амалдаги бошқарув таркибини ишдан бўшатиш тўғрисида қарор қабул қилар экан, муқаррар равишда жиддий харажатларга дуч келади, бунинг устига унинг ҳақиқий моддий ютуғи унинг компанияни самарали бошқариш учун қилган харажатларига нисбатан унча сезиларли бўлмайди.[270]

Фирма назарияси ўзининг тўлиқсиз шартномалар ва агентлик назарияси каби кейинги ҳодисалари орқали корпоратив муаммолар келиб чиқишининг яхши тушунчаси берди. Фикримизча, фирма назарияси ўз моҳиятига кўра эгалик ва бошқарувнинг бўлиниши концепциясини ўрганишнинг мантиқий давоми бўлди. Мазкур назарияда асосий эътибор корпорацияларнинг фаолиятига қаратилади ва унинг асосида корпорацияни акциядорлар ва бошқарувчилар ўртасида тузилган шартнома ёки фирма назарияси тили билан айтганда шартномалар бирикиши сифатида қараш ётади.[271] Л.Корнхаузер таъкидлашича, “шартномаларнинг бирикиши термини нафақат ҳуқуқ тушунчасини, балки ҳуқуқ соҳаси тушунчасини ўзгартириб юборган инқилобий шиор бўлди”[272].

Амалга оширилган таҳлил копорацияларни ҳуқуқий тартибга солиш муаммоларини ўрганиш жараёнида корпорациялар фаолиятининг баъзи мураккаб масалаларини ҳал қилувчи фирма назариясининг асосий концепциялари услубий асос сифатида қабул қилинганлигини кўрсатди. Мазкур назария ёрдамида корпорация ичида фаолиятни ташкил этиш билан боғлиқ кўпгина муаммолар, шу жумладан акциядорлар ва бошқарувчилар, шунингдек акциядорлар ўртасидаги ўзаро

[269] Қаранг: Laura Lin. The Effectiveness of Outside Directors as a Corporate Governance Mechanism: Theories and Evidence // N.W.U.L. Rev. – 1996. – №90. – P.898, 914.
[270] Қаранг: Jay W. Lorsch & Elizabeth Maciver. Pawn or Potentates: The Reality of America’s Corporate Boards. – 1989. – P.17–18.
[271] Қаранг: Fama Eugene F. Agency Problems and the Theory of the Firm // Journal of Political Economy. – April, 1980. – Vol. 88. – №2. – P.288–307.
[272] Қаранг: Lewis A. Kornhauser. The Nexus of Contracts Approach to Corporations: A Comment on Easterbrook and Fischel // Colum. L. Rev. – 1989. – №89. – P.1449–1458.

муносабатлар муаммолари кўриб чиқилди ва натижада корпоратив ҳуқуқ фанида “агентлик муаммоси” тушунчаси келиб чиқди

Мазкур концепция биринчи марта машҳур олим Рональд Коузнинг ишларида ёритилган бўлса-да,[273] фақатгина XX асрнинг 70-йилларига келиб у О.Вильямсон томонидан корпоратив фаолиятни ўрганиш жараёнида амалий жиҳатдан қўлланилди.[274] Унинг ривожланиши корпоратив жиҳатдан мулк ҳуқуқи, ахборот ва ноаниқлик каби ҳуқуқий назарияларни ўрганишни рағбатлантирди, пировард натижада корпорация сингари иқтисодий ташкилотлар моҳиятини тўлиқ тушунишга олиб келди.

Кейинчалик фирма назарияси умумий жиҳатдан икки йўналишда: принципал (хўжайин) – агент ва тўлиқсиз шартномалар назарияси йўналишларида ривожланди. Тарихий жиҳатдан принципал – агент назарияси ёки бошқача қилиб айтганда агентлик назарияси анча эрта мавжуд бўлган акциядор ва бошқарув муносабатлари борасидаги мунозаралардан келиб чиқди.[275] Берл ва Минснинг Америка АЖларида эгаликнинг бошқарувдан ажратилиши борасидаги хулосаларини давом эттирган ҳолда бошқарувга асосланган назариялар фирманинг ўзини тутишини бошқарув мақсадларини максимал даражага етказиш (АЖнинг ўлчами ва ўсиши) сифатида ва даромадни чеклаш ҳисобидан қайта ишлаб чиқдилар.[276]

XX асрнинг 70-йиллари мобайнида ниҳоят расмий равишда агентлик назарияси пайдо бўлди (унинг асосчиси Росс бўлди).[277] Ўзининг турли кўринишларида мазкур назария принципал (мулкдор) ва аниқ белгиланган вазифа асосида ҳаракат қилувчи

[273] Қаранг: Ronald Coase. The Nature of the Firm // Economica. – 1937. – №4. – P.386–405.
[274] Қаранг: Williamson Oliver E. Transaction Cost Economics: The Governance of Contractual Relations // Journal of Law and Economics. – 1979. – №22. – P.233–261.
[275] Қаранг: Berle A. and Means G. Op. cit.
[276] Қаранг: Williamson Oliver E. Managerial Discretion and Business Behavior // American Economic Review. – 1963. – №53. – P.1032–1057.
[277] Қаранг: Macey Jonathan R. An Economic Analysis of the Various Rationales for Making Shareholders the Exclusive Beneficiaries of Corporate Fiduciary Duties // Stetson Law Review. – 1991. – №21. – P.23 ff.

агент (бошқарувчи) ўртасидаги муносабатларни кўриб чиқади. Бунда агентлик назарияси бошқарувчилар учун шартномалар қандай тузилиши кераклиги ва тегишли мақсадга эришиш учун бошқарувчилар ҳаракатларини асослантиришда бошқарувчилар учун рағбатларни таъминлаш каби масалаларни тадқиқ этади. У бошқарувчиларни рағбатлантирувчи шартномаларни тузишда эътиборга олиниши лозим бўлган асосий омилларни тушунтиришга ҳаракат қилади.

Агентлик назарияси якка тартибдаги иқтисодий агентлар ўзларининг шахсий даромадларини максимал даражага етказадиган ҳаракатларни танлайдилар деган фикрга асосланган. Замонавий корпорациялар доирасида корпоратив қарорларни қабул қилувчи индивидумлар (бошқарувчилар) билан мазкур қарорларнинг моддий оқибатларини бошидан кечирувчи индивидумлар (акциядорлар) ўртасида бўлиниш мавжуд бўлади. Бунда улар ўртасида манфаатлар тўқнашуви имконияти келиб чиқади.[278] Дженсен ва Меклинг фикрича, эгалик тузилишининг ўзгариши акциядорлар ва бошқарувчилар манфаатларини яқинлаштирган бир вақтда, АЖнинг қиммати эгаликнинг бирлашиши билан ошади.[279] Бошқача қилиб айтганда, эгаликнинг бирлашишини оширишга сарфланган харажатлар агентлик харажатларини қисқартиришдан олинган даромадга нисбатан кам бўлса, бу ҳолат баъзи акциядорларни АЖда бирлашган эгаликни қўлга киритишга ундайди. Бунда Дженсен ва Меклинг агентлик харажатларини принципал томонидан сарфланган назорат харажатлари сифатида белгилайди. Икки томон ўртасида муайян ахборот номутаносиблигининг мавжудлиги ва натижада принципал агентнинг фаолиятини тўғридан тўғри назорат қила олмаслиги ёки бошқа ҳолда агент принципалга маълум бўлган ҳолатнинг баъзи жиҳатларини билиши асосий хулоса бўлиб ҳисобланади.[280]

[278] Қаранг: Jensen Michael C. and Meckling William H. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure // Journal of Financial Economics. – October, 1976. – Vol.3. – №3. – P.305–360.
[279] Ўша жойда.
[280] Ўша жойда.

Шунинг учун агентлик назариясига бағишланган адабиётларда “пинҳона ҳаракат” ва “пинҳона ахборот” моделлари фарқланади.[281] Албатта, принципал агент ҳаракатлари сифатини унинг фаолияти натижаларига қараб баҳолаши мумкин. Лекин ноаниқлик шароитларида натижалар агентлар фаолияти унумдорлигини кўрсатувчи идеал кўрсатгич ҳисобланмайди. Агентларга принципални муайян белгиланган сумма билан таъминлаш ва ўзлари ҳам қолдиқ ҳисобидан мукофотланиш имкониятини берувчи шартнома муаммонинг ечими бўлиши мумкин.[282] Муаммонинг бошқа ечимлари ҳам бўлиши мукин, лекин улар нисбатан кўп харажат талаб этади. Бир корпорациянинг иккинчисини ўзига сингдириши таҳдиди[283], маҳсулот бозоридаги рақобат ва бошқарувчилар меҳнат бозорининг босими туфайли агентлар интизомли бўлади, яъни самарали ишлашга мажбур деб тахмин қилинади.[284]

Тўлиқсиз шартномалар назариясига асосан шартномада ҳамма ҳолатларни ҳам олдиндан кўриб бўлмайди. О.Харт Ж.Мурнинг фикрича, меҳнат шартномаси корпорациянинг моҳиятини ташкил этади ва унда қўлланиладиган ҳокимият тўлиқсиз шартномаларнинг натижаси бўлиб ҳисобланади. Бу қуйидагилар билан изоҳланади: биринчидан, тўлиқ шартномани тузиш ҳаддан ташқари харажат талаб эта ёки умуман мумкин эмас, иккинчидан, ҳокимият кутилмаган ҳодисаларга мослашиш мақсадида мавжуд бўлади.[285]

Бунда тўлиқсиз шартномалар назарияси агентлик назарияси сингари ягона мақсад – агентлик муаммосини тушунтиришга эга бўлади. Унинг моҳияти молия ва бошқарувнинг бўлиниши ёки бошқача қилиб айтганда эгалик ва

[281] Қаранг: John Farrar. Globalisation, the New Financial Architecture and Effective Corporate Governance // Corporate Governance in Australia and New Zealand. – 2001. – Chapter 34. – P.429.

[282] Қаранг: Hart O. Firms, Contracts and Financial Structure. – Oxford: Clarendon Press, 1995. – P.152.

[283] Қаранг: Manne H. Mergers and the Market for Corporate Control // Journal of Political Economy. – 1965. – №73. – P.110–120.

[284] Қаранг: Fama Eugene F. Agency Problems and the Theory of the Firm // Journal of Political Economy. – April, 1980. – Vol.2. – №88. – P.288–307.

[285] Қаранг: Hart O. and Moore J. Incomplete Contracts and Renegotiation // Econometrica. – 1988. – №56. – P.755–786.

бошқарувнинг бўлинишидан иборат бўлади. Тадбиркор ёки бошқарувчи инвесторлар томонидан ишлаб чиқаришни ривожлантиришга ҳисса қўшиш ёки АЖга киритган ўз улушларини нақд шаклда қайта олиш учун молиялаштириш олади. Инвесторлар ўзларининг улушларидан фойда олишлари учун бошқарувчининг ихтисослаштирилган билим ва тажрибаси муҳим бўлиб ҳисобланади. Бошқарувчи эса етарли даражада капиталга эга бўлмаганлиги сабабли ўз навбатида инвесторларнинг молиялаштиришларига эҳтиёж сезади. Лекин ўз ресурсларини киритган инвесторлар бошқарувчилардан қиймати ва баҳоси бўлмаган оддий қоғоздан ташқари бирор нарса олишларига қандай қилиб ишонишлари мумкин? Шу маънода агентлик муаммоси инвесторларнинг ресурслари ўзлаштирилмаслиги ёки истиқболсиз лойиҳаларга сарфланмаслигини таъминлаш имкониятига эга.

Асосан инвесторлар ва бошқарувчилар бошқарувчининг жамғармаларни нима қилиши ҳамда улар ва инвесторлар ўртасида даромад тақсимланишини белгилайдиган шартнома тузадилар. Кўпинча тузилган шартнома тўлиқ ва ҳар томонлама бўлади ҳамда тегишли самара беради деб тахмин қилинади. Лекин келажакда содир бўлиши мумкин бўлган барча воқеаларни олдиндан кўриш ва тегишинча тўлиқ шартнома тузиш мумкин эмас.[286] Ҳатто бошқарувчи иложи борича кўп воситалар олиш ниятида бўлган ва тўлиқ шартномани тузишга катта куч сарфлаган ҳолларда ҳам муаммо ҳал бўлмайди. Шунинг учун шартномалар тузиш вақтида инвестор ва бошқарувчи назоратга нисбатан қолдиқ ҳуқуқларни, бошқача қилиб айтганда, шартномада назарда тутилмаган зарур ҳолларда тегишли қарорларни қабул қилиш ҳуқуқини белгилашлари лозим.[287] Эгалик қилиш назарияси назоратга нисбатан қолдиқ ҳуқуқларни қандай қилиб нисбатан самарали тақсимлаш мумкин деган саволга жавоб беради. Умумий

[286] Қаранг: Bolton P. and Whinston M. Incomplete Contracts, Vertical Integration, and Supply Assurance // Review of Economic Studies. – 1993. – №60. – P.121–148.

[287] Қаранг: Hart O., Moore J. Property Rights and the Nature of the Firm // Journal of Political Economy. – 1990. – №90. – P.1119; Grossman S., Hart O. Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration // Journal of Political Economy. – 1986. – №94. – P.691.

ҳолатда инвесторлар ўзлари назоратга нисбатан барча қолдиқлар ҳуқуқларга эга бўлиш шарти билан бошқарувчига ресурсларни беришлари, ва агар шартномада назарда тутилмаган, ҳолат юз берган тақдирда тегишли қарорларни инвесторлар қабул қилиши назарда тутилган шартномалар тузилиши мумкин.[288] Лекин, инвесторларнинг етарли даражада малакага ёки қарор қабул қилиш учун етарли даражада ахборотга эга бўлмасликлари туфайли амалиётда бундай қоида ҳамма вақт ҳам ўзини оқламайди. Натижада бошқарувчи нисбатан кенг бошқарув ҳуқуқларига эга бўлиб, ресурсларини ўз хоҳишига кўра тақсимлайди. Гарчи шартномаларда бундай ваколатларга нисбатан чекловлар қўйилган ва корпоратив бошқарувда кўпинча бу муаммо ҳал қилинган бўлса-да, бошқарувчилар ҳақиқатда барибир кенг бошқарув ваколатларига эга бўлади.

Амалиётда бу ҳолат янада мураккаблашади. Биринчидан, инвесторлар ва бошқарувчилар ўртасида тузиладиган шартномалар судлар томонидан ижро этилаётган ҳолларда мос равишда шарҳлашни талаб этади.[289] Иккинчидан, агар корпорация бир қатор инвесторлар томонидан ресурслар жалб қилишга муҳтож бўлса, мазкур инвесторлар компанияни бошқариш бўйича керакли қарорни қабул қилишда ахборот билан яхши таъминланмасликлари мумкин. Шу сабабли киритилган ресурслардан эркин фойдаланиш учун бошқарувчиларда етарли даражада сезиларли ҳажмдаги ҳуқуқлар ва мавжуд ва бу ҳуқуқлардан фойдаланган ҳолда улар мазкур ресурсларни ўзлаштиришлари мумкин. Йирик молиявий пирамидалар схемларида ташкилотчилар пулни олгандан кейин йўқолиб қолишарди.[290] Бунинг устига бошқарувчилар томонидан ресурсларнинг ўзлаштирилиши оддий пул олишга

[288] Қаранг: Michael Klausner. Corporations, Corporate Law, and Networks of Contracts // Virginia Law Review. – 1995. – №81. – P.757–852.

[289] Масалан, судлар роли нисбатан аҳамиятли бўлган АҚШда “ишга оид баҳолаш” деб номланувчи қоида судга компаниянинг ички муносабатларига аралашиш ҳуқуқини бермайди. Қаранг: Schleifer A. A Survey of Corporate Governance // Journal of Political Economics. – 1998. – №56. – P.216, 224.

[290] Масалан, Россияда ташкилотлар миллионлаб омонатчиларни пулларидан маҳрум қилган “МММ” ёки “Голден АДА” шундай машҳур пирамидалардан бўлган.

кўра бошқа шаклларда (масалан активларни баҳодаги фарқлар ёрдамида олиб чиқиб кетиш) амалга оширилиши мумкин.[291]

Бошқарувчилар ўзлари мустақил эгалик қиладиган алоҳида компания ташкил этишлари ва унда асосий компаниянинг маҳсулотларини била туриб арзон нархларда сотишлари мумкин (ЎзР қонунчилиги бўйича манфаатдорлик битимлари)[292].

Буларнинг барчаси кўпгина давлатларда, ҳатто ҳуқуқий тизим инвесторларнинг ҳуқуқларини етарли даражада яхши ҳимоя қиладиган мамлакатларда ҳам агентлик муаммосининг кескинлигидан далолат беради. Самарасиз бошқариш ва бошқарувчилар томонидан компания вочиталарининг ўзлаштирлиши натиасида банкрот бўлган "ENRON" энергетика компанияси билан боғлиқ низо бунга яққол мисол ҳисобланади.[293]

Ва ниҳоят бошқарувчиларнинг ўз позицияларини кучайтириш орқали акциядорларнинг ресурсларини ўзлаштириб олишлари фикримизча, энг кескин муаммо бўлиб ҳисобланади.[294] Йенсен ва Рубекнинг фикрича, ёмон бошқарувчилар агентлик муаммосининг “нисбатан қимматга тушадиган гувоҳлари” ҳисобланадилар.[295]

Бошқарувчиларнинг ҳаракатлари, улар инвесторларнинг ресурсларини ўзлаштириш ёки компания жамғармаларини оқилона тақсимламаслик бўлишидан қатъий назар, бундай ҳаракатлар компанияни молиялаштириш учун зарур бўлган

---

[291] Бундай ҳолат маҳсулотлар уни етказиб берувчилардан била туриб қиммат нархда сотиб олинган ва бу битимдан тегишли равишда бошқарувчи шахсий манфаатдор бўлган ҳолларда юз бериши мумкин.

[292] Россия нефть саноатида АЖ бошқарувчилари томонидан нефтнинг сотилиши кўп учрайдиган ҳолат бўлиб ҳисобланади., Асосий компания активларини бошқарувчи эгалигидаги бошқа компанияга паст нархларда сотиш янада ачинарли бўлиб ҳисобланади.

[293] Бошқа ҳолатда президент В. Познер даромадга эга бўлмаган ва ўз бошқарайётган DWG оммавий компаниясидан 1985 йил 8 млн. АҚШ доллари миқдорида иш ҳақи олган. (New York Times. – 23 June 1986).

[294] Қаранг: Shleifer A., Vishny R. Management Entrenchment: the Case of Manager-specific Investments // Journal of Financial Economics. – 1989. – №25. – P.123–140.

[295] Қаранг: Jensen M., Ruback R. The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence // Journal of Financial Economics. – 1988. – №11. – P.5–50.

ресурслар ҳажмини қисқартиради,[296] ва акциядорлар, инвесторларга тўғридан-тўғри зарар етказади. Бунда бошқарувчилар учун белгиланадиган ҳатто турли хилдаги чекловлар ҳам кутилган натижани бермайди.[297]

Шундай қилиб, акциядорлик жамиятининг ҳақиқий ҳолати, унинг иқтисодий аҳволи кўп жиҳатдан бошқарув таркибининг касбий маҳорати ва ҳалоллигига боғлиқ. Масалан, 1995-1999 йилларда Ўзбекистонда 1702 та хўжалик юритувчи субъект банкрот деб топилган бўлса,[298] шуларнинг кўпчилиги шубҳасиз бошқарув таркиби фаолиятидаги йирик камчиликлар билан боғлиқ бўлган.

Шунинг учун кўпгина АЖларда уларни бошқаришни такомиллаштириш борасида амалий чоралар кўришга тўғри келади. Биргина 2003 йилда 3368 та АЖда 11437 та кузатув кенгаши аъзолари ўзгартирилди; 3845 та АЖда ижро органлари таркиби қайта кўриб чиқилиб, 495 нафар раҳбарлар билан тузилган меҳнат шартномалари бекор қилинди; 2319 та АЖда эса 6305 та тафтиш комиссия аъзолари қайта сайланди.[299]

Амалдаги қонунчиликка асосан АЖ бошқарув аппарати ходимларига нисбатан интизомий, маъмурий, зарур ҳолларда эса жиноий жавобгарлик чоралари қўлланилади. Ўзбекистон Республикаси Президентининг 04.03.1998 йилда қабул қилинган “Хўжалик юритувчи субъектларнинг иқтисодий ночорлиги ва шартнома мажбуриятларининг бажарилиши учун мансабдор шахсларнинг жавобгарлигини кучайтириш тўғрисида”ги Фармони ва ЎзР Олий хўжалик суди пленумининг 09.04.1998 йилда қабул қилинган 72-сонли қарорида хўжалик юритувчи субъектларга етказилган зарарни мансабдор шахслар ўзларининг хусусий воситалари ҳисобидан қоплашлари ва хўжалик судларининг мазкур нормаларга

[296] Қаранг: Grossman S., Hart O. The Costs and Benefits of Ownership. – 1986. – P.652.
[297] Қаранг: Shleifer A. A Survey of Corporate Governance. – 1989. – P.10.
[298] Қаранг: Ўзбекистон Республикаси Олий Хўжалик суди Пленуми ва Раёсати қарорлари тўплами – Т.: Адолат, 2001. – Б.632.
[299] Қаранг: ЎзР ДМҚнинг 2003 йилги Ахборотномаси – Т., 2004. – Б.11.

оғишмай амал қилишлари лозимлиги белгиланди.[300]

Шу билан бирга, корпоратив ҳуқуқни акциядорлар ва компанияни бошқарувчи шахслар ўртасидаги муносабатлар сифатида тизимлаштириш корпоратив ҳуқуқнинг асосий муаммоси йирик акциядорлар (назорат қилувчи акциядорлар) билан кичик акциядорлар ўртасидаги муносабатлар[301] бўлган Европа, Лотин Америкаси ва бошқа мамлакатлардаги[302] корпоратив ҳуқуқ муаммолари билан мос келмаслиги сабабли, улар баъзи олимлар томонидан салбий қабул қилинади. Уларнинг фикрича, англо-американ тизимидаги мамлакатлардан фарқли равишда у ерда акцияларга эгалик қилиш тарқалиб кетмаган, яъни улар унча катта бўлмаган акциядорлар қўлида йиғилган. Ўзбекистон ҳам шундай мамлакатлар қаторига киради. Агар АҚШда аҳолининг ярмидан кўп қисми акциядр бўлса, Германияда ҳар беш нафар кишидан биттаси акциядор ҳисобланади.[303] Шундан келиб чиққан ҳолда, адабиётларда корпоратив бошқарув тизими бошқарувчилар устун бўлган ва назоратчи акциядорлар устун бўлган турлардан ташкил топади. Акциядорлар устунлик қиладиган мамлакатларда бошқа муаммо – қандай қилиб кичик акциядорларни ҳимоя қилиш масаласи долзарб ҳисобланади. Акцияларнинг йирик пакетини қўлга киритиш қуйидагиларни билдиради: биринчидан, йирик акциядор, ҳал этиш учун бошқа акциядорларнинг ёрдамига муҳтож бўлмаган бир қатор ваколатларни қўлга киритади (масалан, амалга ошириш учун муайян миқдордаги акциялар бирлашмаси талаб этиладиган, акциядорларнинг навбатдан ташқари йиғилишини чақириш), иккинчидан бунда кичик акциядорлар ўзларини ҳимоя қилишнинг энг муҳим воситаси бўлган овоз бериш ҳуқуқидан маҳрум бўладилар.

---

[300] Қаранг: Олий Хўжалик суди Пленуми ва Ҳайъатининг қарорлари тўплами – Б.607–609.

[301] Қаранг: Barca F. and Becht M. The Control of Corporate Europe. – Oxford: Oxford University Press, 2001. – P.85.

[302] Қаранг: Frydman, R., Phelps E.S., Raczynski A. and Schleifer A. Needed Mechanisms of Corporate Governance and Finance in Eastern Europe // Economics of Transition. – 1993. – №1(2). – P.171–207.

[303] Қаранг: New York Times. – 29 September 2002. – P.WK 4.

Лекин, икки тизимни қиёсий тадқиқ этиш эгаликнинг бирлашиши акциядорларнинг бошқарувчилар томонидан ресурслар ўзлаштирилишидан кам ҳимоялганлиги натижаси бўлиб ҳисобланишини кўрсатди.[304] Натижада, муаллифлар фикрича, акциядорлар корпорация, шу жумладан бошқарувчилар устидан назоратни қўлга киритишга интиладилар ва шу йўл билан акциядорларнинг компания бошқарувчиларига қарши жамоавий ҳаракат қилиши муаммосини ҳал қиладилар.[305]

Шунга ўхшаш қоида англо-американ тизими корпоратив ҳуқуқида бевосита ўз аксини топди. Мазкур корпоратив ҳуқуқнинг ривожланиши жараёнида корпоратив ҳуқуқнинг асосий тамойилларидан бири бўлган “фидуциар мажбурият” (fiduciary duty) тамойили келиб чиқди.[306] Айнан мана шу тамойил туфайли ҳозирги кунга қадар америка коропратив ҳуқуқ тизими ўзини энг самарали тизим сифатида кўрсатмоқда. Бу ҳолатда акциядорлик муносабатларига фидуциар (ишончли бошқарувчи ёки агент) ва барча акциядорлар биргаликда чиқадиган мол-мулк мулкдори ўртасидаги муносабатлар сифатида қаралганлиги сабабли бу фидуциар мажбурият деб аталган.[307] Умуман олганда мазкур тамойил ўзида агентлик муаммосини акс эттирган. Фидуциар мажбурият тамойили узоқ давр мобайнида прецедент ҳуқуқи томонидан шакллантирилган корпоратив тартибга солишнинг бир қанча ва стандарт мажбуриятларидан бири ҳисобланади. Директорлар ва бошқарувчиларнинг акциядорларга нисбатан ва устун

[304] Масалан, Дженсен ва Меклинг фикрича, эгалик тузилишининг ўзгариши акциядорлар ва бошқарувчилар манфаатларини яқинлаштирган бир вақтда, АЖнинг қиммати эгаликнинг бирлашиши билан ошади. Мазкур ҳолатда бу тарқалган эгалик самарасиз бўлганда, эгаликни бирлаштиришнинг мақсадларини тушунтиради. Қаранг: Jensen M.C. and Meckling W.H. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure // Journal of Financial Economics. – Vol.3. – October, 1976.– P.67.

[305] Қаранг: Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silane & Andrei Shleifer. Corporate Ownership around the World // Journal of Finance. – 1999. – №54. – P.471–517.

[306] Мазкур атама ABBYY Lingvo 7.0 электрон луғатида “агентнинг буюртмачи манфаатларида тўғри ва малакали ҳаракат қилиш мажбурияти” сифатида таърифланган.

[307] Қаранг: Jonathan Macey. An Economic Analysis of the Various Rationales for Making Shareholders the Exclusive Beneficiaries of Corporate Fiduciary Duties // Stetson L. Rev. – 1991. – №21. – P.23.

акциядорларнинг кичик акциядорларга нисбатан ҳуқуқларини аниқлашда у англо-американ корпоратив ҳуқуқининг асосий концепцияси сифатида чиқади.[308] Лари Е. Рибстейннинг таъкидлашича, “акциядорлар ва бошқарувчилар ўртасида тузилган шартнома тўлиқ бўлмаганлиги сабабли фидуциар мажбурият ваколатлари деярли чекланган бошқарувнинг хулқ-атворини тартибга солувчи қоида бўлиб ҳисобланади.”[309]

Мазкур институт судлар томонидан ташкил этилган ва кўпгина суд прецедентларида ифодаланганлиги сабабликенг миқиёсдаги прецедент ҳуқуқига мурожаат этмай туриб, унинг аниқ тушунчасини бериш қийин.[310] Кўпгина казуслардан кўринишича, фидуциур мажбурият – бу бирор бир масала бўйича аниқ шартномавий норма бўлмаган тақдирда, яъни шартномалар тўлиқ бўлмаган[311] ва янгидан вужудга келган муносабатларни тартибга сола олмайдиган[312] ҳолларда қўлланиладиган келишувнинг муайян тури бўлиб ҳисобланади. Бунда ўз мулкини эркин боқарувга бераётган мол-мулк мулкдори ва иккинчи томон келишувчи тараф ҳисобланади.[313] Бу борадаги бўшлиқларни тўлдириши туфайли мазкур тамойил ўзининг прецедент жиҳатдан мавҳумлигидан корпоратив ҳуқуқни тартибга солиш жараёнидаги ижтимоий-ҳуқуқий ўзгаришларда катта мослашувчанликка эга бўлган англосаксон корпоратив ҳуқуқининг институтини ташкил этади. Ушбу тамойилнинг мазмуни вақт ўтиши билан корпорациялар табиати ўзгаришидан қатъий назар, унинг ўзгармасдан қолиши ва тўғри қарор қабул қилишда судлар учун мўлжал бўлишда

[308] Қаранг: D. Gordon Smith. The Critical Resource Theory of Fiduciary Duty // Vand. L. Rev. – 2002. – №55. – P.1399.

[309] Қаранг: Larry E. Ribstein. The Structure of the Fiduciary Relationship // Midwest Law & Economics Association 2003 annual meeting. – 23 November 2003.

[310] Қаранг: Melvin A. Eisenberg. Corporate Law and Social Norms // Colum. L. Rev. – 1999. – №99. – P.1253.

[311]Фидуциар мажбурият тамойилининг бундай хусусияти фирма назариясининг иккинчи йўналишига “тўлиқсиз шартнома” сифатида таърифлайди.

[312] Қаранг: Robert Cooter & Bradley J. Freedman. The Fiduciary Relationship: its Economic Character and Legal Consequences // N.Y.U. L. Rev. – 1991. – №66. – P.1045.

[313] Қаранг: D. Gordon Smith. Op. cit. – P.1399.

кўринади.[314] Р.Кларк таъкидлашича, “мазкур ишонч мажбурияти ҳеч Ким олдиндан кўра олмайдиган ҳолатни ўзида акс эттирган қолдиқ концепция бўлиб ҳисобланади.”[315]

Бунда фидуциар жавобгарликнинг моҳияти қуйидаги икки асосий тамойил орқали тушунтирилади: бу ғамхўрлик қилиш мажбурияти тамойили ва содиқлик мажбурияти тамойилларидир.[316] Содиқлик тамойили корпоратив бошқарувчиларнинг корпорация ва акциядорларга нисбтаан ҳалол бўлишларини, яъни ўз ваколатларини шахсий манфаатларни кўзлаб суиистеъмол қилмасликни назарда тутса, ғамхўрлик тамойили бошқарувчиларнинг корпорация ва акциядорлар манфаатларига эътиборсиз қармасдан, уларнинг фаровонлигини энг мақбул тарзда оширишга ҳаракат қилишга ундайди.[317]

Фикримиз исботи сифатида қуйидаги мисолни келтирамиз. 1985 йил АҚШ иккинчи округининг апелляция суди Hanson Trust PLC vs. SCM Corp.ишини кўриб чиқди. Ишни кўриб чиқиш чоғида аниқланишича, Hanson Trust PLC SCM Corp га тегишли барча ёки ҳар қандай акциялар пакетини акцияларнинг донаси 60 доллар нарх билан сотиб олишни таклиф этади. Бунга жавоб тариқасида SCM директорлар кенгаши ва уларнинг “оқ рицари” Merrill Lynch Capital Markets қарши таклиф йўллади. Hanson SCM ўзини назорат остига тушириб қўядиган келишувни тузмаслиги шарти билан таклиф нархини бир дона акцияга 72 долларгача оширди. SCM-Merrillнинг қарши таклифи бир дона акция нархини SCM назорат пакетини сотиш ҳуқуқини ўзида сақлаб қолиши шарти билан 74 долларгача оширди. Hanson акцияларнинг мазкур назорат пакетини сотиш имконияти туфайли ўз таклифидан воз кечди.

Суд олдига қуйидаги савол қўйилди: ҳалоллик

---

[314] Қаранг: Coffee John C. Jr. The Mandatory/Enabling Balance in Corporate Law: An Essay on the Judicial Role // Columbia Law Review. – 1989. – №89. – P.1618–1691.

[315] Қаранг: Clark Robert Charles. Corporate Law. – Boston, Toronto: Little, Brown & Company, 1986. – P.141.

[316] Қаранг: Robert Cooter & Bradley J. Freedman. Op. cit. – P.1045.

[317] Қаранг: Claire Moore Dickerson. From Behind the Looking Glass: Good Faith, Fiduciary Duty and Permitted Harm // Fla. State U. L. Rev. – 1995. – №22. – P.955.

презумпциясига асосан[318], SCM компанияси директорлар кенгаши аъзолари назорат пакетини сотиш имкониятини тасдиқлаган бўлса, уларни ҳимоя остига олиш мумкин эдими? Иккинчи округ апелляция суди “SCM директорларидаги ахборотларнинг етарли эмаслиги ва уларнинг шошма-шошарлик билан қарор қабул қилганликлари эҳтиёткорона бўлиш мажбуриятининг бузилишига мажбур қилади” деган асос билан бундай ҳимояни рад этди.[319] Шундай қилиб, суд SCM компанияси директорларининг ҳаракатларини шошма-шошарлик билан қилинган ва эҳтиётсиз ҳаракатлар деб топди. Бу ерда фидуциарликка амал қилинмаган, акс ҳолда компания раҳбарияти ҳаракатлари пировард натижада компания ва унинг акциядорларига аниқ фойда келтириши лозим эди.

Фидуциар жавобгарлик тамойили ўз моҳиятига кўра Ўзбекистон Республикаси қонунчилигида ҳам мустаҳкамланган. ЎзР ФКнинг 45-моддаси 3-қисмига асосан “Қонунга ёки юридик шахснинг таъсис ҳужжатларига мувофиқ юридик шахс номидан иш олиб борадиган шахс ўзи вакили бўлган юридик шахс манфаатлари йўлида ҳалол ва оқилона иш олиб бориши керак. У юридик шахс муассислари (иштирокчилари, аъзолари) талаби билан, агар қонунда ёки шартномада бошқача тартиб назарда тутилган бўлмаса, юридик шахсга етказган зарарини тўлаши шарт.”[320]

Жамиятнинг кузатув кенгаши аъзолари, якка тартибдаги ижро органи (директор) ва (ёки) коллегиал ижро органлари аъзолари (бошқарув, дирекция), бошқарувчи ташкилот ёки бошқарувчининг мажбуриятлари ва жавобгарлиги, шу жумладан етказилган зарарнинг қопланиши билан боғлиқ қоидалар “Акциядорлик жжамиятлари ва акциядорларнинг ҳуқуқларини ҳимоя қилиш тўғрисида”ги Қонунда (88,94-

[318] Ҳалоллик презумпцияси бу суд доктринаси бўлиб, унга асосан директорларнинг асослантирилган қарорлари суд томонидан қайта кўрилиши мумкин эмас.

[319] Hanson Trust PLC v. SCM Corp., 774 F. 2d 47 (2d Cir. 1985). – http:\\www.ssrn.com

[320] Хусусан 04.03.1998 йилда қабул қилинган “Хўжалик юритувчи субъектларнинг иқтисодий ночорлиги ва шартнома мажбуриятларининг бажарилиши учун мансабдор шахсларнинг жавобгарлигини кучайтириш тўғрисида”ги Ўзбекистон Республикаси Президентининг ПФ-1938-сонли Фармони айнан мазкур талабни амалга оширишга мўлжалланган.

моддалар) ўз аксини топган.

Шундай қилиб, акциядорларнинг ҳуқуқларини бошқарувчиларнинг инсофсизлиги ва тартибсизлигидан ҳимоя қилиш корпоратив ҳуқуқдаги асосий масала ҳисобланади. Бошқарувчиларнинг бундай ноқонуний ҳаракатлари оқибатида акциядорларнинг ҳуқуқлари қуйидаги икки шаклда бузилади: 1) дивидендар олмаслик, қўлларидаги акцияларнинг қадрсизланиши ва пировард натижада уларнинг ўз мулкларини йўқотишлари; 2) жамиятнинг инқирозга юз тутиши ва бу билан акциядорлар киритган инвестициянинг ҳавога учиши. АЖ мулкини ўзлаштириш жамият фаолиятининг самарасизлигига, бу эса акциядорлар фаровонлигининг пасайишига олиб келади.

ХУЛОСАЛАР

Юқорида кўриб чиқилган материаллардан кўриниб турганидек, кўпгина муаллифлар АЖ ва акциядорлар ўртасида қонуний мустаҳкамланган муносабатларга мажбурият муносабатлари сифатида қарашади. Мазкур муносабатларнинг мажбурият ҳуқуқи сингари фуқаролик ҳуқуқининг классик институтлари учун ўзига хослиги бунинг асосий сабаби бўлиб ҳисобланади.

Фикримизча, баъзи муаллифлар томонидан мазкур муносабатларнинг нотўғри талқин этилиши улар томонидан АЖ каби корпоратив субъект моҳиятининг ўзига хос хусусиятларининг инобатга олинмаганлиги натижаси бўлган.

Назаримизда, АЖ ва акциядорлар ўртасидаги баъзи муносабатлар ахборот олиш, ҳужжатлар билан танишиш ва овоз бериш ҳуқуқларини инобатга олган ҳолда ўз хусусиятига кўра мулкий муносабатлар ҳисобланади. Акциядорларнинг мазкур ҳуқуқлари ўз табиатига кўра уларнинг дивиденд ва тугатиш қолдиғини олиш ҳуқуқлари каби асосий мулкий ҳуқуқлари ифодаси бўлиб ҳисобланади ва шунинг учун улар ҳам фикримизча, акциядорларнинг мулкий ҳуқуқлари ҳисобланади, чунки бу ҳуқуқлар ҳар қандай ҳолатда ҳам мулкий манфаатларни амалга оширишга қаратилган бўлади. Мазкур ҳуқуқларнинг акциядорлар учун бутун қиммати айнан шунда бўлиб ҳисобланади.

Мазкур муносабатларнинг мажбурият ҳуқуқининг классик институтига тегишли эмаслиги борасидаги бизнинг асосий далилимиз шундан иборатки, акциядорларнинг ҳуқуқлари бузилган ҳолларда акциядорлик жамиятини бундай муносабатларнинг субъектлари қаторига киритиб бўлмайди, чунки АЖ зиммасига турли хилдаги жавобгарликнинг юклатилиши пировард натижада акциядорларнинг мулкий манфаатлари бузилишига олиб келади.

Тегишинча, АЖ ва акциядорлар ўртасидаги ўзаро муносабатларнинг моҳиятини хорижий мамлакатлар қонунчилиги ва тажрибасини ўрганган ҳолда ҳар томонлама ва

чуқур ўрганиш муҳим бўлиб ҳисобланади. Бунда корпоратив муносабатларнинг ўзига хос хусусиятларини инобатга олиш мақсадга мувофқ бўлади.

Корпоратив муносабатлар моҳиятини кўриб чиқиб, улар биринчи навбатда иқтисодий муносабатлар ҳисобланади деган хулосага келдик, чунки уларнинг асосий мақсади акциядорларга ўхшаш субъектлар доираси учун моддий неъматлар яратишдан иборат. Бу корпоратив муносабатларни тартибга солишда мазкур муносабатларнинг иқтисодий мақсад ва моҳияти инобатга олиниши лозимлигини билдиради. Акциядорларнинг ҳуқуқий мақомини иқтисодий таҳлил этиш шуни кўрсатдики, мутлақ-ҳуқуқий сингари корпоратив жиҳатдан ҳам акциядорларнинг мақоми ўзаро боғлиқликка эга бўлади. Бунда мутлақ-ҳуқуқий мақомнинг ҳуқуқий мазмуни корпоратив ҳуқуқларнинг ҳимоя қилинганлик даражасига боғлиқ бўлади. Бундан қимматли қоғозларнинг иккиламчи фонд бозорида айланиши билан боғлиқ муносабатлар қисман корпоратив муносабатлар мазмунига киради деган хулосага келиш мумкин. Бу мулк ҳуқуқи объекти сифатида акциялар табиатининг ўзига хослиги билан тушунтирилади. Бу ўзига хос хусусиятлар қуйидагилар: биринчидан, бундпай турдаги қимматли қоғозларнинг моддий қийматини олдиндан аниқлаб бўлмайди ва кўп жиҳатдан акциядорлик жамияти унумдорлигининг натижаси ҳисобланган дивидендларга боғлиқ бўлса, иккинчидан, бошқа турдаги қимматли қоғозлардан фарқли равишда акциялар олдиндан белгиланган пул қийматини талаб қилиш ҳуқуқини ўзида акс эттирмайди, ва шунинг учун дивидендлар бўлмаган ҳолда улар АЖ тугатилганда акциялар тугатиш қолдиғини олишини инобатга олмаганда ўзининг моддий қимматини бутунлай йўқотади. Лекин АЖ бир меъёрда фаолият юритган ҳолларда акциядорларнинг мулкий ҳуқуқлари фақат дивиденд олишга қаратилади. Шундан келиб чиққан ҳолда, асосий хулоса шуки, акциядорларнинг ҳимоя қилиб бўладиган ягона ҳуқуқи - бу уларнинг дивиденд олиш ҳуқуқидир.

Лекин дивидендларнинг аниқ мазмунини олдиндан билиб бўлмаслик ва тегишли равишда ҳимоянинг ҳуқуқий механизмларини ишлаб чиқиб бўлмаслик сабабли дивиденд

олиш ҳуқуқи каби мулкий ҳуқуқларни ҳимоя қилиш жуда мураккаб бўлиб ҳисобланади.

Юқоридагилардан кўриниб турибдики, акциядорларнинг қолган барча ҳуқуқлари уларнинг дивиденд олиш ҳуқуқининг ҳосиласи бўлиб ҳисобланади. Уларга одатда бошқариш ва ахборотга бўлган ҳуқуқлар киради. Фикримизча, акциядорларнинг бундай ҳуқуқлари биринчидан, акциядорлар улушларининг мулкий таъминланмаганлиги ва иккинчидан эса дивидендларнинг ҳақиқий мазмуни ноаниқлиги билан изоҳланади. Шунинг учун мазкур ҳуқуқлар акциядорларга ўзини ҳимоя қилиш воситаларини бериш орқали уларнинг дивидендга бўлган ҳуқуқларини тўлдиради ва мустаҳкамлайди. Акциядорлар ҳуқуқларининг йирик акциядорлар томонидан бузилиши фикримизча, улар ҳуқуқлари бузилишининг ҳосила шакли бўлиб ҳисобланади.

Шунингдек, ўрганилган адабиётлардан фактик жиҳатдан акциядорлик жамияти ижро органи томонидан бошқарилиши ва бошқа органлар фақат назорат қилиш ҳамда акциядорларнинг манфаатларини таъминлаш воситалари ҳисобланиши аниқланди. Англо-саксон тизимидаги фидуциар мажбурият сингари корпоратив ҳуқуқ тамойили назарда тутадиган АЖнинг бошқа органлари аралашган ҳоллардан ташқари акциядорларнинг фаровонлиги айнан шу органга боғлиқ бўлади.

Акциядорлар, акциядорлик жамияти ва АЖ бошқарув органи корпоратив муносабатларнинг субъеклари ҳисобланадилар. Амалиёт кўрсатишича, бунда АЖнинг бошқарув органи ва йирик акциядорлар корпоратив ҳуқуқларни бузувчи асосий субъектлар ҳисобланишади. Гарчи АЖ корпоратив фаолиятнинг турли иштирокчилари ўртасида боғловчи вазифани бажариб, кўп ҳолларда мазкур ҳуқуқларнинг бузилиши учун жавобгарликка тортилса-да, юқоридаги хулосадан келиб чиқиб АЖга корпоратив ҳуқуқлар бузилиши учун жавобгар шахс сифатида қараш мантиқсиз бўлиб ҳисобланади.

Н.В.Козлова ҳам корпоратив муносабатлар иштирокчилари доираси коропорация иштирокчилари ва уни бошқарувчисидан

иборат бўлишини таъкидлайди.[321] Бунда у “таъссисчилар корпорацияга нисбатан олган ҳуқуқлар мажбурият ҳуқуқининг эмас, балки корпоратив ҳуқуқий муносабатнинг мазмунини ташкил этади” деб ҳисоблайди.[322]

Ўрганилган материаллар далолат беришича, мажбурият муносабатлари мавжуд, лекин уларни классик мажбурият ҳуқуқи ёрдамида тўғридан-тўғри талқин қилмаслик лозим, чунки бундай ҳолда мазкур муносабатлар доираси иқтисодий жиҳатдан мантиқсиз равишда белгиланган бўлади. Фикримизча, акциядорларнинг корпоратив ҳуқуқлари, яъни АЖнинг капиталида иштирок этишдан келиб чиқадиган ҳуқуқлари бузилган вақтда АЖнинг иродасини аниқлайдиган ва ҳаракатлари билан акцядорларнинг ҳуқуқлари бузилган рақобатчи шахслар мажбуриятларни бажариш субъекти бўлиши лозим. Қонуннинг 105-моддаси 2-банди шундай мажбуриятга мисол бўлиши мумкин: “жамиятда бухгалтерия ҳисоб-китобини ташкил этиш, унинг ҳолати ва тўгри юритилиши, тегишли органларга ҳар йилги ҳисобот ва бошқа молия ҳисоботлари, шунингдек акциядорлар, кредиторлар ва оммавий ахборот воситаларига жамият фаолиятига доир маълумотлар ўз вақтида тақдим этилиши учун жавобгарлик қонун ҳужжатларига мувофиқ ижроия органи зиммасида бўлади”. Бу ерда расмий равишда бундай мажбурият алоҳида субъект сифатида АЖга юклатилган. Масалан ҚҚБФМНМ томонидан тасдиқланган Қимматли қоғозлар бозори иштирокчилари томонидан ахборотни ошкор этиш тўғрисидаги Низомда ахборотни ошкор этиш бўйича мужбурият субъекти этиб эмитент, яъни АЖ белгиланган.[323]

Ҳақиқатдан ҳам, мазкур ҳолатда АЖнинг иродасни

---

321 Қаранг: Козлова Н.В. Понятие и сущность юридического лица: очерк истории и теории: Учебное пособие. – М.: "Статут", 2003. – С.244.

322 Ўша жойда. – С.245.

323 Ўзбекистон Республикаси Адлия Вазирлиги томонидан 18.04.2002 йилда 1127-сон билан рўйхатга олинган, Ўзбекистон Республикаси Давлат мулк қўмитаси ҳузуридаги Қимматли қоғозлар бозори фаолиятини мувофиқлаштириш ва назорат қилиш Марказининг 2002 йил 27 мартдаги 2002-06-сонли Буйруғи билан тасдиқланган Қимматли қоғозлар бозори иштирокчилари томонидан ахборотни очиш тўғрисида Низом.

белгиловчи шахслар мажбуриятни бажариш субъектлари бўлиб ҳисобланади. Англо-американ ҳуқуқидаги корпоратив муносабатларда акциядорлар ва бошқарувчилар ўртасида тузиладиган шартномаларда бошқарувчилар акциядорлар мулкларини уларнинг манфаатларида бошқариш мажбуриятини оладилар. Айнан компания бошқарувчилари каби узоқ йиллар мобайнида корпоратив муносабатларни тартибга солишда ўзининг самардорлигини кўрсатган ҳалоллик, ғамхўрлик мажбуриятларига эга бўлишалари лозим. Худди шундай мажбурият йирик акциядорлар зиммасида ҳам мавжуд бўлади. Натижада асосий корпоратив ҳуқуқлар бузилган тақдирда АЖ иродасини белгиловчи аниқ шахслар жавобгарликка тортилади.

Юқоридагиларнинг барчаси олимларнинг корпоратив муносабатлар моҳиятига, айниқса акциядорлар ва бошқарув, йирик ва кичик акциядорлар ўртасидаги муаммоларга биринчи навбатда корпоратив фаолиятнинг бошқа иштирокчиларини ҳам унутмаган ҳолда барча акциядорларнинг ҳуқуқ ва қонуний манфаатларини максимал даражада ҳимоя қилиш нуқтаи назаридан янада чуқурроқ кириши лозимлигидан далолат беради.

III БОБ. КОРПОРАТИВ БОШҚАРИШ ҲУҚУҚИЙ АСОСЛАРИНИНГ ШАКЛЛАНИШИ

3.1. Корпоратив ҳуқуқ шаклланиши ва акциядорлар ҳуқуқларини ҳимоя қилишнинг объектив омиллари: хорижий мамлакатлар тажрибаси

Бернард Блек ва Рейнер Крекманларнинг фикрича, қимматли қоғозлар бозорининг ривожланганлиги, ҳуқуқий институтларинг ривожланганлиги ва ишончлилиги, жамоавий компанияларда эгаликнинг тузилиши, корпоратив бирлашма иштирокчиларининг маданий-ахлоқий умидлари каби бир неча миллий омиллар у ёки бу мамлакатнинг корпоратив ҳуқуқини шакллантиради ва чеклайди.[324]

Шунингдек улар ривожланган мамлакатларда корпоратив ҳуқуқ иқтисодий мақсадларни қўзлашини таъкидлайди. Корпоратив ҳуқуқ уларнинг нуқтаи назарича тадбиркорлик қарорларини рағбатлантирадиган ва даромаднинг ошишига хизмат қиладиган, бошварувчиларга мос ваколат ва ҳокимият берадиган, акциядорларнинг бошқарувчилар ва бошқа инсайдерларнинг ўзбошимчаликларидан ҳимоя қиладиган қоидалар йиғиндисидан иборат.[325] Блек ва Креманнинг фикрича, акциядорларнинг ҳуқуқларини ҳимоя қилишдек мақсадни бажариш вақтида корпоратив ҳуқуқ юқоридаги қоидаларга асосан ҳаракат қилади ва уларнинг ҳар бири ўзаро бир-бирини тўлдириб туради.

Ҳақиқатдан ҳам корпоратив ҳуқуқ иқтисодий мақсадларга эга бўлади ва бошқа ҳуқуқ соҳаларига нисбатан унинг мазкур мақсадга эришишини бирмунча қийинлаштирадиган тадбиркорлик фаолиятини тартибга солиш билан боғлиқ бўлади. Одатда, бир меъёрдаги бозор шароитларида тадбиркорлик фаолияти доим ноаниқлик билан боғлиқ бўлади. Бунда корпоратив ҳуқуқнинг айнан мана шу ноаниқлик билан

[324] Қаранг: Bernard Black, Reinier Kraakman. A Self-Enforcing Model of Corporate Law // Harvard Law Review. – 1996. – №109. – P.1911–1982.
[325] Қаранг: Ўша жойда.

ишлаши унинг вазифаси мураккаблигини кўрсатади. Масалан, бошқарувчилар ўзларининг шахсий манфаатларини кўзлаб ўта мураккаб схемалардан фойдаланган ҳолда (масалан оффшор компаниялар акциядорларнинг воситаларини оддийгина ўғирлаши мумкин) самарасиз ишлашлари, ёки ҳуқуқ тили билан айтганда ўз ваколатларини суиистеъмол қилишлари мумкин. Бу бундай турдаги ташкилотнинг мураккаблиги туфали бўлади ва кўпинча аниқланмай қолади. Айнан шунинг учун Япония ва Германия сингари ривожланган мамлакатларнинг интилишига қармасдан, улар АҚШдаги корпоратив ҳуқуқ шаклланиши ва қўлланиши даражасига етиша олмайдилар. АҚШ корпоратив ҳуқуқи бу борада "тақлид қилиш учун идеал" бўлиб, бошқа мамлакатлар, ҳатто уларнинг ҳуқуқий ва бошқа ижтимоий институтлари нисбатан ривожланган бўлса-да, бундай даражага эриша олмайдилар. Яқинда АҚШдаги йирик тадбиркорлик ташкилотлари ҳисобланган Энрон (Enron) ёки Уорлдком (Worldcom) билан бўлган можаролар ҳуқуқий тизими юқори даражада мослашувчан ва қимматли қоғозлар бозорининг ривожланган АҚШда ҳам корпоратив ҳуқуқнинг мукаммал эмаслиги ва шундай кенг қамровли оқибатларга олиб келувчи камчиликларга эга эканлигини кўрсатди.

Биринчи навбатда мазкур масалани кўриб чиқиш вақтида қўлланадиган "корпоратив бошқарув" тушунчасини аниқлаб олишимиз керак. Адабиётларда корпорациянинг фаолиятини ташкил этувчи ва тартибга солувчи юқорида санаб ўтилган институтларни, корпоратив ҳуқуқни ҳам инобатга олган ҳолда, кўп ҳолларда корпоратив бошқарув сифатида белгилашади. Блек ва Крекманларнинг фикридан корпоратив бошқарув у ёки бу давлатнинг корпоратив ҳуқуқи шаклланишида таъсир этади деган хулосага келиш мумкин. "Корпоратив ҳуқуқ" тушунчасининг ўзи кўп ҳолларда турлича талқин этилади. Мазкур тушунча нисбатан янги бўлиб, 70-йилларнинг охирларида АҚШда[326] коррупция ва сиёсий тил бириктириш билан боғлиқ бўлган йирик корпорациялардаги низолар

[326] Қаранг: Luigi Zingales. Corporate Governance. The New Paradigm Dictionary of Economics and the Law. – Boston, 1997. – P.89.

туфайли келиб чиқди[327]. Кейинчалик АҚШда мазкур тушунчанинг ривожланиши институционал инвесторларнинг[328] бир-бирига қўшилиб кетиши, молиявий жиҳатдан қайта тузилиши ва фаоллашуви билан боғлиқ. Бошқача қилиб айтганда дастлаб АҚШда мазкур тушунча Америка корпорациялари фаолияти ва ташкил этилишининг ўзига хос хусусиятини акс эттиради.

Мавжуд адабиётлар таҳлили корпоратив бошқарув соҳасидаги олимлар ва амалиётчилар кўриб чиқилаётган атамани турлича талқин қилишларини кўрсатди. Иқтисодчилар ва социологлар мазкур терминни “тадбиркорлик корпорацияларининг ресурслардан фойдаланишига таъсир кўрсатувчи институтлар”[329] ёки “фирмаларда ресурсларни бошқариш бўйича атрофдагиларнинг умидларига таъсир кўрсатувчи тузилма ва қоидалар”[330] сифатида белгилашади. Машҳур иқтисодчилардан бири бошқарув бу - “битимнинг яхлитлиги таъминланган, белгиланган тузилма” деб таъкидлаган.[331]

Амалиётда корпоратив бошқарувчилар, инвесторлар, сиёсатчилар ва ҳуқуқшунослар нисбатан тор тушунчани қўллайдилар. Улар учун корпоратив бошқарув бу – корпорацияни назорат қилиш ва бошқариш ҳамда корпорациянинг дастлабки иштирокчилари ўртасидаги муносабатларни белгиловчи қоида ва институтлал тизимидир.[332] Юқорида таъкидланганидек, гарчи баъзи мамлакатларда, айниқса Европада ходимлар сингари

[327] Қаранг: E. Norman Veasey. The Emergence of Corporate Governance as a New Legal Discipline // The Business Lawyer. – 1993. – №48. – P.1276.
[328] Қаранг: Luigi Zingales. Op. cit. – P. 108.
[329] Қаранг: Mary O'Sullivan. Corporate Governance and Globalization // Annals/AAPSS. – July, 2000. – №570. – P.153–154.
[330] Қаранг: Building Institutions for Markets: World Bank Development Report. World Bank. – 2002. – P.68.
[331] Қаранг: Oliver E. Williamson. The Mechanisms of Governance. – Oxford: Oxford University Press, 1996. – P.11.
[332] Қаранг: Porter M. Capital Choices: Changing the Way America Invests in Industry / D. Chew (ed.). Studies in International Corporate Finance and Governance Systems – A Comparison of the US, Japan and Europe. – Oxford: Oxford University Press, 1997. – P. 48.

корпорациянинг бошқа иштирокчиларига ҳам эътибор қаратилса-да, акциядорлар корпорациянинг дастлабки иштирокчилари бўлиб ҳисобланадилар.

1992 йилги Кэдбури ҳисоботида (Буюк Британия) корпоратив бошқарув “корпорациянинг тадбиркорлик фаолиятини бошқариш ва назорат қилишга ёрдам берадиган тизим” сифатида белгиланади.[333] Мазкур тушунчани амалда қўллашдан кўриниб турганидек, ушбу нисбатан тор тушунча корпорациянинг ички тузилишида деярли қарорлар қабул қилиш жараёниларига қаратилади. Мазкур нисбатан тор тушунчалар кўпгина мамлакатларнинг қонунчилик ва сиёсий жараёнларида “бош” бўлган. Масалан, “OECDнинг корпоратив бошқарув тамойиллари”[334] корпоратив бошқарувнинг фақатгина қуйидаги беш соҳасини тартибга солади: 1) акциядорларнинг ҳуқуқлари; 2) акциядорларга нисбатан тенг муносабат; 3) корпорация фаолиятининг бошқа иштирокчиларига эътибор қаратиш; 4) ахборотни ошкор эти шва ошкоралик; 5) директорлар кенгашининг жавобгарлиги[335].

Адабиётларда Шляйфер ва Вишннинг корпоратив бошқарувга берган қуйидаги таърифи машҳур бўлиб ҳисобланади: “корпоратив бошқарув корпорациянинг молияларини бошқаришда инвесторларнинг ўзлари киритган инвестицияларидан келадиган фойданинг таъминланганлиги воситасидир”.[336] Лекин мазкур таърифда инвесторлар, яъни корпорацияни молиявий воситалар билан таъминловчи шахслар доираси “инвестиоция” тушунчасига боғлиқ бўлади. Нисбатан кенг молиявий маънода инвестиция деганда корпорацияга киритилган ҳар қандай воситалар, акциядорлик ёки кредит ресурслари тушунилади. Бунга мисол сифатида Джон ва Сенбет корпоратив бошқарувнинг қуйидаги таърифини келтиришади: “корпоратив бошқарув шундай механизмлардан

[333] Қаранг: Gugler K. Corporate Governance and Economic Performance. – Oxford: Oxford University Press, 2001. – P.391.

[334] Қаранг: Company Law Reform in OECD member- countries // OECD Report. – 2001.

[335] Қаранг: Рахманкулов Х.Р. О принципах корпоративного права // Обзор законодательства Ўзбекистона. – 2004. – №1 . – С.9–13.

[336] Қаранг: Shleifer A. and Vishny R. A Survey of Corporate Governance // Journal of Finance. – 1997. – №52. – P.737–783.

ташкил топадики, улар воситасида корпоратив фаолият иштирокчилари корпоратив инсайдерлар ва бошқарувчилар устидан ўзларининг манфаатлари бузилишига йўл қўймаслик нуқтаи назаридан назорат қиладилар.”[337] Шляйфер ва Вишннинг таърифларида инвесторлар деганда моддий хусусият ва улушлардан фойдаланиш усулидан келиб чиққан ҳолда акциядорлар ва кредиторлар тушунилади. Корпоратив бошқарувнинг барча институтларини кўриб чиқиб ва уларнинг ўзаро боғлиқлилиги ҳамда ўзаро таъсирини инобатга олиб, мазкур ишда корпоратив бошқарув деганда нисбатан кенг маънода акциядорларнинг ҳуқуқ ва манфаатларини таъминлаш воситалари назарда тутилади. Бунинг асоси сифатида Блек ва Креманнинг Ўзбекистон сингари бозор иқтисодиётининг ўтиш даврида турган давлатларда корпоратив бошқарувнинг бошқа институтлари ривожланмаганлиги сабабли корпоратив ҳуқуққа катта эътибор қаратилиши лозим деган фикрини мисол келтириш мумкин. Шунинг учун жаҳон мамлакатларида корпоратив ҳуқуқнинг шаклланиши масаласига тўхтанилганда биринчи навбатда иқтисодий омиллар ва бундай шаклланишнинг мақсадларини кўриб чиқиш лозим.

Классик адабиётларда корпоратив бошқарув институтларининг нисбатан кенг доираси берилиб, кўп ҳолларда улар ички ва ташқи турларга ажратилади. Ташқи муҳитларга корпорацияларнинг бошқа корпорацияларни нодўстона ўзига олиши[338], маҳсулот бозоридаги рақобат[339], бошқарувчиларнинг меҳнат бозори[340] ва бошқарувчилар ўртасидаги “иккитомонлама” назорат, бошқарувчиларнинг обрўси[341], қимматли қоғозлар бўйича мутахассислар[342], у ёки

[337] Қаранг: John K. and Senbet L. Corporate Governance and Board Effectiveness // Journal of Banking and Finance. – 1998. – №22. – P.371–403.
[338] Қаранг: Easterbrook F. and Fischel D. The Economic Structure of Corporate Law. – Cambridge: Harvard University Press, 1991. – P.216; Jensen M. The Modern Industrial Revolution, Exit and the Failure of Internal Control Systems // Journal of Finance. – 1993. – №48. – P.831–880.
[339] Қаранг: Hart O. The Market Mechanism as an Incentive Scheme // Bell Journal of Economics. – 1983. – P.42–64.
[340] Қаранг: Fama E. Agency Problems and the Theory of the Firm // Journal of Political Economy. – 1980. – №88. – P.288–307.
[341] Idem.

бу юрисдикция доирасидаги ҳуқуқий муҳит[343] кабилар киради. Қуйидагилар корпоратив бошқарувнинг ички механизмларига киради: йирик ва институционал инвесторлар[344], директорлар кенгаши[345], инсайдерлик эгалиги[346], ижро ваколати[347], дивиденд сиёсати[348]. Корпоратив бошқарувнинг мазкур институтлари ўз ривожланишининг дастлабки босқичларидан бошлаб тўлиқ равишда АҚШда мавжуд бўлган ва улар мазкур мамлакатда корпоратив бошқарувнинг самарали тизими ташкил этилишига катта ёрдам берган. Юқорида таъкидланганидек, корпоратив бошқарув тушунчаси АҚШда вужудга келган ва у ерда мазкур институтларнинг мавжудлиги ушбу мамлакатда корпорациялар фаолиятини ташкил этишнинг ўзига хос хусусияти сифатида намоён бўлган[349]. Гарчи "корпоратив бошқарув" атамаси XX асрнинг 70 йилларида вужудга келган бўлса-да, лекин корпоратив бошқарув муаммоси XX асрнинг бошларида, Берл ва Минс яшаган даврларда, уларнинг "Замонавий корпорация ва хусусий мулк"[350] каби асарларида кўтарилган. Мазкур асарда муаллифлар замонавий корпорациялардаги иқтисодий куч бирлашишининг ўсишини тадқиқ этишади ва корпорациянинг унча муҳим бўлмаган мулкига эга бўлган ёки умуман корпорация мулкига эга бўлмаган, йирик корпорациялар устидан жорий назоратни олиб борувчи профессионал

[342] Қаранг: Jensen M. and Meckling W. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure // Journal of Financial Economics. – 1976. – №3. – P.305–360.

[343] Қаранг: La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A. and Vishny R. Legal Determinants of External Finance // Journal of Finance. – 1997. – №52. – P.1131–1150.

[344] Қаранг: Demsetz H. The Structure of Ownership and the Theory of the Firm // Journal of Law and Economics. – 1983. – №26. – P.301–325.

[345] Қаранг: Winter R. State Law, Shareholder Protection and the Theory of the Corporation // Journal of Legal Studies. – 1977. – №6. – P.251–292.

[346] Қаранг: Jensen M. and Meckling W. Op. cit. – P.305–360.

[347] Қаранг: Jensen M. and Murphy K. Performance Pay and Top Management Incentives // Journal of Political Economy. – 1990. – №98. – P.225–264.

[348] Қаранг: Easterbrook F. Two Agency-Cost Explanations of Dividends // American Economic Review. – 1984. – №74. – P.650–659.

[349] Қаранг: Miller G. Political Structure and Corporate Governance: Some Points of Contrast between the United States and England / The Sloan Project on Corporate Governance. Corporate Governance Today. – Columbia Law School. – 1998. – P.629–648.

[350] Қаранг: Adolf Berle Jr. and Gardner C. Means. The Modern Corporation and Private Property. – NY: Macmillan, 1932. – P.56.

бошқарувчиларнинг вужудга келишини таъкидлашади.[351] Шундай қилиб, XX асрнинг бошларидаёқ корпорацияларга эгалик қилиш ва уларни бошқаришнинг кескин бўлиниши мазкур давлат, шунингдек Буюк Британияда ҳам корпоратив бошқарувнинг янада ривожланишига таъсир кўрсатди.

Иккала мамлакатда ҳам корпорацияларда эгалик ва бошқарувнинг кескин бўлиниши натижасида "корпоратив эгалик ва бошқарув" ҳамда "корпорация" тушунчалари Америка ҳуқуқ ва иқтисодий адабиётларида синоним сифатида ишлатила бошланди. Мазкур ҳолат фидуциар жавобгарлик тамойилларида ҳам ўз аксини топди. Ушбу тамойилга кўра бошқарувчилар гарчи расмий жиҳатдан корпорация ва акциядорларнинг фидуциарлари деб тан олинган бўлсада, мазкур тамойилни амалда қўллаш бошқарувчиларнинг фақат акциядорлар фидуциарларига айланиб қолишига олиб келди. Ягона акциядорнинг бошқарувчи томонидан ўз мажбуриятлари бузилиши устидан бошқарувчига қарши даъво қўзғатиши мумкин бўлган ҳосила даъволарнинг қўлланилиши бунга мисол бўлади. Акциядор бошқарувчига қарши даъво қўзғатган вақтда бошқарувчи акциядор олдида эмас, балки корпорация олдида жавоб берганлиги туфайли мазкур даъво ҳосила даъво дейилади. Кўриниб турганидек, акциядорлар ва бошқарувчилар ўртасидаги бундай муносабатларда корпорация уларнинг ўзаро муносабатларини мувофиқлаштириб турувчи расмий ҳуқуқий босқич сифатида чиқади. Натижада эгалик ва бошқарувнинг бундай бўлиниши АҚШ ва Буюк Британия корпоратив ҳуқуқида, умуман эса корпоратив бошқарувда, яъни иккала давлатдаги акциядорлар ҳуқуқларини ҳимоя қилиш усулларида ўз ифодасини топди.

Эгалик ва бошқарувнинг бундай кескин бўлиниши акциядорлар ҳуқуқларини ҳимоя қилиш усулларида бевосита ўз аксини топди. Қонунчиликка асосан бунда акциядорлар бошқарувчилар устидан сезиларли даражадаги назоратни амалга оширадилар ва ўз акцияларини сотиш орқали корпорациядан "чиқиб кетиш" ҳуқуқи уларнинг ўзини-ўзи ҳимоя

[351] Қаранг: Tirole Jean. Corporate Governance // Econometrica. – 2001. – Vol. 69(1). – P.1–35.

қилиши асоси бўлиб ҳисобланади. Шундан кейин корпорацияларнинг бирикиши ва бошқарувчилар меҳнат бозори каби корпоратив бошқарув механизмлари ўз ишини бошлайди. Бунда ўзини-ўзи бошқариш институтлари, шунингдек қимматли қоғозлар бозорини тартибга солувчи ва назорат қилувчи давлат органларига катта эътибор қаратилади.

Эгалик ва бошқарувнинг кескин бўлиниши Лотин Америкаси мамлакатлари, Япония ва Европада буюк ҳодиса бўлди.[352] Бу мамлакатларда акциядорлик эгалиги сезиларли даражада бирлашган ва корпорациялар устидан назорат деярли йирик акциядорлар томонидан амалга оширилади. Шу сабабли АҚШда бўлганидек акциядорларнинг жамоавий ҳаракати муаммосининг мавжуд эмаслиги туфайли бу мамлакатларда акциядорлар ва бошқарувчилар ўртасидаги агентлик муаммоси унчалик сезларли эмас.

Масалан, Гортон ва Шмиднинг тадқиқотларига кўра Германияда 1996 йилда камида 80% корпорацияларнинг камида 25% акцияларга эга бўлган эгалари мавжуд бўлган. К примеру, в Германии, согласно Гортону и Шмиду, Худи шу даврда АҚШда энг йирик акциялар пакети у ёки бу Америка корпорациянинг 5-6%ни ташкил этган. в 1996г.[353] Френкс ва Майернинг фикрича эса[354], Буюк Британияда фақат 6% компаниялардагина 50%дан ортишқ акциялар пакети мавжуд. Бунда 31% компанияларда энг йирик акциялар пакети 10%гача боради. Кейинги 30% компанияларда йирик акциялар пакети 5%ни ташкил этади ва ҳк. Вад дер Эльстнинг фикрича, 1997 йилда 50%дан кўп акциялар пакети Францияда 53% компанияларда, Италияда 65% компанияларда, Белгияда 42.6: компанияларда мавжуд бўлган[355]. Шундай қилиб, бугунги кунда корпоратив бошқарув “бошқарувчилар устунлик қиладиган” ёки “аутсайдерлик” (АҚШ

[352] Қаранг: Franks J., Mayer C. Capital Markets and Corporate Control: a Study of France, Germany and the UK // Economic Policy. – 1990. – №10. – P.191–231.

[353] Қаранг: Gorton G., Schmid F. Universal Banking and the Performance of German Firms. – Cambridge–Massachusetts NBER. – 1996. – P.WP5453.

[354] Қаранг: Franks J.R. and Mayer C. Corporate Control: A Synthesis of the International Evidence // IFA Working Paper. – 1994. – P.165–192.

[355] Қаранг: Van der Elst C. De remuneratie van de raad van bestuur van de BEL-20 Vennootschappen // Working Paper. Ghent University. – Ghent, 1997. – P.21.

ва Буюк Британия) ҳамда “назорат қилувчи акциядорлар устунлик қиладиган” (Европа, Япония, Лотин Америкаси) каби моделларга бўлинади[356].

Европа, Япония, Лотин Америкаси мамлакатларида агентлик муаммосининг бошқа кўриниши – кичик акциядорлар ҳуқуқларини йирик акциядорлардан ҳимоя қилиш муаммоси нисбатан устун мавқени эгаллайди.[357] Юқорида таъкидланганидек, эгаликнинг бирлашиши акциядорлар ҳуқуқларини ҳимоя қилиш усули бўлиши мумкин. Ахир акциядорлик жамиятининг низом жамғармаси акцияларни сотиш ҳисобидан шакллантирилади, бошқача қилиб айтганда, унинг низом жамғармаси бир қанча кичик қисмларга бўлинган бўлиб, бу ҳол бошқа юридик шахслардан фарқли равишда АЖга воситаларни нисбатан кенг доирадаги шахслардан жалб этиш имкониятини беради. Бундан шундай хулосага келиш мумкинки, корпорацияларнинг йирик иштирокчилар доирасидан воситалар жалб этиш қобилияти уларнинг фаолиятини яхши ташкил этиш мезони бўлиб ҳисобланади. Лекин корпорацияларда эгаликнинг тўпланганлиги, гарчи акциядорлар ва бошқарувчилар ўртасида низо келиб чиққан ватқда у акциядорларнинг ҳуқуқларини ҳимоя қилишнинг самарали усули бўласа-да, бошқа томондан бир қатор салбий оқибатларга олиб келиши мумкин. Бу борадаги кўпгина тадқиқотларда эгалик нисбатан кам тўпланган давлатлардан (АҚШ, Буюк Британия) корпорацияларнинг иқтисодий самарадорлиги акциялар кенг доирадаги шахсларнинг қўлида бўлмаган давлатларга нисбатан анча юқори бўлади.

Таҳлил АҚШ ва Буюк Британияда корпорация устидан назорат ҳуқуқининг тақсимланиши акциядорлар корпорация устидан назорат қилиш ҳуқуқига эга бўлган европа моделидан фарқ қилишини кўрсатди. Лекин кўпгина муаллифлар таъкидлашича, қонунчиликда белгиланган акциядорларнинг кенг ҳуқуқлари гарчи акциядорлар ва бошқарувчилар ўртасида

[356] Қаранг: Roe Mark J. Political Preconditions to Separating Ownership from Corporate Control // Columbia Law School. The Center of Law and Economic Studies. Working Paper. – 2000. – P.155.
[357] Қаранг: La Porta Rafael and etc. Op. cit. – P.1131–1150.

агентлик муаммоларини пасайтирсада, корпорацияни бўлажак иқтисодий эҳтиёжларга мослашишини қийинлаштирган ҳолда салбий оқибатларга олиб келади. Бунда бошқа бир масала, яъни ҳатто эгалик ва бошқарувнинг нисбатан кучли бўлиниши бўлсада, корпорацияга нисбатан акциядорлар қандай ваколат доирасига эга бўлишлари керак деган масала келиб чиқади. Шу маънода англосаксон ҳуқуқий тизимлар эгалик ва бошқарувнинг кучли бўлиниши ўз ифодасини топган, бошқарувчиларга кенг ҳуқуқлар берган ҳолда акциядорларнинг нисбатан тор ҳуқуқлари доирасини белгилади. Америкалик муаллиф таъкидлаганидек, «Агар АқШга ердаги ижтимоий тузилмадан хабари бўлмаган ўзга сайёраликлар келганда ҳам улар бошқарувчиларни корпорациянинг эгалари деб ўйлашарди». Ҳақиқатдан ҳам, мазкур мамлакатларда бошқарувчилар корпорациянинг воситаларини деярли чекланмаган тарзда тасарруф этишади, лекин қизиғи шундаки, улар акциядорларни уларга тегишли ҳуқуқдан маҳрум қилиш имкониятига эга бўлишсада, бундай қилмайдилар. Шунинг учун АҚШ ва Буюк Британия ҳуқуқида «гарчи акциядорлар молияларни етказиб берувчилар бўлса-да, улар директорларга қайси йўлдан боришни кўрсатиш ҳуқуқига эга бўлишлари мажбурий эмас» деган асосий тамойил амал қилади.[358] Бунда акциядорларнинг ҳуқуқлари корпоратив кодекс ва таъсис ҳужжатлари билан мустаҳкамланади.[359] Масалан, Делавэр штати қонунчилигига кўра акциядорлик жамиятининг таъсис ҳужжатларига ўзгартириш ва қўшимчалар фақат акциядорларнинг розилиги билангина киритилиши мумкин. Лекин акциядорларнинг ўзлари бундай ўзгартириш ва қўшимчалар юзасидан таклифлар кирита

[358] Бу қоида Automatic Self-Cleaning Filter Syndicate Co., Ltd. vs. Cunninghame: 2 Ch.34 (Великобритания, 1906) каби суд прецедентларида ўз ифодасини топган. Мазкур ишда кўпчилик акциядорларнинг компанияни сотиш тўғрисидаги қарори рад этилади; Charlestown Boot & Shoe Co. vs. Dunsmore: 60 N.H. 85 (США, 1880). Бу ишда акциядорларнинг бошқарувчиларни тайинлаш тўғрисидаги қарорлари бекор қилинади.; Paramount Communications, Inc. vs. Time: 571 A. 2d 1140 (США, Delaware, 1989). Бу ишда эса акциядорларнигн қаршиликларига қарамасдан, бошқарувчиларга корпорациянинг хўжалик фаолияти бўйича ўз қарорларини ижро этиш ҳуқуқи берилади.. htpp://ssrn.com

[359] Қаранг: Lucian Arye Bebchuk. The Case for Empowering Shareholders // Harward Law Review. – April 2003. – P.49–71.

олмайдилар, бундай ваколатлар компания директорларига берилган.[360]

Европа ва Ўзбекистон қонунчилиги бўйича акциядорларга нисбатан бошқа ҳуқуқлар берилган. Масалан, Қонуннинг 16-моддасига кўра «жамият уставига ўзгартиш ва қўшимчалар киритиш ёки жамият уставини янги таҳрирда тасдиқлаш акциядорларнинг умумий йиғилишида иштирок этаётган овоз берувчи акциялар эгалари бўлган акциядорларнинг тўртдан уч қисмдан иборат кўпчилик овози билан қабул килинган акциядорлар умумий йиғилишининг қарорига асосан амалга оширилади».

Делавэр штати қонуничилигига асосан акциядорлар компанияни тугатиш ташаббуси билан чиқиш ҳуқуқига эга бўлмасдан, фақат компания директорлар кенгашининг шундай қарорига вето бериш ҳуқуқига эга.[361] Қонуннинг 101-моддасига кўра эса «жамият ихтиёрий равишда тугатилган тақдирда, тугатилаётган жамиятнинг кузатув кенгаши акциядорлар умумий йиғилишининг кун тартибига жамиятни тугатиш ва тугатиш комиссиясини тайинлаш тўғрисидаги масалани киритади. Ихтиёрий равишда тугатилаётган акциядорлик жамияти акциядорларининг умумий йиғилиши жрўйхатга олувчи орган ҳамда тугатиш комиссияси билан келишган ҳолда жамиятни тугатиш тўғрисида қарор қабул қилади». Худди шундай қоида Германия, Италия, Финландия ва Россия каби мамлакатларда амал қилади.

Дивидендлар тўлаш ва уларнинг миқдори тўғрисидаги қарор АҚШда акциядорлик жамиятининг директорлар кенгаши томонидан қабул қилинади ва акциядорлар директорлар кенгашининг ушбу қарорига вето бериш ҳукуқига эга бўлишмайди[362] Гарчи Қонуннинг 55-моддасида « йиллик дивидендларнинг миқдори жамият кузатув кенгаши тавсия этган миқдордан кўп ва тўланган оралиқ дивидендлардан кам

[360] Қаранг: Delaware General Corporation Law §242(b); Revised Model Business Corporations Act §10.03; NY. Business Corporation Law §803 (a).
[361] Қаранг: Delaware General Corporation Law §251(a), (b).
[362] Қаранг: Delaware General Corporation Law §109; Revised Model Business Corporations Act §10.20; NY Business Corporation Law §601.

бўлиши мумкин эмас»лиги белгиланган бўлсада, мазкур модданинг ўзида «акцияларнинг ҳар бир тури бўйича йиллик дивидендлар тўлаш, дивиденднинг миқдори ҳамда уни тўлаш шакли тўғрисидаги қарор акциядорлар умумий йиғилиши томонидан қабул қилинади» деб кўрсатилган

Шундай қилиб, цивилистик тизимдан фарқли равишда умумий ҳуқуқ қонунлари корпорацияларнинг фаолияти устидан назорат қилиш ва акциядорларнинг ҳуқуқларини мустаҳкамлаш борасида, бундай масалаларни ҳал этишни директорлар шахсида корпорациянинг ўзига берган ҳолда нисбатан «юмшоқ» қоидалар белгилайди. Лекин корпорация бошқарувининг бундай кенг ваколатларга эгалигига қарамасдан, АҚШда бошқарувчиларнинг ҳалол хулқ-атворини таъминловчи корпоратив бошқарувнинг бошқа механизмлари амал қилади. Бунга акциядорларнинг корпорациядан чиқиш, суд ҳимоясидан фойдаланиш ҳуқуқлари, қимматли қоғозлар бозорининг тартибга солиниши кабиларни мисол сифатида келтириш мумкин.[363]

Масалан, корпорациядан чиқиш ҳуқуқи акциядорларнинг уларга тегишли ҳуқуқлардан маҳрум қилишга қарши самарали воситалардан бири бўлди. Компания самарасиз фаолият юритаётган вақтда акциядор ўзига тегишли акцияларни сотиши мумкин. АҚШда фонд бозори юқори ликвидли бўлганлиги сабабли у корпорациялар фаолияти самардорлигининг мезони бўлиб хизмат қилади. Корпорация фаолияти самарасиз бўлган ҳолда акцияларни сотиш оммавий тусга айланади ва корпорацияларнинг нисбатан юқори қийматга эгалигига қарамасдан, бундай савдоларда унинг нархи тегишли равишда пасаяди, натижада корпоратив назорат бозори фаолият юрита бошлайди ва фаолияти самарасиз бўлган корпорациянинг акциялар пакети самарасиз бошқарувчиларни алмаштирадиган бошқа корпорация томонидан сотиб олинади. Бир корпорациянинг иккинчи корпорацияга тегишли акцияларнинг назорат пакетини қўлга киритиш (корпоратив сингдириш) ва

[363] Қаранг: Pistor Katharina, Keinan Yoram, Kleinheisterkamp Jan & Mark D. West. The Evolution of Corporate Law: A Cross Country Comparison // Columbia Law School. The Center for Law and Economic Studies. Working Paper. – No. 232. www.ssrn.com

акциядорларнинг корпорациядан чиқиш ҳуқуқлари бошқарувчиларни нисбатан самарали фаолият сари рағбатлантиради. Биргина шу мисолдан ҳам корпоратив сингдиришга ўхшаган бозор механизмининг мавжудлиги корпоратив ҳуқуқ зиммасидаги мажбуриятни бироз енгиллаштириши ва бу унинг янада ривожланишида ўз ифодасини топишини кўриш мумкин. Европада фонд бозори нисбатан кам ликвидли ҳисобланганлиги сабабли биринчидан акциядорларнинг корпорациядан чиқиш ҳуқуқлари чекланади ва иккинчидан, корпоратив сингдириш АҚШ ва Буюк Британиядаги сингари корпоратив бошқарувнинг самарали механизми ҳисобланмайди.

Бир қарашда, Блек ва Крекманнинг фикрларидан ҳамда кўриб чиқилган ҳолатлардан келиб чиққан ҳолда муаллифлар томонидан келтирилган омиллар (қимматли қоғозлар бозори ва у билан боғлиқ ҳуқуқий институтларнинг ривожланганлиги, ҳуқуқий интститутларнинг ишончлилиги ва жамоавий компанияларда эгаликнинг тузилиши кабилар) корпоратив ҳуқуқ шаклланишининг бирламчи омиллари ҳисобланади. Ўзбекистон Республикасида акциядорлик жамиятлари фаолиятининг ҳуқуқий асосларини шакллантириш бунинг яққол гувоҳлик бериши мумкин. Масалан, Ўзбекистон Республикасида ахборотни ошкор этишни таъминлашда ҳуқуқий тизимлар фонд бозорига таянмайди. АҚШда эмитентлар Нью-Йорк фонд биржасида акциялар жойлаштириш вақтида ахборотларни ошкор этиш бўйича биржанинг ички қоидаларига риоя қилишлари лозим. Бунинг натижасида қимматли қоғозлар бозорини тартибга солиш бўйича ҳукумат ҳужжатлари талабига мос равишда акциядорлар ахборотни ошкор этишга унчалик ҳам интилмайдилар. Бу ҳолат ҳуқуқий тизим зиммасидаги мажбуриятни енгиллаштирганлиги сабабли мазкур органлар фонд бозорида олинган ахбороот билан қаноатланадилар. Ўзбекистон, шунингдек фонд бозори унча ривожланмаган бошқа мамлакатларда акциядорларнинг асосий умиди қимматли қоғозлар бозорининг давлат томонидан тартибга солиниши бўлиб ҳисобланади ва ҳуқуқий тизимда буни иобатга олишга тўғри келади.

Шу билан бирга бир қатор тадқиқотлар қимматли қоғозлар бозорини шакллантиришда, дунёнинг турли мамлакатлари компанияларидаги эгалик тузилишида ҳуқуқ бирламчи ўрин тутадиган юқоридаги ғояга тескари фикрни билдиришади. Ла Порт, Лопез-де-Силанез, Шляйфер ва Вишнларнинг «Инвесторларни ҳимоя қилиш ва корпоратив бошқарув» мавзусидаги тадқиқотлари мазкур масала борасида амалга оширилган муҳим тадқиқотлардан бири бўлди. Муаллифлар таъкидлашича, эгаликнинг бирлашганлиги, акциядорлик молиялаштириш имкониятининг мавжуд эмаслиги, қимматли қоғозлар бозорининг ривожланмаганлиги кабилар корпорация инвесторларини самарасиз ҳуқуқий ҳимоя қилишнинг натижаси бўлиб ҳисобланади. Акциядорларнинг ҳуқуқлари ҳимоя қилинганлигининг асосий индикатори сифатида мазкур муаллифлар турли мамлакатлардаги эгаликнинг бирлашганлиги даражасини қиёслашади.

Фикримизча, бундай бирлашганлик қуйидаги икки салбий жиҳатга эга: биринчидан, биз томонимиздан амалга оширилган қиёсий таҳлил натижаларига кўра эгаликнинг бирлашиши инвесторлар ҳисобланган акциядорларнинг ёмон ҳимоя қилинганлиги натижаси бўлиб ҳисобланади. Гап шундаки, акцияларга эгалик қилишнинг бирлашиши акция эгасига корпорация фаолиятини йўналтириш бўйича кўпгина масалаларни ҳал этишда катта ваколатларни беради. Бундай ваколатлар қаторига корпорациянинг йирик битимларини тасдиқлаш, бошқарув таркибини ўзгартириш кабилар киради. Бу ўз навбатида уларга ўзларини ҳимоя қилиш бўйича кенг имкониятлар беради. Бошқарув компания эгаларига хиёнат қилган ҳолларда, яъни классик турдаги агентлик муаммоси келиб чиққанда акциядорлар ёки йирик акциядор мазкур бошқарувни ўзи ишонадиган бошқа бошқарувга алмаштириши мумкин. Лекин бошқа томондан, эгалик бирлашган ҳолда корпорация “халқ корпорациясига” айланмайди ва корпорациянинг фаолиятини алоҳида эътибор билан назорат қиладиган аниқ шахслар доираси мавжуд бўлади. Шундай қилиб, эгалик тарқоқ бўлган ҳолда амалга ошиш эҳтимоли кам бўлган акциядорларнинг жамоавий ҳаракат қилиш муаммоси

ҳал этилади.[364] Лекин, юқорида кўрсатилганидек, бутун мамлакат бўйлаб эгаликнинг бирлашган моделига интилиш, корпорация фаолиятини ташкил этишнинг самарасизлиги индикатори бўлиб ҳисобланади.[365] Бу корпоратив бошқарувнинг ҳимоя қилувчи механизмларига нисбатан ишончсизлик мавжудлигига олиб келади ва Европа мамлакатларида кузатилганидек, акциядорлар ўз ҳуқуқларини ўзлари ҳимоя қиладилар.[366]

АҚШда бунинг акси содир бўлди. У ерда акциядорлар йирик акция пакетларига эга бўлишмайди. Ўзини-ўзи ҳимоя қилишнинг энг мақбул усули – акциялар портфелини кичик акциялар пакетига бўлиш бўлиб ҳисобланади. Компаниялардан бири банкрот бўлган ҳолда акциядорлар эга бўлган акциялар пакети унча катта бўлмаганлиги сабабли акциядорлар катта талофот кўрмайдилар.[367] Лекин бундай шароитга яхши ташкил этилган корпоратив ахборотни ошкор этиш тизими ва корпоратив қимматли қоғозларнинг ликвидли бозорини ташкил этиш орқали эришиш мумкин.[368]

Фикримизча, компания ишлаб чиқаришига ва умуман мамлакат иқтисодиётига салбий таъсир кўрсатадиган, йирик акциялар пакети эгалари томонидан кичик акциядорлар ҳуқуқларининг бузилиши эгалик бирлашганлигининг иккинчи салбий оқибати ҳисобланади. Акцияларнинг йирик пакетига эгалик қилиш акциядорлар ўртасида муаммони келтириб чиқаради. Бу эса инвесторларнинг (потенциал акциядорларда) корпорацияни йирик акциялар билан молиялаштириш

[364] Қаранг: Köke J. Control Transfers in Corporate Germany: Their Frequency, Causes and Consequences // ZEW Discussion Paper.– Mannheim, 2001. – No. 00–67.

[365] Эгаликнинг бирлашишига асосланган ҳар қандай корпорацияни ҳам самарасиз деб бўлмайди, чунки масалан,ёпиқ турдаги акциядорлик жамиятларида акцияларга эгалик қилиш одатда бирлашган бўлади. Бошқача қилиб айтганда баъзи ҳоллрда эгаликнинг бирлашганлиги корпорация мавжудлигининг шарти бўлиши мумкин.

[366] Қаранг: Schmidt R.H. Kontinuität und Wandel bei der Corporate Governance in Deutschland // Zeitschrift für Betriebswirtschaftliche Forschung. – 2001. – Special Issue 47–01. – P.61–87.

[367] Қаранг: Garvey G.T. and Swan P.L. The Economics of Corporate Governance: Beyond the Marshallian Firm // Journal of Corporate Finance. – 1994. – №1. – P.139–174.

[368] Қаранг: Kaplan S.N. Top Executives, Turnover, and Firm Performance in Germany // Journal of Law, Economics and Organization. – 1994. – №10. – P.142–159.

хоҳишини сўндиради. Бу қуйидаги натижаларга олиб келади:

1. Эгаликнинг бирлашиши натижасида йирик молияларга эга бўлган фақат чекланган доирадаги шахслар йирик акциялар блокини сотиб олади ва пировардида корпорацияга аҳолининг нисбатан кам маблағлари жалб этилади. Бу ҳолни биз АҚШга нисбатан Германияда учратишимиз мумкин.[369] Бунинг натижасида корпорация биринчидан, банк кредитлари ҳисобидан молиялаштиришга мурожаат этса[370], иккинчидан, истиқболли ва узоқ муддатли тадбиркорлик лойиҳаларини амалга ошира олмайди.

2 . Бу қимматли қоғозлар бозорининг кам ликвидлигига олиб келади, чунки биринчидан, йирик акцияларга эгалик қилиш одатда узоқ муддатли характерга эга бўлса, иккинчидан, йирик акцияларни сотиб олиш кўпроқ молиявий воситаларни талаб этади ва АҚШдан фарқли равишда бой бўлмаган оддий фуқаро қимматли қоғозлар билан боғлиқ битимлар туза олмаслиги натижасида тузиладиган битимлар сони сезиларли даражада камаяди.

Худди шундай ғоялар корпоратив бошқарувида эгалик бирлашган мамлакатларда ўз аксини торди. АҚШда эгаликни бирлаштириш орқали инвесторларнинг ҳуқуқларини ҳимоя қилиш жуда кам учрайдиган ҳол бўлиб ҳисобланади. Европада эса эса бунинг акси, яъни эгаликнинг бирлашиши корпоратив бошқарувнинг ижтимоий меъёрига айланди. Қимматли қоғозлар бозорининг ликвидлилиги ва акцияларга нисбатан тарқалган эгаликнинг мавжудлиги туфайли корпоратив сингдиришлар АҚШ ва Буюк Британияда жуда тез тез учрайдиган ҳодиса бўлиб қолди. Европада эса корпорациялардаги йирик эгалик туфайли корпоратив сингдиришлар кам учрайди, чунки улар бошқа корпорациялар томонидан деярли сингдирилган ҳисобланади. Бундан ташқари, Европа корпорациялари қимматли қоғозларининг ноликвид бозори ҳам

[369] Қаранг: Alen F., Gale D. Comparing Financial Systems. – Cambridge: MIT Press, 2000. – P.67.

[370] Корпоратив бошқарувнинг Германия модели бежиз «банкка мўлжалланган» деб номланмайди. У ерда корпорацияларни молиялаштиришда банк кредитларидан кенг қўлланилади.

корпорацияларни сингдириш учун қулай ҳисобланмайди. Бошқача қилиб айтганда, сингдириш орқали корпоратив бошқарувни ривожлантириш Европа учун самарасиз ҳисобланади.

Умуман олганда корпоратив эгалик ва бошқарувдаги бундай фарқлар корпоратив ҳуқуқ ва қимматли қоғозлар бозорини ҳуқуқий тартибга солишда ўзининг аксини топди. Масалан, агар АҚШда акциядорларнинг корпорация бошқарувининг виждонсизилиги устидан уларга қарши даъволар қўллаш кенг тарқалган бўлса, Германияда асосан йирик акциядорларнинг корпорацияда сезиларли овозлар сони ва кенг бошқарув ваколатлари олиш билан боғлиқ даъволари учун ҳуқуқий шароитлар яратилган. Германияда кредиторларнинг ҳуқуқларини ҳимоя қилувчи ҳуқуқий асослар ривожланган, чунки АҚШдан фарқли равишда Германияда корпорациялар юқорида кўрсатилган сабаблар туфайли акциядорлик молиялаштиришдан кўра кўпроқ кредит орқали молиялаштиришга боғлиқ бўлади.[371] Бу турли мамлакатлар томонидан мазкур муносабатларни тартибга солишдаги айрим фарқлар холос. Бундай кескин фарқларни корпоратив бошқарувнинг ҳар иккала тизимидаги корпоратив ҳуқуқнинг деярли барча институтларида учратиш мумкин.

Тадқиқотлар далолат беришича, Германияда инвесторлар манфаатларининг бошқарувчилар томонидан бузилишидан самарасиз ҳимоя қилиниши натижасида акциядорларнинг ҳуқуқ ва манфаатларини ҳимоя қилишнинг асосий усули бўлган корпорацияда овозларни йиғишдек алоҳида корпоратив бошқарув тизими вужудга келади. Натижада корпоратив бошқарувнинг бошқа механизмлари ёки самарасиз бўлади ёки иккинчи даражали бўлиб қолади ёхуд умуман қўлланилмайди.[372] Мазкур мамлакатда ҳуқуқ корпоратив бошқарувда иккинчи даражали ўринни эгаллайди, чунки йирик акциядорлардан кичик акциядорларга йўналтирилган ҳолда ҳуқуқ корпоратив бошқарувнинг биринчи механизмини қўллаш натижасида келиб чиққан агентлик муаммоларини тартибга солади. Шундан келиб

[371] Қаранг: Alen F., Gale D. Op. cit. – P.69.
[372] Қаранг: La Porta R. and etc. Op. cit. – P.1131–1150.

чиқиб, Германияда содир этиладиган сингдиришларни АҚШдан фарқли равишда корпоратив бошқарув механизми дейиш қийин,[373] чунки Германияда эгалик бирлашган бўлиб қолади[374] ва сингдиришлар бошқа иқтисодий манфаатларга хизмат қилади. Масалан, ишлаб чиқаришни такомиллаштиришни корпоратив бошқарувни ривожлантириш орқали эмас, балки ишлаб чиқаришнинг икки соҳасини бирлаштириш орқали амалга ошириш.[375] Германияда қимматли қоғозлар бозорининг ноликвидлилиги туфайли корпоратив бошқарувни ривожлантиришда фонд биржалари деярли ҳеч қандай аҳамиятга эга бўлмайди.

Корпорацияларда эгаликнинг тарқалганлиги ва уларнинг ташқи молияларни жалб этиш қобилиятлари туфайли корпоратив бошқраув талабларига жавоб берадиган АҚШдаги корпоратив бошқарув механизмларнинг аҳамиятини қисқача кўриб чиқамиз. АҚШда корпорацияларнинг сингдирилиши корпоратив бошқарувнинг нисбатан самарали механизмларидан бири ҳисобланади. Сингдириш жараёнида бир корпорация бошқарувчиларнинг самарасиз бошқриши туфайли акциялар нархи тушиб кетган бошқа корпорациянинг назорат акциялар пакетини қўлга киритади.[376] Корпорация сингдириб олингандан кейин самарасиз бошқарувчилар самарали бошқарувчиларга алмаштирилади, самарасиз корпорациянинг акциядорларига эса уларнинг акциялари учун нисбатан юқори нархлар таклиф этилади. Мазкур механизмни қўллашэ ҳар доим ҳам самарали бўлавермайди, унинг бир меъёрда фаолият юритиши учун бир қатор шартлар талаб этилади. Масалан, қимматли қоғозлар бозори ликвидли

[373] Қаранг: Franks J. and Mayer C. Ownership and Control in Germany // Working Paper. London Business School. – 1994. – P.43.

[374] Одатда сингдириш акцияларга нисбатан эгалик бирлашганлиги ва шу йўл билан корпорациядаги йирик овозларни қўлга киритиш ҳисобидан амалга оширилади.

[375] Акциядорлар манфаатларига нисбатан корпоратив сингдиришларнинг сабаб ва оқибатлари ҳақида батафсил қаранг: Cooke Terence E. Mergers and Acquisitions. – NY.: Basil Blackwell Ltd, 1988; Edgard S. Miller. Weinberg and Blank on Takeovers and Mergers. – London: Sweet & Maxwell, 1999; Hazen Thomas Lee. The Law of Securities Regulation // Hornbook Series. – 1985. http://euro.m&a.eu.net; и мн. др.

[376] Қаранг: Jensen M. The Modern Industrial Revolution, Exit and the Failure of Internal Control Systems // Journal of Finance. – 1993. – №48. – P.831–880.

бўлмаганлиги учун Германияда бу механизм ишламайди. Бошқа томондан олиб қараганда эса корпоратив сингдиришлар эгаликнинг бирлашишини назарда тутиши боис, улар акциядорлар ўртасида агентлик муаммосининг вужудга келишига олиб келиши мумкин. Шунинг учун корпоратив сингдиришларни корпоратив бошқарувнинг бирламчи механизмига киритиш қийин.

Фамнинг фикрича, бошқарувчиларнинг меҳнат бозори ҳамда иккитомонлама кузатув самарали корпоратив бошқарувнинг энг муҳим омиллари бўлиб ҳисобланади.[377] Бошқарувчилар меҳнат бозорида юқори рақобат мавжудлиги туфайли бошқарувчилар ўз ишларини ташлашни хоҳламайдилар. Шу мақсадда улар акциядорларнинг фаровонлигини ошириш барча имкониятларини ишга соладилар, чунки акс ҳолда акциядорлар уларни ишдан бўшатиши мумкин.[378] Шу билан бирга бошқарувчиларнинг моддий манфаатдорлиги бевосита улар ишининг унумдорлигига боғлиқ бўлганлиги ҳам уларни янада самарали фаолият юритишга ундайди. Ҳар бир бошқарувчи корпорациянинг самардорлигида муайян улушга эга бўлганлиги туфайли умумий самарадорликка эришиш мақсадида бошқарувчиларга бир бирининг меҳнати унумдорлигини ўзаро назорат қилишга тўғри келади. Корпоратив бошқарувнинг бу механизмлари ҳам адабиётларда бирламчи механизмлар сифатида эътироф этилмайди. Бунга сабаб масалан, корпорацияни қандай бошқариш бўйича бошқарувчилар ўртасида низолар келиб чиқиши, бу эса бир қанча вақт ва харажатларни талаб этиши мумкин.[379]

Корпоратив бошқарувнинг юқорида санаб ўтилган механизмларидан фарқли равишда эгалик ва бошқарувнинг бўлиниши кучли бўлган мамлакатларда корпоратив бошқарувнинг ҳуқуқий механизми ўзини нисбатан кенг

[377] Қаранг: Fama E. Op. cit. – P.288–307.

[378] Қаранг: Coughlan A. and Schmidt R. Executive Compensation, Management Turnover and Firm Performance: An Empirical Investigation // Journal of Accounting and Economics. – 1985. – №7. – P.43–66.

[379] Қаранг: Warner J., Watts R. and Wruck K.H. Stock Prices and Top Management Changes // Journal of Financial Economics. – 1988. – №20. – 461–492.

тарқалган механизм сифатида кўрсатди. Дахий, Макконнел ва Травлосларнинг тадқиқотлари натижаларига кўра Буюк Британияда Кэдбури кодекси чоп этилгандан кейин бошқарувчиларнинг унумдорлиги ва ишдан бўшатилиши ўртасидаги ўзаро алоқалар кескин кучайди.[380] Коффи[381], Алена ва Гейла, Ла Порта, Лопез-де-Силанез, Шляйфера ва Вишн каби олимларнинг қиёсий тадқиқотлари янада қизиқ бўлиб ҳисобланади.

Уларнинг фикрича, инвесторларнинг ҳуқуқий ҳимоя қилинганлиги, эгаликнинг муайян тузилишини шакллантириш ва корпорациянинг ташқи молияларни жалб этишга имконияти мавжудлигининг асосий омили ҳисобланади. Германия ва унга ўхшаган мамлакатларда акциядорлар ҳуқуқларининг салбий ҳимоя қилинганлиги ва бунинг натижасида бирлашган эгаликка асосланган корпоратив бошқарув механизмининг ишлаши, эгалик бирлашишининг вужудга келиш сабаби бўлиб ҳисобланади.

Коффининг фикрича, умумий ҳуқуққа (прецедент ҳуқуқига) асосланган мамлакатларда инвесторлар ҳуқуқлари цивил ҳуқуқига асосланган мамлакатларга нисбатан яхшироқ ҳимоя қилинган. Чунки умумий ҳуқуққа асосланган мамлакатларда ҳуқуқий нормалар одатда судялар томонидан прецедентлар ва фидуциар жавобгарлик ва ҳаққонийлик каби тамойиллар асосида тузилади. Янги ҳолатлар пайдо бўлган ҳолларда мазкур тамойиллар асосида амалдаги қонунларда мавжуд бўлмаган янги қоидалар ўрнатилади ва шу йўл билан умумий ҳуқуққа асосланган мамлакатлар корпоратив ҳуқуқи, корпоратив муносабатларни тартибга солишда янада мослашувчан бўлади. Коффи таъкидлашича, «корпоратив низоларни ҳал қилиш чоғида корпоратив инсайдерларнинг қай даражада ҳалол ишлаганликларини аниқлашда судялар ўзларининг тажрибаларига таянадилар». Цивил ҳуқуқига асосланган

[380] Қаранг: Dahya J., McConnel J. and Travlos N. The Cadbury Committee, Corporate Performance and Top Management Turnover // Journal of Finance. – 2002. – №57. – P.461–483.

[381] Қаранг: Coffee J. Privatization and Corporate Governance: the Lessons from Securities Market Failure // Working Paper. Columbia Law School. – NY, 2000. – No.158.

мамлакатларда эса бундай ҳолат кузатилмайди ва корпоратив инсайдерлар қонунчиликдаги бўшлиқдан ўз манфаатлари йўлида фойдаланадилар. Коффининг фикрича, айнан шунинг учун Европа мамлакатлари киradиган умумий ҳуқуққа асосланган мамлакатларда корпоратив бошқарув нисбатан самарали бўлади.[382] Умумий ҳуқуққа асосланган мамлакатларда цивил ҳуқуқига асосланган мамлакатлардан фарқли равишда давлатнинг корпоратив ишларга аралашиши кам бўлади. Масалан, Англияда XVII асрдаёқ парламент таъсир остида судлар қиролдан мустақил бўлишган. Натижада судлар хусусий мулкни қиролдан ҳам ҳимоя қила бошладилар, бу эса хусусий тадбиркорлик ишларига монархларнинг аралашувини чеклаб қўйди.[383] АҚШ ва Буюк Британияга нисбатан Европада корпоратив бошқарувнинг кам самарадорлиги юқоридагидек тушунтирилади. Германия хусусий ҳуқуқида акциядорларнинг ҳуқуқига кўра кредиторлар, айниқса таъминланган кредиторларнинг ҳуқуқларини ҳимоя қилишга кўпроқ эътибор қаратилади.

XX аср бошларидан бошлаб АҚШда қимматли қоғозлар бозорини ҳуқуқий тартибга солиш, бозорни ҳимоя қилиш заруратини инобатга олган ҳолда шаклланди. Қимматли қоғозлар бозори, ўзининг барча асосий институтлари билан 1933 ва 1934 йилларда қимматли қоғозлар бозорини тартибга солиш бўйича ҳужжатлар қабул қилиниши билан шаклланди.[384] Шундай қилиб, АҚШ қимматли қоғозлар бозорини нисбатан тўлиқ ҳуқуқий тартибга солган биринчи давлат бўлди. Бунга қўшимча равишда Қимматли қоғозлар ва айирбошлаш бўйича Федерал Комиссия (Securities and Exchange Commission) тузилди. Буюк Британияда қимматли қоғозлар бозорини тартибга солишнинг муваффақияти асосан ўзини-ўзи тартибга солишга асосланади.[385] Германияда эса қимматли қоғозлар

[382] Idem.

[383] Қаранг: La Porta R. and etc. Op. cit. – P.1131–1150.

[384] Қаранг: Brain R. Cheffins. Putting Britain on the Roe Map: The Emergence of the Berle-Means Corporation in the UK. http://ssrn.com

[385] Как это происходит (Қаранг: выше) на Нью-Йоркской Фондовой бирже. Қаранг: подр.: Warren P. Global Harmonization of Securities Laws – the Achievements of the European Communities // Harv. Int'l. L.J. – 1990. – P.185; Lawrence J. White. Competition versus Harmonization – An Overview of International Regulation of Financial Services,

бозорини тартибга солувчи ҳужжат 70-йиллардаги қимматли қоғозлар бозори инқирози натижасида 1996 йилда қабул қилинди.[386] Лекин мазкур ҳужжат бир қатор камчиликларга эга эди. Масалан, унда қимматли қоғозлар эмиссияси проспектида ошкор этилиши лозим бўлган ахборотлар кўрсатилмаган эди. Мазкур ҳужжат ижросини назора тқилувчи ихтисослашган орган мавжуд эмас эди. Германияда яқин кунларгача қимматли қоғозлар бозорини тартибга солиш фақат маҳаллий органлар томонидан амалга оширилган. Қимматли қоғозлар бозорини тартибга солиш ва назорат қилиш бўйича федерал орган 1994 йилдагина тузилган.[387] Франция ҳам XIX асрда асос солинган қимматли қоғозлар бозорини тартибга солишга кеч киришди.[388] XX асрнинг 60-йилларида бу ерда давлат томонидан тайинланадиган брокерлардан ташқари бошқа брокерларнинг савдо қилишига рухсат берилди.[389] Қимматли қоғозлар бозорини назорат қилиш учун 1967 йилда комиссия тузилди.[390]

Италия, Белгия каби бошқа мамлакатларда корпорацияларни на акциядорлик молиялари орқали на кредит ресурслари орқали молиялаштириш ривожланмаган. Ла Порта, Лопез-де-Силанез, Шляйфер ва Вишни буни қуйидагича изоҳлайди: барча инвесторлар, улар акциядор ёки кредитор бўлишидан қатъий назар, ўзлари киритган улушни қайтариб олишнинг ҳуқуқий кафолатларига муҳтож бўладилар. Юқоридагилардан кўриниб турганидек, мазкур муаммо бугунги кунда хорижда ҳам долзарб бўлиб ҳисобланади.

International Financial Markets – Harmonization versus Competition / Claude E. Barfield ed. – 1996. – P.5.

[386] Қаранг: Martin Weber. Die Entwicklung des Kapitalmarktrechts 1998–2000: Organisation, Emission und Vertrieb // Neue Juristische Wochenschrift. – 2000. – S.2061.

[387] Gesetz über den Wertpapierhandel und zur Änderung börsenrechtlicher und wertpapierrechtlicher Vorschriften (Zweites Finanzmarktförderungsgesetz) (Wertpapierhandelsgesetz) v. 30.7.1994, Bgbl I, 1749. Ҳужжати асосида тузилган. Мазкур ҳужжатнинг §3 га қаранг.

[388] Қаранг: Klaus J. Hopt, Bernd Rudolph et al. Börsenreform – Eine Ökonomische, Rechtsvergleichende und Rechtspolitische Untersuchung. – 1997. – P.995, 1003.

[389] Бунга қадар, 1924 йилги инқироздан кейин фонд бозорида брокерлар фақат давлат томонидан тайинланган.

[390] Қаранг: Klaus J. Hopt, Bernd Rudolph et al. Op. cit. – P.995, 1003.

3.2. Ўзбекистонда корпоратив қонунчиликнинг шаклланиши: замонавий ҳолат ва муаммолар

Собиқ ҳудудида юз берган туб ўзгаришлар собиқ совет республикаларининг иқтисодий ҳаётини ҳам кескин ўзгартириб юборди. Бу ҳудудда 70 йилдан ортиқ ҳукмронлик қилган марказдан режалаштириш ва маъмурийй буйруқбозлик барҳам топди. Ўзбекистонда ҳам бу ҳудуддлар учун янгилик ҳисобланган бозор иқтисодиётиа ўтиш бошланди.[391] Масалан, 2003 йилда рўйхатга олинган ва чиқарилган корпоратив облигацияларнинг умумий ҳажми 16 млрд. сўмни ташкил этди. Ўтган йилнинг ттегишли даври билан қийслаганда, корпоратив облигациялар эмиссияси ҳажми 64 фоизга ошганлигини кузатиш мумкин.[392] Шу йилнинг ўзида инвесторлар томонидан 106 та корхонага тегишли умумий суммаси 23.9 млн. АҚШ доллари миқдордаги активлар реализация қилинган.[393]

Таҳлил натижалари мазкур муваффақиятларга эришиш ва ушбу соҳадаги ижобий ўзгаришлар янги тузилмалар, шу жумладан корпорациялар ёки қонунчиликда мустаҳкамланганидек акциядорлик жамиятларининг бозор иқтисодиётига асосланган нисбатан самарали ҳуқуқий, иқтисодий ва ижтимоий асосларини яратишга ёрдам бераётганлигини кўрсатди. Ўзбекистон Республикаси Президенти бу турдаги муносабатларни шакллантиришнинг истиқболли эканлиги борасида қуйидаги фикрни билдирди: «қимматли қоғозлар бозорини шакллантириш ҳисобидан аҳолининг бўш турган маблаҳлари муомалага жалб этилади ва бу билан иқтисодни барқарорлаштириш бўйича муҳим вазифа бўлган пул муомаласи, тегишинча миллий валюта мустаҳкамланади. Акциядорлаштириш, фонд бозорида иштирок этиш орқали аҳолида қимматли қоғозларга эгалик қилиш, улар билан муомала қилиш малака ва маданиятига эга бўлишга қизиқиш ўйғонади, шунингдек акциядор бўлган ҳолда

[391] Қаранг: Uzbekistan and Kazakhstan – a Tale of two Transition Paths // World Bank Policy Research Working Paper. – November 1, 2000. – №WPS 2472.

[392] ЎзР Давлат мулк қўмитасининг 2003 йилги ахборот таҳлилий бюллетени "Хусусийлаштириш ва иқтисодиётнинг хусусий секторини ривожлантириш ". – Т., 2004. http://www.uzsecurities.com

[393] ЎзР Давлат мулк қўмитасининг 2003 йилги фаолияти ҳақида ҳисобот. http://www.uzsecurities.com

мулкдорлар корхонанинг ишлаб чиқариш ва молиявий фаолиятига таъсир қилиш ҳуқуқига эга бўладилар».[394]

Бозор иқтисоди ривожланган мамлакатларда корпорациялар аллақачон молияларни тўплаш ва улардан тадбиркорлик соҳасида фойдаланишнинг энг мақбул воситаси сифатида ўзларини кўрсатишган. Г.Ф.Шершеневич такъидлаганидек, "акциядорлик корхоналарида капитализм ўзининг юқори даражасига эришади. Бу ерда у ўзининг бор кучини ишга солади".[395] Акциядорлик жамиятлари, айниқса уларнинг фаолияти энг мақбул тарзда ташкил этилган жойларда ялпи маҳсулотнинг сезиларли қисмини ишлаб чиқаришади.[396] Иқтисодий ва ҳуқуқий адабиётларда корпорациялар фаолиятини бундай энг мақбул ташкил этиш корпоратив бошқарув деб атала бошланди.[397] Лекин ташкил бўлгандан бошлаб бозор иқтисодиёти шароитларида ривожлаган мамлакатларда корпоратив бошқарув ва ҳуқуқ улар пайдо бўлган дастлабки даврлардан бошлаб босқичма босқич шаклланган. Собиқ коммунистик давлатлар эса корпоратив бошқарув соҳасида тажрибага эга бўлмаган ва уларнинг иқтисодиёти ўтиш ҳолатида бўлиб қолган.

Тегишли қонунчиликнинг яратилиши Ўзбекистонда корпорацияларнинг янги ижтиомий асослари, шу жумладан уларнинг тизимини шакллантиришдаги биринчи қадам бўлди.

Ўзбекистон Республикасида акциядорлик жамиятлари фаолиятини тартибга солиш 1990 йил 19 июнда СССР Министрар Советининг 590-сонли Қарори қабул қилиниши билан, яъни «қайта қуриш» даврида бошланди. Мазкур қарор билан «Акциядорлик жамиятлари ва масъулияти чекланган жамиятлар тўғрисида»ги Низом тасдиқланган эди.[398] Ўша

[394] Қаранг: Каримов И.А. Ўзбекистон XXI бўсағасида: хавфсизликка таҳдид, барқарорлик шартлари ва тараққиёт кафолатлари. – Т.: Ўзбекистон, 1997. – Б.192.
[395] Қаранг: Шершеневич Г.Ф. Курс торгового права. – Т.1: Введение. Торговые деятели. Классика российской цивилистики. – М.: Статут, 2003. – С.17.
[396] Буюк Британия, АҚШ, Канада, Япония ва бошқа мамлакатлар шулар жумласидан
[397] Қаранг: Fox Merritt and Joseph Heller. Lessons from Fiaskos in Russian Corporate Governance. – 1999. – P.40. http://papers.ssrn.com.
[398] Қаранг: Daniel Gogek. Russian Company Law Reform: Have Flawed Laws impeded the Transition to a Market Economy? // McGill Law Journal. – 1995. – №41. – P.276.

вақтларда мазкур ҳужжат корпорациялар фаолиятини тартибга солишнинг деярлми ягона асоси эди. Кейинчалик 1991 йилда ЎзРнинг «Корхоналар тўғрисида»ги қонуни қабул қилинди.[399] Лекин мазкур қонун ҳужжатлари тез суръатлар билан ривожланиб бораётган муносабатларни тегишли тарзда тартибга сола олмади ва XX асрнинг 90 йиллари ўрталарида Ўзбекистонда акциядолик жамиятлари фаолиятини тартибга солишдаги асосий Қонун – «акциядорик жамиятлари ва акциядорларнинг ҳуқуқларини ҳимоя қилиш тўғрисида»ги қонун қабул қилинди.

Умуман мазкур қонун функционал жиҳатдан ҳам, корпоратив муносабатларни тартибга солувчи асосий қоидаларни ўзида мужассамлаштирганлиги жиҳатидан ҳам “ўз ижросини таъминлай оладиган» ёки инглиз тилида айтганда "self enforcing» қонун бўлди.[400] Мазкур қонунни ишлаб чиқишда муаллифлар қуйидаги уч асосий тамойилга таянишди:

− биринчидан, қонун у амал қиладиган мамлакатнинг ўзига хос шароитларини инобатга олиши лозим[401];

− иккинчидан, қонун қўлланиладиган юрисдикциянинг ўзига хос хусусиятига қармасдан, бугунги кунда кўпгина мамлакатларда корпоратив ҳуқуқ масалалари деярли бир хил;

− учинчидан, янги ва мураккаб шароитлар учун қонун яратишнинг қийинлигига қарамасдан корпоратив ҳуқуқнинг кўпгина муаммолари ҳал этилмайдиган муаммолар ҳисобланмайди.[402]

Мазкур тамойилларнинг ҳар бирини батафсил кўриб чиқамиз.

Қонунни ишлаб чиқиш жараёнида биринчи тамойилга амал қилиш муаллифлар учун қийин бўлган деб ҳисобланади. Юқорида таъкидланганидек, мазкур тамойилга асосан қонун ўзи амал қиладиган давлатдаги ўзига хос хусусиятларни

---

399 Қаранг: Ўзбекистон Республикасининг «Корхоналар тўғрисида»ги Қонуни 15.02.1991г. N 229-XII. (Мазкур қонун 15.12.2000 йилдаги қонунга асосан ўз кучини йўқотган. // "Норма" АҲТ.

400 Қаранг: Блэк Бернард, Крэкман Рейнир, Тарасова Анна. Комментарий Федерального Закона РФ "Об акционерных обществах": Часть 1. − 1999. − P. 20. http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract_id=246670

401 Ўша жойда . − Б. 21.

402 Ўша жойда − Б. 23.

инобатга олиши лозим. Б.Блэк ва Р.Крекман ўзларининг ишларида муайян мамлакатнинг корпоратив ҳуқуқини шакллантирувчи «корпоратив ҳуқуқ ўзига хос моделининг» қуйидаги беш миллий омилини санаб ўтишади: 1) корпоратив ҳуқуқ мақсади; 2) қимматли қоғозлар бозори ва у билан боғлиқ институтларнинг ривожланганлиги; 3) ҳуқуқий институтларнинг ривожланганлиги ва мустаҳкамлиги; 4) оммавий компаниялардаги эгалик тузилиши; 5) корпоратив бирлашма иштирокчиларининг маданий-ахлоқий умидлари.[403]

Қонун лойиҳасини тузиш вақтида бозор иқтисоди институтлари шаклланиши нуқтаи назаридан Ўзбекистон ёш давлат эди ва ўша даврда коррупция ривожланиб, мамлакатнинг ҳуқуқни қўллаш тузилиши самарали шаклланмаган эди. Бу қандайдир маънода муаллифларнинг ишини енгиллаштирди, чунки янги қонун яратиш вақтида корпоратив ҳуқуқ бўйича алоҳида алоҳида ихтисослашган тартибга солувчи институтларнинг муҳим ўрни инобатга олинмасдан, миллий қонунчиликка зарур аҳамият қаратилди.[404]

Собиқ совет даврида инвестициявий фаолиятнинг тартибга солинмаганлиги мазкур соҳада тартибсизликларнинг кучайиши ва инвесторлар ишончининг пасайишига олиб келди. Акциядорларнинг манфаатларига хилоф равишда амалга оширилган ҳаракатлар тўғрисидаги кенг оммага маълум бўлган жанжаллар ҳукуматни акциядорлар ҳуқуқларини ҳимоя қилиш борасида кечиктириб бўлмайдиган чоралар кўриш ва давлат сингари акциядорларга ҳам ўз инвестициялари устидан назорат қилиш борасида кенг ҳуқуқлар бериш ҳақида ўйлашга мажбур қилди.

Корпоратив эгалик тузилишида хусусийлаштиришнинг амалга оширилиши ва унинг натижаси ҳамда ундан келиб чиқадиган агентлик муаммоси қонун шаклланишидаги яна бир муҳим омил бўлди. 1991 йилдан бошлаб амалга оширилган давлатга тегишли корхоналарни хусусийлаштириш,

[403] Қаранг: Bernard Black, Reinier Kraakman. A Self-Enforcing Model of Corporate Law //Harvard Law Review. − 1996. − №109. − P.1911−1982.
[404] Idem. − P.21.

мамлакатда бозор тизимини шакллантиришдаги дастлабки қадамлардан бири бўлди. Лекин янги ўзбек корхоналари даромадни максимал даражага етказиш мақсадини олдига қўйган янги компанияларга қайта ташкил этилмади. Баъзи ҳолларда уларнинг бошқарувчилари ўз бойлиги ва ҳокимиятини ошириш каби мақсадларга эга бўлган. Бунда қонунлар мазкур корпоратив объектлар директорлари ва бошқарувчиларининг табиий шахсий манфаатини инобатга олмаган, уларнинг ҳокимияти ва таъсири совет ҳукуматининг олдинги назорати билан бир хил эди. Олдинги даврларда ҳукумат корхоналар устидан қатъий назорат қилган, уларга тадбиркорлик даромадлари ва хусусий мулкка эга бўлишни таъқиқлаган, ишлаб чиқариш ва нархларни бошқарган. XX аср 80-йилларининг ўрталаридан бошлаб компания устидан амалга ошириладиган назоратни бошқарувчилар ва ходимлар устидан амалга ошириладиган назоратга ўтказиш бўйича ислоҳотлар амалга оширилган бўлсада, компаниянинг даромади марказлаштирилган жамғармага йўналтирилар эди. Мазкур омиллар кейинчалик акциядорлик-бошқарув юриш-туришига жуда катта таъсир кўрсатди. Натижада акциядорлик жамияти бошқаруви ва аутсайдер акциядорлар ўртасида кўп ҳолларда тушунмовчиликлар юзага кела бошлади. Совет давридаги бошқарувчилар ўша даврдаги қоидаларга асосан фақат ҳукумат мақсад ва вазифаларини ижро этар эдилар. Хусусийлаштирилгандан кейин эса акциядорлар тегишли равишда даромад ва самарадорлик олишни кутадилар. Акциядорларнинг танқидидан қочиш мақсадида корпоратив бошқарувчилар одатда акциядорларни компания акциядорлари реестридан чиқариб ташлар ёки акцияларнинг янги эмиссиясини чиқариш орқали шикоят қилаётган акциядорларнинг улушларини қўшиб юборардилар.[405]

Мамлакатимизда ўзига хос шароитларни инобатга олган ҳолда Ўзбекистонда хусусийлаштириш бошлангандан бери 54 минг корхона ва объектлар давлат тасарруфидан чиқарилди.

[405] Қаранг: Metzger B., Dean R.N. and Bloom D. Russia's Code of Corporate Conduct: An Innovative Approach to Solving Shareholder Rights Abuses // The Corporate Governance Advisor. − 2002. − №10(2)(March/April). − P.12−17.

Улардан 18.4 мингтаси хусусий мулкка, 26.1 мингтаси акциядорлик мулкига, 8.7 мингтаси жамоа мулкига, 661 таси ижара мулкига айланди. 1995 йилнинг биринчи ярмида мазкур жараён тезлашди ва унда муайян натижаларга эришилди. Хусусан, мазкур йилнинг биринчи ярмида 4300 та корхона хусусийлаштирилди ва ташкил этилган акциядорлик жамиятлари сони 3600 тадан ошиб кетди, улар томонидан икки млрд. сўмлик акциялар чиқарилди. Фонд биржаси, Кўчмас мулк биржаси, Миллий депозитарий ўз фаолиятида муайян натижаларга эришди.[406] Шундай қилиб, бозор институтларининг шаклланаётган тизими тегишли ҳуқуқий асосни талаб этар эди.

Фикримизча, юқорида санаб ўтилган бешинчи омил айнан шунда ўз ифодасини топади. Адабиётларда кўрсатилишича, «иқтисодий жиҳатдан ривожланаётган мамлакатларнинг акциядорлик жамиятлари тўғрисидаги қонунлари учун иқтисодий жиҳатдан ривожланган мамлакатларда муҳим аҳамиятга эга бўлмаган, хўжалик юритишнинг капиталистик шаклига ва йирик тижорат корхоналарининг мулкига нисбатан хусусий мулкка бўлган ижтимоий ишончни тарбиялаш билан боғлиқ яна бир мақсад муҳим ҳисобланади».[407]

«Хусусийлаштириш ва давлат тасарруфидан чиқариш тўғрисида»ги қонун Ўзбекистонда хусусийлаштириш жараёнини тартибга солувчи асосий ҳцқуқий ҳужжат бўлди."[408] Натижада 1991–1992 йиллардаёқ икки мингга яқин давлат корхоналари мулк шаклини ўзгартирди, уларнинг 600 га яқини хусусий мулк, 70 таси жамоа мулки, 80 таси сотиб олиш шарти билан ижара мулкига айланди. 200 дан ортиқ корхоналар акциядорлик жамиятларига айлантирилди.[409] Лекин Ўзбекистонда хусусийлаштиришнинг оммавий босқичи ҳисобланган ва

[406] Каримов И.А.Биз келажакка ишонч билан қараймиз: 1995 йил 29 июлда биринчи ярим йиллик якунлари бўйича Вазирлар Маҳкамаси йиғилишида сўзлаган нутқи. // Халқ сўзи. 30.07.1995 йил.

[407] Қаранг: Блэк Бернард ва бошқалар. Ўша асар − Р.21.

[408] Қаранг: «Давлат тасарруфидан чиқариш ва хусусийлаштириш тўғрисида»ги Ўзбекистон Республикасининг19.11.1991 йилги қонуни // “Норма” АҲТ.

[409] Қаранг: Каримов И.А. Ўзбекистон – келажаги буюк давлат. Т.: Ўзбекистон, 1997. – Б. 45.

қурилиш, транспорт, озиқ-овқат каби соҳаларни қамраб олган[410] акциядорлик хусусийлаштирилиши асосан 1994−1995 йилларда амалга оширилди.[411]

Ўзбекистон Республикасида хусусийлаштириш жараёни кўп жиҳатдан ўзига хос кечди. Бу ўзига хосликлар қуйидагиларда кўринади: биринчидан, Ўзбекистон ваучерлаштириш орқали хусусийлаштиришдан воз кечди. Бу хусусийлаштириш учун аҳолида воситаларнинг етишмаслиги билан боғлиқ эди, шунинг учун хусусийлаштиришда чекланган доирадаги шахслар иштирок этди, бу эса ЎзРда эгаликнинг бирлашишишига сабаб бўлди. Масалан, бевосита ЎзР корхоналарида ўтказилган сўровлар ходимларнинг фақатгина 6-8 фоизи ва муҳандис-техник ходимларнинг 3 фоизга яқини акцияларни сотиб олишга тайёрлигини кўрсатди.[412] Иккинчидан, хусусийлаштириш Ўзбекистонда тўлов асосида амалга оширилди. Бу корхона хизматчилари ўртасида инсайдерлик хусусийлаштирилишининг кенг тарқалишига тўсқинлик қилди.

Ўзбекистонда қонунлар корпоратив бошқарувда акциядорларнинг ҳуқуқларини таъминлашни етарли даражада кафолатлай олмаётганлиги сабабли кўпгина корхоналар капитал олишва чет эл инвестицияларини жалб этиш билан боғлиқ муаммоларга дуч келмоқда.

Шу билан бирга бошқарувчилар фаолятини кузатишнинг ҳалигача аутсайдер ҳисобланган кам сонли акциядорларда қолиши ҳам муаммолигича қолмоқда. Акцияларнинг сақловчиси ҳисобланган хизматчилар ҳар доим ҳам акциядорларнинг даромадларини максималлаштиришга қаратилган қарорлар қабул қила олмайдилар. Бежиз Президент И.А.Каримов «жамиятнинг кузатув кенгаши директорларга деярли қарам бўлган, олдинги директорлар эса корхонада тўла ҳуқуқли хўжайинларга айланиб қолган хусусийлаштирилган корхоналарнинг акцияларини сунъий равишда эркин савдога чиқармаслик ҳолларига кўплаб мисоллар келтириш мумкин» деб

[410] Ўша жойда. − Б.7.
[411] Қаранг: Чжен В.А. Основы приватизации. − Т.: Шарк, 1996. − С.213.
[412] Қаранг: Гафуров Ш.Р., Безбородов А.Г., Хусанов Т.Х., Халбаев Р.А. Процесс акционирования и инвестиционная деятельность. − Т.: Мехнат, 1997. − С.56.

таъкидламаган. «Бунда директорнинг қонун бўйича акциядорлар олдида ҳисоб берадиган ёлланган бошқарувчи эканлиги ва уларнинг директор бўлиш ёки бўлмаслиги айнан акциядорларнинг овози ва қарорига боғлиги умуман инкор этилади» дейди Президент бу борадаги фикрини давом эттириб.[413] 1998 йилда Д.С.Джонсон томонидан амалга оширилган тадқиқот натижаларига кўра акциядорлик жамиятини бошқариш жараёнида қарорлар қабул қилишда корхонанинг бошқарувчи ҳисобланмаган хизматчиларининг таъсир даражаси паст бўлади.[414] Гарчи хизматчилар кўп ҳолларда акциядорлик жамиятида сезиларли овозга эга бўлсада, улар жамиятни бошқаришда деярли иштирок этишмайди.[415]

Хусусийлаштиришдан кейин бошқарувчилар аутсайдерларга акциялар сотилишини таъқиқлаш ва кўпгина акциядорларнинг овозини назорат қилишга қодир бўлиб қолдилар. Овоз бериш яширин бўлмаганлиги сабабли хизматчилар ўзларининг иш жойлари кетиб қолишидан қўрқиб, бошқарувчилар кўрсатгандек овоз берардилар.[416] Овоз бериш бўйича келишув хизматчилар ва бошқарувчилар ўртасида ҳам аҳамиятли эди. Кўпинча хизматчиларнинг акциялар пакети акциядорлик жамиятининг бошқарувчилари томонидан бошқариладиган жамоавий трастларга бериларди. бошқарувчиларнинг фнукциялари деярли назорат функцияларига айланиб бораётганлиги сабабли бундай ҳолат манфаатларнинг тўқнашувига олиб келди. Лекин санаб ўтилган ҳолатларда ходимлар назорат қилиш ҳуқуқини бошқарувчиларнинг ўзига берганлиги мантиқ қоидаларига зид бўлиб ҳисобланади. Масалан, давлат корхонаси ҳисобланган

[413] «Мамлакатнинг иқтисодий имкониятларини ошириш ислоҳотларнинг пировард мақсади» Ўзбекистон Республикаси Президенти Ислом Каримовнинг Вазирлар Маҳкамасининг 2002 йил якунлари ва 2003 йилда иқтисодимй ислоҳотларни чуқурлаштиришнинг асосий йўналишларига бағишланган йиғилишда сўзлаган нутқи. // Халқ сўзи. 18.02.2003 йил.

[414] Қаранг: Jones D.C. The Economic Effects of Privatisation: Evidence from a Russian Panel // Comparative Economic Studies. − 1998. − №40(2). − P.75−102.

[415] Idem.

[416] Қаранг: Blasi J. and Shleifer A. Corporate Governance in Russia – An Initial Look / Frydman R., Gray C.W. and Rapaczynski A. (eds.) // Corporate Governance in Central Europe and Russia. Vol. 2: Insiders and the State. − Budapest/London/New York, 1996. − P.78−108.

Тошкент компрессор заводи 1994 йилда акциядорлик жамиятига айлантирилган. Эмиссия проспектига асосан акцияларнигн 25 фоизи давлат мулкида қолган, 10 фоиздан камроғи жамоага берилган ва қолган қисми эркин савдога чиқарилган. Лекин 35 фоиздан ортиқ акциялар жойлаштирилмаган. Бундан ташқари, ўтказилган тафтиш вақтида мол-мулкнинг бир қисми умуман баҳоланмаганлиги ва жойлаштирилмаган акцияларнинг ҳақиқий қиймати 66 фоизни ташкил этишлиги аниқланди. Корхона акциядорлик жамиятига айлантирилган вақтдан бошлаб заводнинг собиқ директори бошқарув раиси бўлган ва деярли уни ўзбошимчалик билан бошқарган.[417]

Компанияни бошқариш устидан назорат ва натижада кесишган эгалик билан боғлиқ ҳолат Японияда ҳам кенг тарқалган. Яъни агар икки компания бир бирининг акцияларига эгалик қилса, бу низоли ҳолатни келтириб чиқаради.

Юқоридагилардан келиб чиқиб, ташқи акциядорларнинг акциядорлик жамиятини бошқарув томонидан бошқаришдек салбий усулларни бартараф этиш борасидаги имкониятлари унча реал бўлмаган.

Корпоратив бошқарув муносабатларини тартибга солувчи қонунларда бўшлиқлар мавжуд бўлган ҳолда фикримизча, тадбиркорлик этикаси муҳим ўрин эгаллайди. Бошқарувнинг этикага муносабати ҳақида Н.Чемберлейн қуйидаги фикрни билдиради: «ахлоқ ҳаракатлари индивидлар ўртасида бир биридан миннатдорлик ҳиссини шакллантиришда ёрдам беради».[418] Бошқарувчилар ёки директорлар ўзларининг назорат қилиш функцияларининг бир қисмини қолдирадиган бўлсалар, бу ахлоқий сабаблар туфайли қонундаги ўзгаришлар ёки уларнинг қонун нормаларига бўлган муносабатини ўзгартирадиган фидуциар мажбурият сабабли содир

[417] «Мамлакатнинг иқтисодий имкониятларини ошириш ислоҳотларнинг пировард мақсади» Ўзбекистон Республикаси Президенти Ислом Каримовнинг Вазирлар Маҳкамасининг 2002 йил якунлари ва 2003 йилда иқтисодимй ислоҳотларни чуқурлаштиришнинг асосий йўналишларига бағишланган йиғилишда сўзлаган нутқи. // Халқ сўзи. 18.02.2003 йил.

[418] Қаранг: Chamberlain Neil. Social Strategy and Corporate Structure. − N.Y.: Macmillian Press, 1982. − P.15.

бўларди.[419] Лекин бунга эришиш жуда қийин.

Бундай низоларни ҳал қилишда судяларда тегишли билим ва тажрибанинг етишмаслиги[420], баъзи судяларнинг коррупцияга аралашгани[421] бунга сабаб қилиб кўрсатилади. Худди шундай ҳолатни мансабдор шахслари билан бошқарувчилар келишиши ва ўзларини акциядорларнинг босимидан ҳимоя қилиши мумкин бўлган ҳуқуқни таъминлашнинг бошқа давлат тузилмаларида ҳам кўриш мумкин.[422]

Маълумки, Ўзбекистон цивил ҳуқуқий тизимлар мамлакати ҳисобланади ва умумий ҳуқуқ мамлакатларидан фарқли равишда бу ерда судлар қонуний ваколатларга эга бўлмайди. Юқорида таъкидланганидек, АҚШда, айниқса, Делавэр штатида корпоратив муносабатларнинг тез ривожланиб бориши шароитида фидуциар жавобгарлик тамойилининг қўлланилиши ва шу орқали қонунчиликдаги бўшлиқнинг тўлдирилиши муносабати билан корпоратив ҳуқуқ ўзининг юқори чўққисига эришди.[423] Айнан шундай мослшувчан ҳуқуқни қўллаш институтининг мавжуд эмаслиги сабабли нафақат Ўзбекистонда, балки кўпгина бошқа мамлакатларда ҳам корпоратив тўқнашувларни ҳал этиш анча қийин масала бўлиб ҳисобланади.

Юқорида таъкидланганидек, корпоратив ҳуқуқ ва бошқарувнинг асосий предмети акциядорларнинг, корпорациянинг асосий инвесторларининг ҳуқуқларини ҳимоя қилиш бўлиб ҳисобланади. «Ўзига етарли модел»нинг моҳияти Ўзбекистон сингари бозор иқтисодиётининг ўтиш босқичида турган мамлакатлардаги мураккаб ижтимоий-иқтисодий шароитлардан келиб чиққан ҳолда акциядорлар ҳуқуқлари

[419] Қаранг: Wolk G. Corporate Governance Reform in Russia: The Effect of the Russia Company Law // Pac.Rim Law and Policy. − 1999. − №8. − P.219.

[420] Қаранг: Elif Kaban. Shares, Guns and Bodyguards in Russia's Courts // Reuters (LEXIS). News Library. Wires File. − N.Y., 1995. http://www.reuters/lexis/newslibrary/wiresfile/html

[421] Қаранг: Black Bernard, Kraakman Reinier. Op. cit. − P.1911−1982.

[422] Қаранг: Долгопятова Т.Г. Указ.соч. − С.20.

[423] Қаранг: Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel. Contract and Fiduciary Duty // J. L & Econ. − 1993. − №36. − P.425.

ҳимоясини энг мақбул тарзда таъминлаш бўлиб ҳисобланади.

Шу билан бирга мазкур модел қоидалар императив характерга эга бўлмаган американинг «рухсат берувчи» моделидан тубдан фарқ қилади. У ерда корпорациялар ўзларинин тадбиркорлик шакли ва фаолятига энг кўп тўғри келадиган нормаларни танлаши мумкин. Бу эса уларни янада мослашувчанлик ва тезкорлик билан таъминлайди. Масалан, Буюк Британия қонунчилигидан фарқли равишда АҚШда корпорацияларнинг сингиши даврида бошқарувга сингишга қарши чоралар кўриш бўйича тўла ваколатлар берилади, бу эса ҳуқуқий тизимнинг бошқарувчиларга катта ишонч билдирганлигидан далолат беради. Бошқа томондан корпоратив қонунчиликнинг америка модели бўйича миноритар акциядорларнинг ҳуқуқларини ҳимоя қилиш бўйича муайян имкониятлар яратилади. Корпоратив ҳуқуқнинг мазкур модели корпорацияга кенг ҳаракат иқлиш эркинлигини бериши туфайли муаллифлар бу моделни корпоратив ҳуқуқнинг “рухсат берувчи” модели деб аташади.[424]

«Ўзига етарли модел» миноритар акциядорларнинг ҳуқуқларини таъминлаш учун уларнинг ҳуқуқлари ни ҳимоя этишнинг нисбатан аниқ қоидаларини назарда тутади. Шунингдек, мазкур модел директор, акциядорларнинг умумий йиғилиши каби акциядорлик жамиятининг тузилмалари ўртасида ваколатларнинг тақсимланишини белгилайди.[425] Мазкур модел қоидалари манфаатдорлик мавжуд бўлган битимлар ёки АЖ активларининг 50 фоизидан ошадиган ва тузилиши учун акциядорларнинг розилиги талаб этиладиган йирик битимлар тузилиши тартибини белгилайди.[426] АҚШда бундай битимларни баҳолаш судлар томонидан амалга оширилиши мумкин. «акциядорлик жамиятлари ва акциядорларнинг ҳуқуқларини ҳимоя қилиш тўғрисида»ги ЎзР қонунида белгиланган 50 фоиз миқдор шартли бўлиб, тузилаётган битим қиймати ва таваккалчилиги ўртасидаги ўзаро муносабат умумий ҳуқуқ қоидаларига асосан судлар томонидан субъектив тарзда

[424] Қаранг: Ўша жойда. − Б.43.
[425] Қаранг: Black Bernard, Kraakman Reinier. Op. cit. − P. 1911−1982.
[426] Қаранг: Ўша жойда.

белгиланиши ҳам мумкин. Лекин бунда корпоратив ҳуқуқнинг рухсат берувчи модели акциядорларнинг овоз беришини талаб этмайди. Буни ЖАР давлати қонунчилигида ҳам кўриш мумкин.[427] Бундай битимларнинг судлар томонидан баҳоланиши биринчидан, баҳолашнинг холислигини, иккинчидан қарорлар қабул қилинишининг тезнорлигини назарда тутади. Бозор иқтисодиётига ўтиш шароитида эса бундай битимларни тузиш учун акциядорларнинг розилиги талаб этилади. Шундай қилиб, қонун акциядорларнинг ҳуқуқларини ҳимоя қилиш масаласини судларга нисбатан акциядорларнинг ўзида қолдиради.

Лекин корпорациялар томонидан бир неча турдаги битимлар тузилишида битимларнинг аҳамиятига қараб уларни АЖнинг кузатув кенгаши ёки акциядорлари томонидан тасдиқланиши имконияти мавжуд.[428] Манфаатдорлик мавжуд бўлган битимларга нисбатан Қонунга асосан бундай розилик кузатув кенгаши томонидан берилади, Қонунда назарда утилган ҳолларда (битим предмети ҳисобланган мулк қийматининг АЖ активлари қийматининг 50 %дан ошиб кетган каби ҳолларда) эса битимни тузиш ҳақидаги қарор акциядорларнинг умумий йиғилиши томонидан қабул қилинади.[429] Ваколатларнинг бундай тақсимланиши натижасида биринчидан, манфаатдорлик мавжуд бўлган ҳар қандай битимни тузишдаги сарф харажатлар камаяди, чунки акциядорларнинг умумий йиғилишини чақириш биринчи навбатда вақт нуқтаи назаридан жуда серхаражат бўлиб ҳисобланади. Бошқа томондан АЖ кузатув кенгаши манфаатдор бўлган ҳолларда акциядорлар нисбатан зарарли бўлган битимни тузишдан суғурталанадилар.

Шу билан бир вақтда қонун чиқарувчилар бугунги кунда Франция ва Германия каби кўпгина Европа мамлакатлари ҳамда Польша, Венгрия ва Туркия каби ривожланаётган мамлакатларда[430] қўлланилаётган АҚШ ва Буюк Британиянинг XIXқ асрдаги тажрибасидан келиб чиққан ҳолда онуннинг

[427] Қаранг: Радыгин А., Энтов Р. Ўша асар.
[428] Қонуннинг 89-моддасига қаранг.
[429] Қонуннинг 93-моддаси 1-2 қисмларига қаранг.
[430] Қаранг: Радыгин А., Энтов Р. Ўша асар

«таъқиқловчи» моделини яратиш имкониятини ҳам инобатга олишди.[431] Корпоратив ҳуқуқнинг «рухсат берувчи» модели билан қиёслаганда «таъқиқловчи» модел Ўзбекистон шароитига нисбатан тўғри келади, чунки унда асосий тартибга солиш мажбурияти судлардан белгилаб қўйилган қоидалар зиммасига ўтади.

Мисол тариқасида Ўзбекистоннинг «ўзига етарли модели»ни корпорацияларнинг фаолиятини тартибга солиш жараёнида (ёки Societe Anonyme)[432] 250 минг франкка тенг миқдордаги энг кам низом жамғармаси миқдори ўрнатилган Франция корпоратив қонунчилигининг «таъқиқловчи» модели[433] билан қиёслаймиз. Бунда Ўзбекистон Республикасидан фарқли равишда акциядорлик жамиятини таъсис этишда акциядорларнинг энг кам сони 7 кишини ташкил этиши керак. Францияда эгаликнинг юқорида даражада тўпланганлиги агентлик муаммоларини назорат қилишнинг асосий воситалари бўлиб ҳисобланади. Францияда ЎзР Қонунида бўлганидек[434] имтиёзли акцияларнинг мавжудлиги АЖ низом жамғармасининг 25 фоизи билан чекланган. ЎзР қонунчилигида мавжуд бўлмаган жойлаштирилган ва чиқарилмаган акцияларга нисбатан таъқиқ амал қилади. Бунда Франция АЖ директорларига имтиёзли акцияларга эгалик қилиш таъқиқланган. Бундай таъқиқ ЎзР қонунчилигида мавжуд эмас. Францияда акциядорлар директорлар кенгашининг дивидендлар тўлаш ҳақидаги қарорини тасдиқлашса, ЎзРда бундай қарорлар акциядорларнинг ўзи томонидан қабул қилинади.

Икки босқичли бошқарув (акциядорларнинг умумий йиғилиши ва директорлар кенгаши)[435] ҳолатида ҳам юридик ҳам

---

[431] Қаранг: Блэк Бернард ва бошқалар. − С.42.

[432] Француз тилидан сўзма сўз таржимаси Франция Фуқаролик ва Тижорат кодексларида белгилангандек «аноним жамият» маъносини билдиради.

[433] Қаранг: Modern Company Law for a Competitive Economy. An International Survey of Companies Law in the Commonwealth, North America, Asia and Europe // DTI. − London. − August, 1998. − P.63−68.

[434] Қаранг: ч.2 ст.19 Закона.

[435] Маълумки, Францияда АЖ бошқарувининг тузилиши АҚШдагидек икки босқичли, яъни директорлар кенгаши ва умумий йиғилишдан иборат бўлиши ва Германиядагидек уч босқичли, яъни бошқарув, кузатув кенгаши ва акциядорларнинг умумий йиғилишидан иборат бўлиши мумкин.

жисмоний шахслар директорлар бўлиши мумкин, лекин директорлар кенгашининг раиси фақат жисмоний шахс бўлади. Барча директорлар акциядорлар бўлиши лозим. Компания бошқарувчилари акциядорлар томонидан ҳам, директорлар кенгаши томонидан ҳам тайинланиши мумкин. (Америкада бошқарувчилар фақат директорлар томонидан тайинланади). Францияда АЖ бошқарув органлари акциядорлар томонидан ҳар қандай вақтда, ҳеч қандай тушунтиришларсиз ишдан бўшатилиши мумкин. Бир вақтнинг ўзида бошқарув кузатув кенгашида мансабга эга бўла олмаслик, шунингдек ижро органининг 5 кишидан иборат энг миқдори уч босқичли тизим ҳолатдаги асосий фарқлардан ҳисобланади.

Қонуннинг «ўзига етарли модели»ни корпоратив ҳуқуқнинг англо-американ модели билан қиёслаганда фикримизча акциядорлар ҳуқуқлари бузилишини сезиларли даражада қийинлаштирганлигини кўриш мумкин. Натижада анъанавий ромоно-гарман тизимида бўлганидек, мазкур қонун ёрдамида уларнинг ҳуқуқлари бузилишини аниқлаш осонроқ бўлади. Қонун акциядорлар ўзларини ўзлари ҳимоя қилишлари учун уларга кенг назорат ваколатларини берди. Лекин «таъқиқловчи» моделдан фарқ қилган ҳолда кўпгина масалаларнинг ҳал этилиши акциядорларнинг ваколатига берилган, буни манфаатдорлик мавжуд бўлган битимларни тузиш жараёнида ҳам кузатиш мумкин. Франция қонунидан фарқли равишда Қонунда бундай битимларни тузиш акциядорларнинг иродасига боғлаб қўйилган. Англо-американ моделидан фарқли равишда мазкур масалани ҳал этишда акциядорларнинг иштироки зарур бўлиб ҳисобланади, бу агентлик муаммоларини ушлаб туришнинг бошқа механизмлари ривожланмаганлиги билан ҳам изоҳланади.

Муаллифларнинг умидиги қарамасдан, Қонун ҳали ўзини тўлиқ равишда кўрсатмади. Хусусан, дивидендлар тўланишининг чўзилишининг ўзи ҳам акциядорларга қанчалик зарар етказади. Масалан Ўзбекистонда «Ўзнефтниқайтаишлаш» АЖ 49 нафар акциядорларининг аризаларини кўриб чиқиш чоғида «Акциядорлик жамиятлари ва акциядорларнинг ҳуқуқларини ҳимоя қилиш тўғрисида»ги

Қонуннинг 53 ва 56-моддалари бузилганлиги ҳамда бир гуруҳ акциядорларга 7 486,2 минг сўм миқдордаги 2002 йил якунларига кўра ҳисобланган дивидендлар тўланмаганлиги аниқланган. Марказ томонидан фуқаролик ишлари бўйича судига даъво аризаси киритилди ва ишни кўриб чиқиш жараёнида акциядорларга тўланмаган дивидендларнинг тўлиқ миқдори ҳамда 845,9 минг сўм миқдордаги пеня тўланган.[436]

ҚҚБФМНҚМ томонидан ўтказилган текширишлар натижаларига асосан 2002-2003 йилларда Ўзбекистон бўйича 260 та ҳолларда дивидендлар тўламаганлиги, 273 та ҳолатда эса дивидендларни тўлаш ҳақидаги ахборот ОАВда эълон қилинмаганлиги аниқланган.[437]

Баъзи бошқарувчилар акциядорларни дивидендлардан маҳрум этиш мақсадида АЖ даромадларини оффшор корхоналарга ўтказади. Бошқарувчилар томонидан қўлланиладиган яна бир усул қуйидагича, яъни бошқарувчилар АЖ маҳсулотларини ўзлари олдиндан тил бириктирган корхоналарга анча паст нархларда сотади.

Кузатув кенгаши ҳам акциядорларнинг ҳуқуқларини ҳар доим ҳам самарали ҳимоя қила олмайди. Қоида бўйича кузатув кенгаши аъзолари бошқарувчиларга боғлиқ бўлмаган шахслардан иборат бўлиши ва АЖ ижро органларининг фаолиятини холисона баҳолаш нуқтаи назаридан ҳаракат қилиши ҳамда бошқарувчилар томонидан суиистеъмолликлар қилинишига йўл қўйилмаслиги лозим.

Афсуски амалда бунга эришиш жуда қийин. Масалан, 2003 йилда Ўзбекистондаги корпорацияларда ўтказилган текширувлар натижалари шуни кўрсатдики, республикада фаолият юритувчи акциядорлик жамиятларининг 75 фоизида кузатув кенгаши таркибида АЖ ижро органига боғлиқ бўлган шахслар мавжудлиги аниқланган.[438]

Табиийки, буларнинг барчаси кўпгина акциядорлик

---

[436] ЎзР Давлат мулк қўмитасининг 2003 йилги ахборот таҳлилий бюллетени "Хусусийлаштириш ва иқтисодиётнинг хусусий секторини ривожлантириш ". – Т., 2004.

[437] Қаранг: Ўша жойда. – 8-илова.

[438] Қаранг: Ўша жойда. – Б.10.

жамиятларида ишнинг ҳолати ҳамда акциядорларнинг, айниқса миноритар акциядорларнинг ҳуқуқларини, шу жумладан уларнинг дивиденд олишини таъминлашда салбий таъсир кўрсатади

Маълумки, ҳозирги кунда дивидендлар тўлаш тўғрисидаги қарор директорлар кенгаши белгилаган миқдорга асосан амалга оширилади. Англо-американ ҳуқуқидагидек мазкур норма акциядорларни акциядорлик жамиятидан бироз ажратиб қўяди. Фикримизча, кўпгина акциядорларни қисқа муддатли даромад қизиқтирган бир вақтда ўзаришлар узоқ муддатли истиқболларга хизмат қилиши лозим.[439]

Бугунги кунда жамиятнинг коллегиал ижро органи аъзолари директорлар кенгаши таркибининг тўртдан бир қисмидан ортиқ бўлиши мумкин эмас.[440] Бу албатта француз қонунчилигида бўлганидек мазкур бошқарув органларининг ўзаро бир-бирига қарамлигини пасайтиради.

Ўйлаймизки, вақт ўтиши билан Қонун ривожланиб бораётган корпоратив бошқарув муносабатларини тартибга солишда биринчидан мазкур муносабатларнинг барча жиҳатларини қамраб олишни; иккинчидан, миноритар акциядорлар ҳуқуқларини ҳимоя қилишни кучайтиришни ва учинчидан эса акциядорларга нисбатан кенг назорат қилувчи ваколатлар беришни назарда тутади. Фикримизча, буларнинг барчаси юқорида биз Франция мисолида кўрган ва ҳозирги кунда кўпгина европа мамлакатларида амал қилаётган корпоратив бошқарувнинг таъқиқловчи механизмига босқичма-босқич ўтишга олиб келади

3.3. Ўзбекистонда акциядорларнинг ҳуқуқлари: ҳуқуқий тартибга солиш ва ҳимоя қилиш

Президент И.А.Каримов таъкидлаганидек, «Ўзбекистон Республикасида акциядорлик жамиятлари, корпорациялар, холдинг компаниялар, биржалар ва шу кабилар кундан кунга ташкил этилмоқда. Лекин синчковлик билан кузатилса,

[439] Қаранг: Ўша жойда.
[440] Қаранг: Ўша жойда.

улардаги ишлаш усуллари ва тамойиллари деярли ўзгармаётганлигини, бундай ўзгаришларнинг натижаси ҳар бир бўғин, ҳар бир участкада сезилмаслигини, меҳнатни ташкил этиш ва уни рағбатлантириш борасида одамларнинг ўзгармаётганлигини кўриш мумкин. Акциядор ҳисобланган кўпгина ходимлар ҳали ҳам ўзларини хўжайинлардек ҳис қилмаяпдилар ва ёлланган ходим бўлиб қолиб, ўз корхонасининг ривожланишида иштирок этмаяпдилар."[441] Шунинг учун барча инвесторлар, шу жумладан акциядорлар, акциядорлик жамияти ва бошқа корпоратив институтлар иштирокчиларининг комплекс ҳуқуқларини аниқлаш, уларни самарали амалга ошириш ва максимал даражада ҳимоя қилишни таминлаш корпоратив ҳуқуқдаги муҳим муаммолар ва долзарб вазифалардан бири бўлиб ҳисобланади.

Фикримизча, компаниянинг қайта тузилиши ёки тугатилиши, шунингдек бошқарув органини сайлаш каби компаниядаги муҳим масалалар бўйича акциядорларнинг овоз бериш ҳуқуқи нисбатан муҳим ҳуқуқ бўлиб ҳисобланади. Акция эгаси нафақат даромаддан дивиденд олувчи бўлиши, балки у биринчи навбатда ўзини мазкур корхонанинг хўжайини сифатида ҳис этиши лозим.[442]

Лекин овоз бериш ҳуқуқини амалга ошириш бир қатор ҳолатлар туфайли қийинлаштирилиши мумкин. Кўпгина мамлакатларда, шу жумладан Ўзбекистонда ҳам акциядорлар почта орқали овоз бера олмайдилар ва кичик акциядорлар томонидан ўз ҳуқуқларини амалга оширмасликка олиб келадиган акциядорларнинг умумий йиғилишида овоз бериш учун шахсан иштирок этишлари лозим. Ривожланган мамлакатларда судлар зиммасига овоз бериш жараёнини таъминлаш мажбурияти юклатилиши мумкин, лекин бундай ҳолда бошқарувчилар акциядорларга таъсир қилган ҳамда ўзларига нисбатан қулай шароит таъминлаш мақсадида рақобатчилардан ахборотни яширган ҳолда овоз бериш

[441] Каримов И.А. Фарзандларимиз биздан кўра кучли, ақлли, доно ва албатта бахтли бўлишлари шарт! www.press-sevice.uz

[442] Каримов И.А. Мулкдорлар синфини шакллантириш ислоҳотларимиз муваффақиятининг асосий мезони. www.press-sevice.uz

жараёнига аралашадилар.[443]

Акциядорларнинг манфаати ва мулкини ҳимоя қилиш ҳамда бошқарувчилар устидан назорат қилиш ваколатларига эга бўлган махсус вакиллик органини тузиш акциядорлар ҳуқуқларини, шу жумладан уларнинг овоз беришда иштирок этиш ҳуқуқини амалга оширишнинг муҳим шарти бўлиб ҳисобланади. Вакиллик корпоратив бошқарувнинг тўғридан-тўғри шакли бўлиб, самарали ҳаркат қилинган ҳолларда у акциядорлик жамияти фаолиятида юзага келадиган муаммоларни ҳал этиши мумкин. Бунда бошқарувчилар компаниянинг манфаатларида ҳаракат қилишлари лозим.[444]

Агар назорат қилиш ҳуқуқи сезиларли даражада катта улушларга эга бўлган унча кўп бўлмаган акциядорлар қўлида тўпланиб қолса, уҳолда улар учун ўзларининг ҳуқуқларини ҳимоя қилиш назорат қилиш ҳуқуқи бир неча акциядорлар ўртасида тақсимланган ҳолга нисбатан жуда осон бўлиб қолади. Шундай қилиб, эгаликнинг тўпланиши уларнинг ҳуқуқий ҳимоясини кучайтиради. Йирик акциялар блоки эгалари Аж ҳақида доимий ахборот олиш ва бошқарув устидан назорат қилиш имкониятига эга бўлади. Улар шунингдек ишончнома олиш ёки сингдириш орқали бошқарувчиларга таъсир этиш учун етарли даражадаги овозларни қўлга киритиши ҳам мумкин.[445] Алоҳида ҳолларда йирик акциядорлар акцияларнинг 51 фоизи ёки ундан кўп қисмига эга бўлиш орқали АЖ ва унинг бошқарувчилари устидан тўғридан-тўғри назоратга эга бўлади. Йирик акциядорлар АЖ устидан етарли даражадагиназоратга эга бўлганликлари сабабли шу йўл билан агентлик муаммосини

[443] ҚҚБФМНҚМ томонидан 2002-2003 йилларда ўтказилган текширувлар натижаси 262 ҳолатда акциядорларнинг умумий йиғилиши ўтказилиши тўғрисида ОАВ эълон қилмаслик, 33 ҳолатда йиғилиш кворумига амал қилмаслик, 215 ҳолатда овоз бериш бюллетенларининг мавжуд эмаслиги, 91 ҳолатда акциядорлар умумий йиғилишини ўтказишнинг даврийлигиа риоя этмаслик каби қонунбузарликлар аниқланганлиги ҳам шундай далолат беради. (Қаранг: ЎзР Давлат мулк қўмитасининг 2003 йилги ахборот таҳлилий бюллетени "Хусусийлаштириш ва иқтисодиётнинг хусусий секторини ривожлантириш ". – Т., 2004. 8-илова).

[444] Қаранг: Kaplan L. Top Executive Rewards and Firm Performance: A Comparison of Japan and the United States. – NY, 1993. – P.13.

[445] Қаранг: Shleifer F., Vishny R. Large Shareholders and Corporate Control // Journal of Political Economy. – 1996. – №94. –P.461–488.

муваффақиятли ҳал этадилар.

Йирик акциядорлар ўзларининг овоз бериш ҳуқуқларидан фойдаланишлари орқали бошқаришлари туфайли уларнинг АЖ ва бошқарувчиларга таъсири улар овоз бериш ҳуқуқининг ҳимояланганлик даражасига боғлиқ бўлади. Миноритар акциядорлар билан боғлиқ ҳолат бунданда муаммоли бўлиб ҳисобланади, чунки назоратни таъминлаши учун уларга бошқа акциядорлар билан бирлашишга тўғри келади. Бошқарувчиларнинг уларнинг ишларига аралашиш имконияти жуда юқори, судларда эса миноритар акциядорлар ҳуқуқларини ҳимоя қилиш нисбатан мураккаб бўлиб ҳисобланади. Шунинг учун акцияларнинг унча кўп бўлмаган блокига эгалик қилиш фақатгина корпоратив ҳуқуқнинг барча мураккабликларини инобатга олувчи ва корпоратив фаолиятнинг барча иштирокчилари манфаатларини мустаҳкам ҳимоя қилувчи ривожланган ҳуқуқий тизим мавжуд бўлган шароитда самарали бўлиши мумкин.

Шу билан бирга муайян ҳуқуқий ҳимоянинг зарурати барча йирик инвесторлар томонидан ҳам тан олинади. Йирик акциядорларга ўзларининг ҳуқуқларини амалга оширишни таъминлаш учун судлар талаб этилади. Сингишлар бозори иштирокчилари акция сотиб олиш ва вакиллик органини ўзгартиришнинг ҳимоя механизмларига, кредиторлар эса кредитларни қайтариш учун судларга эҳтиёж сезадилар.

Албатта, йирик инвесторлар бошқа акциядорлар, айниқса кичик акциядорларнинг манфаатларига тўғри келмайдиган ўзларининг шахсий манфаатлари сари ҳаракат қилишлари мумкин. Ўзининг фаровонлигини ошириш учун йирик акциядор ўзининг бошқарув билан боғлиқ ҳуқуқларидан фойдаланиш жараёнида даромадларни кичик акциядорларнинг манфаатларига зарар етказадиган тарзда ўз манфаатларидан келиб чиққан ҳолда қайта тақсимлаши мумкин.

Лекин акциядорларнинг ҳуқуқлари яхши ҳимоя қилинган мамлакатларда инвесторлар йирик акциядор бўлишни орзу ҳам қилмаслиги мумкин. У ҳолда компаниялар капитали бир неча акциядорлар ўртасида тарқалган бўлади. Ва аксинча акциядорларнинг ҳуқуқлари барқарор тарзда ҳимоя қилинмаган

мамлакатларда улар бундай камчиликни эгаликни тўплаш орқали қоплашга интиладилар.

Умуман олганда кўпгина давлатлардаги корпоратив бошқарув амалиёти акциядорлар ҳуқуқларини ҳимоя қилиш борасида ўзининг механизмларини ишлаб чиққан. Бундай механизмларга қуйидагиларни киритиш мумкин:

− акциядорларнинг вакиллиги (кузатув кенгаши);
− ишончномалар (ишончномалар орқали овозлар олиш);
− сингишлар;
− банкротлик.

Барча акциядорлар ва инвесторларнинг ҳуқуқларини тегишли тарзда ҳимоя қилиш орқали йирик акциядорлар кўринишидаги эгаликнинг тўпланишини чеклаш турли мамлакатлардаги ўзига хос хусусиятлардан яна бири бўлиб ҳисобланади.

Шундан келиб чиқиб, йирик акциядорларнинг кенг имкониятларига қармасдан, кичик акциядорларнинг ҳам ҳуқуқларини таъминлаш борасида ҳам чоралар кўрилади. Шунинг учун кичик акциядорларнинг ҳуқуқлари самарали ҳимоя қилинмаган шароитда ҳам унча қиммат бўлмаган бир неча акциялар сотиб олиниши мумкин. Президент И.А. Каримов таъкидлаганидек, "иккиламчи қимматли қоғозлар бозори, фонд биржаси ҳақиқатдан ишлай бошлаганда, акциялар котировкаси мунтазам равишда чоп этила бошлаганда, аҳолида мазкур акцияларнинг эга бўлишга интилиш бошланганда, акцияларнинг ўзи эса оддий қоғиз бўлмасдан ҳақиқатда қимматли қоғоз бўлиб, уларнинг эгалари томонидан ўзининг муҳим даромад манбаларидан бири сифатида қадрланганда хусусийлаштириш жараёни ўзининг ҳақиқий даражасига эришади».[446] Шунинг учун фонд бозорининг ривожланиши акцияларни эркин сотишни таъминлайди ва уларни сотиб олиш АЖ устидан назорат қилиш мақсадида эмас, балки кўпроқ

[446] «Эришилган муваффақиятларни мустаҳкамлаш ва ислоҳотларни давом эттириш - асосий вазифамиз» Ўзбекистон Республикаси Президенти Ислом Каримовнинг Вазирлар Маҳкамасининг 2003 йилда мамлакатнинг ижтимоий-иқтисодий ривожланиш якунлари ҳамда 2004 йилда иқтисодий ислоҳотларни ривожлантиришнинг асосий йўналишларига бағишланган йиғилишида сўзлаган нутқи. // Халқ сўзи. 19.02.2004 йил.

даромад олиш мақсадида амалга ошириладиган бўлади. Ўзбекистонда мазкур омиллардан бири аллақачон мавжуд, яъни акцияларни эркин сотишни таъминлаш қонунда мустаҳкамланган. Бунинг натижасида қимматли қоғозлар бозорини тартибга солувчи ҳуқуқий тизимга ишонч ортмоқда ва бу ҳол кичик акциядорлар томонидан киритиладиган инвестициялар оқимига ижобий таъсир этмоқда.

Шундай қилиб, фикримизча, ҳуқуқий тизим бу борада етакчи рол ўйнайди ва барча акциядорларнинг асосий ҳуқуқларини ҳимоя қилиниши ва амалга оширилишини таъминлаш айнан шунга боғлиқ бўлиб ҳисобланади.

Амалдаги қонунчилик таҳлили корпоратив бошқарув тизимида акциядорлар ҳуқуқларини таъминлашнинг асосий элементлари қуйидагилар эканлигини кўрсатди.

1. Акциядорларнинг қуйидагиларга бўлган ҳуқуқларининг белгиланиши:

− мулк ҳуқуқини рўйхатдан ўтказиш усулларининг ишончли механизмлари;

− акцияларни сотиш ва сотиб олиш;

− замонавий ва мунтазам асосларда АЖ ҳақида зарур ахборотни олиш;

− акциядорларнинг умумий йиғилишларида иштирок этиш ва овоз бериш;

− бошқарувни сайлашда иштирок этиш;

− ўзининг улушиданкелиб чиққан ҳолда АЖ даромадларига эга бўлиш;

− Аждаги муҳим ўзгаришлар билан боғлиқ қарорлар қабул қилишда иштирок этиш ва мазкур қарорлар ҳақида етарли ахборотларга эга бўлиш.

2. Алоҳида акциядорларга уларнинг улушларига тўғри келмайдиган даражада назорат ҳуқуқини олишга йўл қўювчи механизмлар ва капитал тузилиши ошкора бўлиши лозим.

3. Корпоратив назорат мақсадларида бозорлар самарали ва ошкора фаолият юритиш имкониятига эга бўлиши лозим.

4. Капитал бозорларида АЖ устидан назоратни қўлга киритишни тартибга солувчи қоида ва жараёнлар, шунингдек бирлашиш ва АЖ активлари сезиларли қисмининг сотилиши

каби фавқулодда характердаги битимлар инвесторлар ўзларининг ҳуқуқлари ва уларни ҳимоя қилиш воситаларини билишлари учун аниқ ва ошкора бўлиши лозим. Битимлар ошкора нархлар ва барча акциядорлар ҳуқуқларини, уларнинг тоифасига қараб ҳимоя қилувчи ҳаққоний шароитлар асосида тузилиши лозим.

5. Акциядорлик жамиятининг сингиш жараёнларига тўсқинлик қилувчи механизмлардан маъмуриятни ҳисобот топширишдан озод этиш мақсадида фойдаланилмаслиги лозим. Институционал инвесторлар институтини инобатга олган ҳолда акциядорлар ўзларининг овоз бериш ҳуқуқларидан фойдаланиш уларга қанчалик зарарли ва фойдалилигини билишлари лозим.

6. Корпоратив бошқарув тузилиши кичик ва хорижий акциядорларни инобатга олган ҳолда акциядорларга нисбатан тенг муносабатни таъминлаши лозим. Уларнинг барчаси ҳуқуқлари бузилган ҳолларда самарали ҳимояланиш имкониятига эга бўлишлари лозим.

7. Акциядорларнинг умумий йиғилишини ўтказиш тартиби ва жараёни барча акциядорларга нисбатан тенг муносабатни таъминлаши керак. Акциядорлик жамиятида қабул қилинган жараёнлар овоз беришда иштирок этишни ҳаддан ташқари мураккаб ва қимматга тушадиган қилиб қўймаслиги лозим.

8. Ички ахборотдан фойдаланиш орқали амалга ошириладиган операциялар, инсайдерлимк битимлари ва суиистеъмолчилик мавжуд бўлган шахсий манфаатлардаги операциялар таъқиқланган бўлиши лозим.

9. Бошқарув аъзолари ва бошқарувчилар битимлардан ўзларининг моддий манфаатдор эканликлари ёки акциядорлик жамиятига тегишли бошқа масалалар ҳақида эълон қилишга мажбурдирлар.

Шундай қилиб, барча акциядорларнинг ҳуқуқларини самарали амалга ошириш ва ҳимоя қилиш, энг аввало ҳар бир давлат қонунчилигида тегишли нормаларнинг мустаҳкамлангангига боғлиқ бўлади.

Корпоратив бошқарув ва акциядорлар ҳуқуқларининг умумий тамойиллари аллақачон Ўзбекистоннинг амалдаги

қонунчилигида тартибга солинган. Ўзбекистон Республикасида корпоратив бошқарув масалаларини тартибга солувчи қонунчилик бир-бири билан ўзаро боғланган турли норматив ҳуқуқий ҳужжатлар (қонунлар, Вазирлар Маҳкамаси қарорлари, Призидент фармонлари, вазирликлар ва давлат қўмиталари ҳужжатлари кабилар)дан ташкил топган.

Энг аввало Ўзбекистон Республикасининг Фуқаролик кодекси (ФК) ва «Акциядорлик жамиятлари ва акциядорларнинг ҳуқуқларини ҳимоя қилиш тўғрисида»ги Ўзбекистон Республикасининг қонуни корпоратив бошқарув тизими, шу жумладан акциядорларнинг ҳуқуқларини ҳимоя қилишнинг асосий манбалари бўлиб хизмат қилади. Ўзбекистон Республикасининг «Қимматли қоғозлар озорида инвесторларнинг ҳуқуқларини ҳимоя қилиш тўғрисида»ги, «Қимматли қоғозлар бозорининг фаолият юритиш механизмлари тўғрисида»ги, «Қимматли қоғозлар ва фонд биржалари тўғрисида»ги, «Аудит тўғрисида»ги, «Аудиторлик фаолияти тўғрисида»ги қонунлари, Ўзбекистон Республикаси Президентининг «Қимматли қоғозлар озорини ривожлантиришнинг цўшимча чора-тадбирлари тўғрисида»ги ПФ-1270 сонли, «Ўзбекистон Республикаси Давлат мулк қўмитаси қошида Қимматли қоғозлар бозори фаолиятини мувофиқлаштириш ва назорат қилиш Марказини тузиш тўғрисида»ги ПФ-1414 сонли фармонлари, Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг «Акциядорлик жамиятларини бошқаришни такомиллаштириш чора тадбирлари тўғрисида»ги 361- ва 257-сонли қарорлари юқоридагилар билан боғлиқ манбалар ҳисобланади.

ФК юридик шахсларни тузиш ва улар фаолиятининг умумий асосларини шакллантиради. Хусусан, унинг 64-моддасида «акциядорлар жамиятининг иштирокчилари (акциядорлар) унинг мажбурияти бўйича жавоб бермайдилар ва жамият фаолияти билан боғлиқ зарар учун ўзларига қарашли акциялар қиймати доирасида жавобгар бўладилар» деб мустаҳкамланган.

«Қимматли қоғозлар юозорида инвесторларнинг ҳуқуқларини ҳимоя қилиш тўғрисида»ги Қонун бир вақтнинг

ўзида бир неча вазифаларни, шу жумладан инвесторлар, хусусан акциядорларга тақдим этиладиган ахборотнинг сифати ва тўғрилигини ошириш ва уни тақдим этиш тизимини такомиллаштириш орқали уларнинг ҳуқуқларини ҳимоя қилишни таъминлаш бўйича вазифаларни ҳал этади.

1996 йилда қабул қилинган «Акциядорлик жамиятлари ва акциядорларнинг ҳуқуқларини ҳимоя қилиш тўғрисида»ги Қонун акциядорлик жамиятидаги унинг иштирокчилари билан бўладиган ўзаро муносабатлар механизмини, уларнинг ҳуқуқ ва мажбуриятларини етарли даражада тўла очиб беради.

Қонунда оддий акцияга бир хил ҳажмдаги ҳуқуқлар берилганлигининг мустаҳкамланганлиги, унигн акциядорларнинг ҳуқуқларини ҳимоя қилишга қаратилган асосий қоидаларидан бири ҳисобланади.[447] Бошқача қилиб айтганда, Қонун ҳуқуқлар ҳажмини акцияларнинг хили ёки унинг эгасига қараб турлича белгиламайди ва бу билан «акциядорларга нисбатан тенг муносабат» тамойилини ўрнатади.

Акциядорларга акциядорларнинг умумий йиғилишида иштирок этиш ва овоз бериш ҳуқуқининг мустаҳкамланганлиги Қонуннинг муҳим ютуғи ҳисобланади.

Акциядорлар жамият даромадининг бир қисмини дивиденд кўринишида олиш ҳуқуқига эга бўладилар (27-модда. Президент И.А.Каримов таъкидлаганидек, «акциялар оддий қоғоз эмас, балки унинг эгаси асосий даромад манбаи сифатида қадрлайдиган ҳақиқий қимматли қоғоз бўлиши лозим».[448]

Дивиденд тўлаш ва унинг ҳажми ҳақида масала жамиятнинг раҳбар органлир томонидан ҳал этилади ва умумий йиғилиш миқдори кузатув кенгаши томонидан таклиф этилган миқдордан ошадиган дивидендларни тўлаш тўғрисида қарор қабул қилиш ваколатига эга бўлмайди. Акциядорлик жамияти йилнинг ҳар чорагида, ҳар ярим йилда ёки йилда бир марта дивиденд тўлаш тўғрисида қарор қабул қилиши мумкин.

Жамиятнинг умумий йиғилиши томонидан дивиденд тўлаш

[447] Қонуннинг 28-29-моддаларига қаранг.

[448] Каримов И.А. Халқ фаровонлиги – фаолиятимизнинг асосий мезони. www.press-service.uz

тўғрисидаги қарор қабул қилинган вақтдан бошлаб уларнинг тўланиши эълон қилинган ҳисобланади. Акциядор эълон қилинган, лекин тўланмаган дивидендларнинг тўланишини талаб қилиш ҳуқуқига эга. Бундай ҳолда у ФКнинг 237-моддаси (мажбуриятни бажаришдан бир томонлама бош тортишга йўл қўйилмаслиги) ва Қонуннинг 56-моддасига асосланиши мумкин.

Қонуннинг 27-моддасига асосан акциядорларнинг асосий ҳуқуқлари қаторига акциядорлик жамиятининг акциядорлари реестрига киритилиш ва акциядорлар реестридан ўзлари ҳақида қимматли қоғоз ҳисобланмайдиган кўчирмалар олиш каби ҳуқуқлар киради. «Қимматли қоғозлар бозори фаолиятининг механизмлари тўғрисида»ги Қонунннинг 15-моддаси, шунигндек «Акциядорлик жамиятлари акциядорларининг реестри тўғрисида»ги Низомда мазкур ҳуқуқни амалга ошириш таъминланган.

Ўзбекистон мулк ҳуқуқини рўйхатга олиш усулини қонунчилиги корпоратив бошқарув тамойилларига мос келадиган тарзда етарли даражада тартибга солишни назарда тутади.

Акциядорларнинг акцияларни олиш ва сотиш ҳуқуқи ҳам улар учун муҳим ҳуқуқлардан бири бўлиб ҳисобланади. Инвесторнинг (акциядорнинг) асосий ҳуқуқи сифатида бу ҳуқуқ жамиятдаги улушларнинг бошқага берилишини назарда тутиши билан акциядорлик жамиятининг масъулияти чекланган жамиятга нисбатан ўзига хос хусусиятга эга эканлигини кўрсатади. Мазкур ҳуқуқ фуқаролик ҳуқуқи объектларининг, шу жумладан қимматли қоғозларнинг муолмалада бўлишини тартибга соладиган ФКнинг 6-бобида назарда тутилган.

Қонуннинг 106-107-моддаларига асосан акциядорлар корпорациянинг таъсис ҳужжатларига ўзгартириш ва қўшимчалар киритиш, қўшимча акциялар чиқариш, фавқулодда характердаги битимлар тузиш каби корпорациядаги жиддий ўзгаришларга тааллуқли қарорлар хусусида ахборотлар олиш ҳуқуқига эга.

Қонунчиликда акциядорларнинг мазкур ва бошқа ҳуқуқларини ҳимоя қилишга қаратилган турли институтлар назарда тутилган. Қонуннинг 114-моддасига асосан

акциядорларнинг ҳукуқлари:

ушбу Қонунда белгиланган ва уставда назарда тутилган мажбуриятларни бажариш орқали эмитент (акциядорлик жамияти бошқарув органлари);

қонун хужжатларига мувофиқ инвестиция институтлари ва фондбиржалари;

қимматли қоғозлар бозори профессионал қатнашчиларининг кўнгилли бирлашмалари;

суғурта ташкилотлари;

давлат томонидан қимматли қоғозлар бозорини тартибга солиш ва мувофиқлаштириш юзасидан ваколат берилган орган;

аудиторлик ташкилотлари;

ҳуқуқни муҳофаза қилувчи органлар томонидан ҳимоя қилинади.

Акциядорлар ва қимматли қоғозлар бозорининг бошқа субъектлари ўртасида келиб чиқадиган низолар суд тартибида ҳал этилади.

Қонуннинг мазкур нормаларига таянган ҳолда акциядорлар ўзларининг қонуний ҳуқуқ ва манфаатларини ҳимоя қилишнинг турли ҳуқуқий воситаларини қўллашлари мумкин. Биринчидан, у корпорациянинг низом жамғармаси миқдоридан камида 10 фоиз акцияларга эга бўлган ҳолларда акцияларни сотиб олиш, корпорациянинг бошқарув органларини шакллантиришда иштирок этиш каби ўзининг ташкилий ҳуқуқларидан фойдаланиши мумкин. Иккинчидан, акциядор ўз ҳуқуқларининг ҳимоя қилинишини сўраб ваколатли давлат органларига, айнан ДМҚ қошидаги Қимматли қоғозлар бозори фаолиятини мувофиқлаштириш ва назорат қилиш Мақсади ва ҳуқуқни муҳофаза қилувчи органларга мурожаат этишлари мумкин.

Учинчидан, акциядор суд ҳимоясидан фойдаланиш ҳуқуқига эга бўлади. Бу биринчи навбатда ва кўп жиҳатдан кичик акциядорларга тааллуқли. Катта акциялар пакетига эгалик қилувчи йирик акциядорлар акциядорларнинг умуий йиғилишида ўзларига керак бўлган қарорни чиқариша эришиш ва бошқарув органларига сайланган шахслар орқали ҳам ўзларининг ҳуқуқларини ҳимоя қилишлари мумкин. Лекин бошқарувнинг акциядорларга зарар етказувчи ҳаракатларининг

олдини олиш масаласи кўтарилганда, судга 1 фоиздан кўп акцияларга эга бўлган акциядоргина мурожаат этиши мумкин бўлади.(«Акциядорлик жамиятлари ва акциядорларнинг ҳуқулқарини ҳимоя қилиш тўғрисида»ги қонуннинг 88-моддаси).

Корпорациянинг фаолияти ва қимматли қоғозлар бозорига жалб этилган акциядорлар, инвесторлар ҳамда бошқа юридк жисмоний шахсларнинг ҳуқуқ ва қонуний манфаатларини ҳимоя қилишда Қимматли қоғозлар бозори фаолиятини мувофиқлаштириш ва назорат қилиш Маркази ҳамда судлар катта рол ўйнайди.

Мазкур Марказ давлатнинг ваколатли органи сифатида қимматли қоғозлар бозори соҳасида давлат сиёсатини амалга оширади, унинг иштирокчилари профессионал фаолиятини тартибга солади, уларнинг ҳуқуқ ва қонуний манфаатларини ҳимоя қилади.[449]

Марказ томонидан биргина 2003 йилда инвесторларнинг 321 та шикоят ва мурожаатлари кўриб чиқилди. 87 та акциядорлик жамиятларига нисбатан қонунбузарликларни бартараф этиш бўйича кўрсатмалар берилди, уларга 39,3 млн сўм миқдордаги иқтисодий санкциялар қўлланилди, 28 та қонунбузилиш ҳоллари бўйича иш материаллари суд ва бошқа ҳуқуқни муҳофаза қилувчи органларга берилди, инвесторларга 35 млн.сўмдан ортиқ дивидендлар тўланиши таъминланди.

«Ўзнефтниқайтаишлаш» АЖ 49 нафар акциядорларининг аризаларини кўриб чиқиш чоғида «Акциядорлик жамиятлари ва акциядорларнинг ҳуқуқларини ҳимоя қилиш тўғрисида»ги Қонуннинг 53 ва 56-моддалари бузилганлиги ҳамда бир гуруҳ акциядорларга 7 486,2 минг сўм миқдордаги 2002 йил якунларига кўра ҳисобланган дивидендлар тўланмаганлиги аниқланган. Марказ томонидан фуқаролик ишлари бўйича судига даъво аризаси киритилди ва ишни кўриб чиқиш жараёнида акциядорларга тўланмаган дивидендларнинг тўлиқ миқдори ҳамда 845,9 минг сўм миқдордаги пеня тўланган.

Инвесторларнинг ҳуқуқларини ҳимоя қилиш ва бошқа

[449] Қаранг: «Ўзбекистон Республикаси ДМҚ қошидаги қимматли қоғозлар бозори фаолиятини мувофиқлаштириш ва назорат қилиш Маркази тўғрисида»ги Низом ЎзР ВМнинг 30.03.1996йилдаги. 126-сонли қарорининг 3-иловаси // Норма АҲТ.

қонунбузарликларнинг олдини олиш мақсадида 2003 йилда Марказ томонидан 231 та ҳолат бўйича судга даъво аризалари киритилиб, шундан 178 та (68.2%) ариза бўйича даъволар қаноатлантирилган,77 таси кўриб чиқиў жараёнида ва 6 таси (2.3%) суд томонидан қаноатлантирилмаган.

492 та акциядорлик жамияти ва инвестиция институтларида текширувлар ўтказилиб, қимматли қоғозлар бозори соҳасида 3754 та қонунни бузиш ҳоллари аниқланган. Марказ томонидан кўрилган чоралар натижасида қонунбузарликлар сони 2002 йилга нисбатан 30.5%га қисқарди. Қимматли қоғозлар бозоридаги қонунбузилишларни таҳлил қилиш ва кузатиш кўп учрайдиган қунунбузарлик ахборотни ошкор этиш қоидаларини бузиш эканлигини кўрсатди. Хусусан, 2003 йилда 128 та ҳолатда эмиссия проспектларини чоп этмаслик ҳоллари, 145 та ҳолатда акциядорларнинг йиллик ҳисобот йиғилишини ўтказиш тўғрисидаги ахборотни ОАВда эълон қилмаслик ҳоллари, 35 та ҳолатда йиллик ҳисоботни назорат қилувчи органларга тақдим этмаслик ҳоллари, 90 ҳолатда дивидендлар тўлаш ҳақидаги ахборотни ОАВда эълон қилмаслик ҳоллари аниқланган.

Текширишлар натижасиа кўра қонунбузарлик ҳолларини бартараф этиш бўйича қонунбузарларга 351 та кўрсатмалар берилиб, 173.7 млн. сўмлик иқтисодий санкциялар қўлланилган.[450]

«Рақобат ва маҳсулот бозорларида монополистик фаолиятни чеклаш тўғрисида»ги Қонун нормалари бузилиши ҳолларини олдини олиш мақсадида Марказ томонидан қимматли қоғозлар бозорининг барча иштирокчиларига улар фаолиятида бир эмитентнинг низом жамғармасидаги 35%дан ортиқ акцияларни сотиб олиш билан боғлиқ қоидаларни бузмаслик ҳақида кўрсатмалар берилди.

Марказ томонидан кўриб чиқилган акциядорларнинг ҳуқуқларини ҳимоя қилиш тўғрисидаги аризалар акциядорлар ҳуқуқлари бузилишининг асосий кўриниши акциядорларнинг умумий йиғилишини ўтказиш, акциядорларнинг реестрини

[450] Қаранг: ЎзР ДМҚнинг 2003 йилги Ахборот таҳлилий Бюллетени – Т., 2004. – Б.10–11; 7,8-илова.

юритиш ва дивидендлар тўлаш билан боғлиқ тартибларининг бузилиши эканлигини кўрсатди.

Акциядорларнинг қонуний манфаатлари ва ҳуқуқларини суд орқали ҳимоя қилиш масаласида биринчи навбатда бу кўп жиҳатдан миноритар акциядорларга тааллуқли эканлигини таъкидлаш лозим. Кўп миқдорда акцияларга эга бўлган акциядорлар уммий йиғилишда тегшил қарорни қабул қилинишига эришиш ва улар томонидан бошқарув органига сақланган шахслар орқали ўзларининг ҳуқуқларини етарли даражада ҳимоя қилишлари мумкин. Лекин жамият бошқарувчилари унга зарар етказувчи ҳаракатлар содир этганда ҳар қандай акциядор битимни ҳақиқий эмас деб топишни сўраб судга мурожаат этиши мумкин.

Акциядорларнинг қонуний ҳуқуқ ва манфаатларини ҳимоя қилиш механизмлари амалиётда ишлаши учун акциядорларнинг ҳам фаол ҳаракатлари, уларнинг қонунда белгиланган имкониятлардан фойдаланган ҳолда суд орқали ўз ҳуқуқларини ҳимоя қилишга интилишлари муҳим бўлимб ҳисобланади.

Суд, шунингдек ваколатли давлат органлари бир неча бор акциядорлик жамиятларида акциядорларнинг ҳуқуқ ва манфаатларига зарар етказадиган бир қатор қонунбузилиш ҳолларини аниқлаган ва олдини олган.

Масалан 2003 йил «Ўзметалсавдо» ОАЖда унинг низом жамғармасига ўзартириш киритиш тўғрисида қарор қабул қилган акциядорларнинг навбатдан ташқари йиғилиши ўтказилган. Лекин мазкур йиғилишда Қонунда белиланган кворум таъминланмаганлиги учун Тошкент шаҳар Шайхонтоҳур туманлараро фуқаролик ишлари бўйича суди мазкур йиғилишнинг қарорини бекор қилган.[451]

2002 йил 30 июлда Тошкент шаҳар хўжалик суди «Спротлото Лтд» қўшма корхонаси акциядорларининг 16.07.2002 йилдаги навбатдан ташқари йиғилишининг мазкур қўшма корхонанинг бош директорини тайинлаш тўғрисидаги қарорини мазкур йиғилиш ўтказилиши тўғрисида барча

[451] Тошкент шаҳар Шайҳонтоҳур туманларо фуқаролик ишлари бўйича судининг 2003 йилги архив маълумотлари.

иштирокчилар хабардор қилинмаганлиги сабабли бекор қилди. Мазкур қарор Қонунда белгиланган 3/2 қисм овозга қарши равишда 60% овоз билан қабул қилинган.[452]

2001 йил 12 апрелда Тошкент шаҳар хўжалик суди «Ўзавтосозлаш» ОАЖ акциядорлари навбатдан ташқари йиғилишининг қарорини ҳақиқи эмас деб топди. Чунки мазкур қарорда ушбу жамият кузатув кенгашини тасдиқлаш тегишли тарзда расмийлаштирилмасдан Қонуннинг акциядорлар рўйхатини тузиш ва расмийлаштиришга оид қоидалари бузилган.[453]

2002 йилда "Кока-Кола ичимлиги Ўзбекистон Лтд." Қўшма корхонаси Қонуннинг йирик битимлар тузиш тўғрисидаги қоидаларини бузган ҳолда жамият активлари баланс қийматининг 50%дан ошадиган миқдордаги йирик битим тузиш тўғрисида қарор қабул қилди. Мазкур қонунбузарлик натижасида манфаатларига зарар етган "Наманган салкин ичимликлар" ОАЖ Тошкент шаҳар хўжалик судига даъво билан мурожаат этди. 14.02.2002 йилдаги қарорида суд даъвони қаноатлантириб, қўшма корхонанинг қарорини ҳақиқий эмас деб топди.[454]

2004 йилнинг бошида Тошкент шаҳара хўжалик суди ЎзР Адлия вазирлиги тақдимига кўра «Ўзгаришагротаъминот» ОАЖ акциядорларининг 26.04.2004 йилдаги навбатдан ташқари умумий йиғилишининг жамият ташкилий-ҳуқуқий шаклини ўзгартириш тўғрсидаги қарорини бекор қилди.

Гап шундаки, «Ўзгаришагротаъминот» ОАЖ акциядорларининг 26.04.2004 йилдаги навбатдан ташқари йиғилиши кун тартибига фақат биргина масала – уни «Ўзгаришагросервис» МЧЖга айлантириш масаласи киритилган бўлса-да, ушбу йиғилишда қуйидаги яна икки масала киритилиб кўриб чиқилган: 1) мазкур йиғилишда иштирок этмаган акциядорларни Оаж таркибидан чиқариш тўғрисида. 2) ўша куннинг ўзида янги МЧЖ таъсисчиларининг биринчи йиғилишини ўтказиш тўғрисида. Суд қонуннинг 66-

[452] Тошкент шаҳар хўжалик судининг 2002 йилги архив маълумотлари.
[453] Ўша жойда, 2001й материаллари.
[454] Ўша жойда, 2002й материаллари.

моддаси акциядорлар умумуий йиғилишининг эълон қилинган кун тартибини ўзгартиришга, унга яни масалалар киритишга йўл қўймаслигини таъкидлади. Бунинг устига мазкур қарорлар қабул қилиниши натижасида кўпгина акциядорларнинг манфаатларига зарар етказилганлиги учун ҳам ОАЖнинг юқорида таъкидланган қарорлари суд томонидан ҳақиқий эмас деб топилди.[455]

Қонун акциядолар томонидан ўзларининг қонуний ҳуқуқ ва манфаатларини суд орқали ҳимоя қилиш борасида бир қатор қоидаларни ўзида мужассамлаштиради. Бунда акциядорларни, биринчи навбатда миноритар акциядорларни суд орқали ҳимоя қилишнинг қуйидаги асосий воситаларини таъкидлаш лозим:

1) акциядорларнинг умумий йиғилиш ва АЖнинг бошқа бошқарув органлари қарорлари устидан шикоят бериш;

2) қонунга асосан акциядорлардга акцияларини сотиш ҳуқуқи мавжуд бўлганда жамиятни ўз акцияларини сотиб олишга мажбур қилиш тўғрисида даъво киритиш;

3) жамиятга раҳбарлар ёки жамият фаолиятини назорат қилувчи бошқа хўжалик жамияти айби етказилган зарарни қоплаш;

4) белгиланган тартибни бузган ҳолда тузилган йирик битимларни ҳақиқий эмас деб топиш тўғрисида даъволар киритиш;

5) белгиланган тартибни бузган ҳолда тузилган манфаатдорлик мавжуд бўлган битимларни ҳақиқий эмас деб топиш тўғрисида даъволар киритиш предъявление исков;

6) жамиятдан дивидендларни ундириш;

7) акциядорларнинг қонунда белгиланган ахборотга эга бўлиши билан боғлиқ ҳуқуқларининг бузилиши билан боғлиқ даъволар қўзғатиш.

Қонуннинг 66-моддасига (рус вариантида 49-модда хато) асосан акциядор узрли сабабларга кўра акциядорлар умумий йиғилишида иштирок этмаган ёки бундай қарор қабул қилинишига қарши овоз берган ҳолларда, у акциядорларнинг умумий йиғилишида қабул қилинган қарор устидан судга

[455] Ўша жойда, 2004й. Материаллари.

шикоят қилишга ҳақлидир. Акциядорлар умумий йиғилиши қарори қуйидаги ҳолларда ҳақиқий эмас деб топилиши мумкин: биринчидан, йиғилишни чақириш ва ўтказиш жараёни билан боғлиқ расмий асосларга кўра ва иккинчидан, умумий йиғилиш томонидан унинг ваколатлари доирасидан четга чиққан ҳолда қарор қабул қилинган тақдирда.

Акциядорларнинг умумий йиғилиши қарорлари устидан шикоят бериш билан боғлиқ қоидалардан ташқари «Акциядорлик жамиятлари ва акциядорларнинг ҳуқуқларини ҳимоя қилиш тўғрисида»ги Қонун жамиятнинг кузатув кенгаши қарорларини ҳақиқий эмас деб топиш билан боғлиқ нормаларни ҳам ўзида мужассамлаштиради. Қонуннинг 70-моддасига (рус вариантида 53-модда хато) асосан жамият кузатув кенгашининг масалани акциядорлар умумий йиғилишининг кун тартибига ёки номзодни жамият кузатув кенгаши ва тафтиш комиссиясига (тафтишчилигига) сайлов юзасидан овоз бериш учун номзодлар рўйхатига киритишни рад этиш тўғрисидаги қарор устидан судга шикоят қилиш мумкин. Бундан ташқари, жамият овоз берувчи акцияларининг камида ўн фоизига эга бўлган акциядор (акциядорлар) акциядорларнинг навбатдан жамият кузатув кенгашининг акциядорларнинг навбатдан ташқари умумий йиғилишини чақиришни рад этиш тўғрисидаги қарори устидан судга шикоят қилиш мумкин.

Жамиятнинг ижро органи қарорлари ҳам улар қонун талабларига жавоб бермаган ҳолларда суд орқали бекор қилиниши ёки ҳақиқий эмас деб топилиши мумкин. Бундай иш бўйича акциядорлик жамияти жавобгар бўлади.

Миноритар акциядорларга берилган муҳим ҳуқуқлардан бири уларнинг жамиятдан чиқиш ҳуқуқи бўлиб ҳисобланади. Маълумки, акциядорлик жамиятида иштирок этишни бекор қилиш асосан акцияларни бошқа акциядорлар ёки эркин бозорда сотиш орқали амалга оширилади. Лекин баъзи ҳолларда акциядор учун бу йўл ёпиқ бўлади, унинг жамиятда иштирок этиши эса у учун фойдали бўлмай қолади.

«Акциядорлик жамиятлари ва акциядорларнинг ҳуқуқларини ҳимоя қилиш тўғрисида»ги Қонун акциядор жамиятдан ўзига тегишли акцияларнинг ҳаммасини ёки бир

қисмини сотиб олишни талаб қилиши мумкин бўлган қуйидаги икки ҳолатни назарда тутади:

1) жамият қайта тузилган ёки умумий йиғилиш томонидан йирик битим тузиш тўғрисида қарор қабул қилинган тақдирда, агар бундай қарор қабул қилинишига қарши овоз берган ёки овоз беришд иштирок этмаган бўлса;

2) жамият низомига акциядорнинг ҳуқуқларини чекловчи ўзгартириш ва қўшимчалар киритилганда, агар бундай қарор қабул қилинишига қарши овоз берган ёки овоз беришд иштирок этмаган бўлса.

Таъкидлаш жоизки, бундай низоларни кўриб чиқиш вақтида акциядорга акцияларни сотиб олишни талаб қилиш ҳуқуқини берувчи асослар рўйхати қатъий бўлиб ҳисобланади. Имтиёзли акциялар эгалари ҳам агар қонунга асосан умумий йиғилишда овоз бериш ҳуқуқи билан иштирок этишга ҳақли бўлсалар, бундай турдаги даъволар билан мурожаат этишлари мумкин.

Қонунда АЖ томонидан йирик битимлар тузилишининг алоҳида тартиби назарда тутилган. Қонуннинг 90-моддасига асосан (рус вариантидаги 79-модда хато) Қиймати битим тузиш тўғрисида қарор қабул қилинаётган санада жамият активлари баланс қийматининг йигирма беш фозидан эллик фоизгачасини ташкил этувчи мол-мулк хусусида бўлган йирик битим тузиш тўғрисидаги қарор кузатув кенгаши томонидан якдиллик билан қабул қилинади, бунда кузатув кенгашининг таркибдан чиқиб кетган аъзолари овози ҳисобга олинмайди. Бундай битимлар тузиш чоғида алоҳида акциядорларнинг қонуний ҳуқуқ ва манфаатлари бузилиши мумкинлиги сабабли улар бундай битимларни ҳақиқий эмас деб топиш тўғрисида даъво қўзгатишлари мумкин.

Қонунда жамиятнинг корпоратив иродаси шаклланишига таъсир қилувчи шахсларнинг манфаатдорлиги мавжуд бўлган битимларни тузишнинг ҳам алоҳида тартиби келтирилган. Бундай манфаатдор шахслар доираси қонуннинг 91-моддасида келтирилган. (рус вариантидаги 81-модда хато)

Қонунда манфаатдор шахс сифатида белгиланган шахслардан бирининг манфаатдорлиги мавжуд бўлган битимларнинг тузилиши тўғрисидаги қарор жамиятнинг кузатув

кенгаши томонидан қабул қлиинади. Бу масала ҳал этилаётган вақтда манфаатдор ҳисобланган шахслар овоз беришда иштирок этмайдилар. Қуйидаги икки ҳолатда бундай қарор акциядорларнинг умумий йиғилиши томонидан қабул қилинади: 1) агар битим бўйича тўланадиган ҳақ суммаси ва битимга сабаб бўлган мол-мулк қиймати жамият активлари қийматининг икки фоизидан ортиқ бўлса; 2) агар битта битим ва (ёки) ўзаро боғлиқ бўлган бир неча битим жамиятнинг овоз берувчи акцияларини ёки овоз берувчи акцияларга айирбошланадиган бошқа қимматли қоғозларини илгари жойлаштирилган овоз берувчи акцияларнинг икки фоизидан ортиқ миқдорда жойлаштиришдан иборат бўлса .

Юқорида таъкидланганидек, дивиденд тўлаш тўғрисидаги қарор қабул қилинган вақтдан бошлаб акциядорда дивиденд олиш ҳуқуқи пайдо бўлади. эълон қилинган дивидендларни тўлаш чўзиб юборилганда акциядор суд орқали дивиденд тўлинишини талаб қилишга ҳақли.

Қонунда реестр сақловчи томонидан акциядорлар ҳуқуқларининг бузилишини суд орқали ҳимоя қилиш ҳам назарда тутилган. Акцияларнинг асосий қисми ҳужжат шаклида чиқарилмаган ҳолларда реестр сақловчининг роли ошади, чунки «Қимматли қоғозлар бозори фаолияти механизми тўғрисида»ги қонуннинг 32-моддасига асосан реестр сақловчида қайд этилган ёзув акциядор ҳуқуқини тасдиқловчи ягона гувоҳнома ҳисобланади. (қимматли қоғозларга бўлган ҳуқуқларни депозитарийда ҳисобга олишдан ташқари. Бунда депо ҳисоб рақамларидаги ёзув ҳуқуқни тасдиқловчи гувоҳнома бўлади). мазкур қонуннинг 29-моддасига асосан эмиссион қимматли қоғозларга нисбатан мулк ҳуқуқи ўтишида реестр сақловчи хабардор этилиши лозим.

Шу муносабат билан «Акциядорлик жамиятлари ва акциядорларнинг ҳуқуқларини ҳимоя қилиш тўғрисида»ги Қонуннинг 49-моддаси (рус вариантидаги 45-модда нотўғри) жамият акциядорлари реестрига ёзув киритишни рад этиш устидан судга шикоят қилиш мумкинлигини назарда тутади. Реестр сақловчи ёзув киритишдан асоссиз бош торган ёки бундай ёзув киритишни асоссиз рад этган тақдирда,

акциядорнинг талабига кўра суд реестр сақловчи зиммасига тегишли ёзув киритилиши керак бўлган санадан бошлаб шундай ёзув киритиш мажбуриятини юклайди.

Реестр сақловчининг мулкий жавобгарлиги масаласи жуда катта амалий аҳамиятга эга, чунки баъзи ҳолларда у акциядорга етказилган зарарни қоплаши мумкин бўлган ягона восита ҳисобланади.

Ёзув акция эгасининг розилигисиз киритилган ёки ўзгартирилган ҳолларда мазкур ёзувни ҳақиқий эмас деб топиш тўғрисидаги ариза билан мурожаат қилиниши ҳам мумкин. Суд бундай ёзув «Акциядорлик жамиятлари акциядорарнинг ҳуқуқларини ҳимоя қилиш тўғрисида»ги Қонунда акциядорларнинг ҳуқуқларини ҳимоя қилиш усули сифатида кўрсатилмаганлиги ва бу ёзув давлат органи акти ҳисобланмаслиги туфайли битим деб тан олинмаслигини рўкач қилиб ёзувни ҳақиқий эмас деб топиш тўғрисидаги ишни бекор қилиши мумкин. Лекин «Қимматли қоғозлар бозори фаолияти механизмлари тўғрисида»ги Қонуннинг 13-моддасига (рус вариантидаги 29-модда нотўғри) асосан акциядорлар реестридаги ёзув шахснинг тегишли акцияларга бўлган мулк ҳуқуқини қайд этади. Шунигн учун реестрдаги бундай ўзгартиришларни ҳақиқий эмас деб топиш ва олдинги ёзувни тиклаш тўғрисидаги даъво ўз моҳиятига кўра бузилган ҳуқуқни ҳимоя қилувчи даъво бўлиши мумкин.

Шунингдек, қонун акциядорга акциясига эга бўлган жамиятнинг фаолияти ҳақида зарур ахборотларни олиш, унинг таъсис ҳужжатлари билан танишиш, акциядорларнинг умумуий йиғилишига тайёргарлик кўриш учун зарур бўлган ахборотларни ўз вақтида ва тўлиқ олиш ҳуқуқини беради. Жамият томонидан эмиссия амалга оширилган ҳолатда ҳам ахборот олиш ҳуқуқи назарда тутилган. Ҳар бир акциядор жамиятга янги инвестицияларни киритишнинг мақсадга мувофиқ эканлигини аниқлаш учун етарли ахборот олиш ҳуқуқи билан биргаликда эмиссияни амалга оширишнинг асосий босқичлари ҳақида ҳам ахборот олиш ҳуқуқига эга бўлади. (қонуннинг 107-108-моддалари).

Акциядорлик жамияти акциядорларга бевосита қонунда

санаб ўтилган ҳужжатлар билан танишиб чиқиш имкониятини яратиши лозим. Мазкур масалаларга ушбу ишнинг IV бобида батафсил тўхтанилади.

Акциядор учун эмиссия ҳақидаги ахборони уни амалга оширишнинг дастлаб ки босқичларидан бошлаб олиш жуда муҳим бўлиб ҳисобланганади.

Эмиссия натижасида акциядорнинг ҳуқуқи бузилган ҳолларда у ҚҚБФМНҚМ ёки судга мурожаат этиши мумкин.

Акциядорлик жамияти жойлаштирилган акцияларнинг номинал қийматини ошириш ёки қўшимча акциялар жойлаштириш орқали ўз устав капиталини ошириши мумкин. Бунинг учун жамиятнинг уставига муовфиқ умумий йиғилиш ёки кузатув кенгашининг қарори қабул қилиниши керак. Агар бундай қарор акциядорпарнинг ҳуқуқларини бузган ҳолда қабул қилинса, бундай қарорни ҳақиқий эмас деб топиш тўғрисида даъво қўзғатилиши мумкин.

Жамиятнинг уставида имтиёзли ҳуқуқ ҳақида нормалар бўлмаганда ёки умумий йиғилиш имтиёзли ҳуқуқни қўлламаслик тўғрисида қарор қабул қилган ҳолларда акциядор қўшимча чиқарилаётган қимматли қоғозларга нисбатан оддий инвестор билан тенг ҳуқуқларга эга бўлади.

Қимматли қоғзлар чиқарилиши ҳақидаги ҳисобот рўйхатга олинандан кейин маълум бўлган қонунбузарлик ҳоллари мавжуд бўлган эмиссия суд қарорига асосан ҳақиқий эмас деб топилиши мумкин. Эмиссия ҳақиқий эмас деб топилган ҳолларда эмитент мазкур эмиссия орқали чиқарилган қимматли қоғозларни сотишдан олган пул воситалари ёки бошқа мол-мулкни эгасига қайтариб беришга мажбур.

ХУЛОСАЛАР

Биз томонимиздан корпоратив бошқарувнинг турли механизмларини кўриб чиқиш, уларнинг ҳар бири у ёки бу мамлакатда акциядорлар ва кредиторлар ҳуқуқлари ҳимоя қилинганлигининг натижаси эканлигини кўрсатди. Бунда ҳуқуқ ўзининг шаклланишида нафақат корпоратив бошқарувнинг тегишли мавжуд ҳолатига боғлиқ бўлади, балки қимматли

қоғозлар бозорининг муайян тузилиши ва унга эгалик орқали корпоратив бошқарувнинг бошқа механизмларини шакллантирувчи асосий омил бўлиб ҳисобланади. Шунинг учун Ўзбекистонда мавжуд омиллардан келиб чиқиб корпоратив ҳуқуқнинг шаклланиши фикримизча, мазкур соҳада юксалишга олиб келади. Корпоратив ҳуқуқ нафақат мамлакатдаги мавжуд шароитларни инобатга олиши, балки уларни ривожлантириши ҳам лозим. Континентал ҳуқуққа асосланган мамлакатларда судлар деярли қонунчилик ваколатларига эга бўлмаганлиги туфайли корпоратив сектор умумий ҳуқуққа асосланган мамлакатлардагига нисбатан самарасиз тартибга солинади.

Агар АҚШда корпоратив шаклланиши жараёнида асосий эътибор акциядорларнинг ҳуқуқларини ҳимоя қилишга қаратилган бўлса, Германияда асосий эътибор кредиторларнинг манфаталарини ҳимоя қилишга қаратилган. Лекин бир қатор тадқиқотлар натижалари гувоҳлик беришича, акциядорлик жамиятларининг кредит молиялаштиришига ҳаддан ташқари боғлиқлиги акциядорлар ҳуқуқлари ёмон ҳимоя қилинганлиги ва самарасиз корпоратив бошқарув мавжудлигининг мезони ҳисобланади. Чунки бу Ақш в Буюк Британиядан фарқли равишда Германия амалиётида учраганидек акциядорлик молиялаштирилиши қийинлигининг белгиси бўлиб ҳисобланади. Акциядорлик капиталини киритиш имкониянининг мавжуд эмаслиги бошқа томондан эгаликнинг юқори даражада тўпланганлиги билан асосланади. Эгаликнинг тўпланиши акциядорлар ва бошқарувчилар ўртасидаги муаммоларни ҳал этишнинг нисбатан ишончли усули ҳисобланса-да, у агентлик муаммосининг иккинчи гуруҳи бўлган йирик ва кичик акциядорлар ўртасидаги муаммоларни келтириб чиқаради.

Назаримизда буларнинг барчаси Ўзбекистоннинг аниқ шароитларида корпоратив ҳуқуқни ривожлантириш чоғида инобатга олиниши лозим.

Ишда кўрсатилганидек, амалдаги қонунчилик акциядорларнинг қонуний ҳуқуқ ва манфаатларини ҳимоя

қилишда давлат органлари, айниқса суднинг фаол рол ўйнашини назарда тутади. Лекин фикримизча акциядорлик жамиятининг бошқарув органлари томонидан содир этилган ноқонуний ҳаракатлар натижасида акциядорга етказилган ҳақиқий зарарни ундириш суднинг қарорига асосан АЖ воситалари ҳисобидан эмас, балки айбдор шахслар ҳисобидан амалга оширилиши лозим.

Бозор муносабатларига ўтилиши муносабати билан Ўзбекистонда мураккаб ҳолат вужудга келди. Мамлакат учун янги бўлган иқтисодиётнинг бир меъёрда фаолият юритиши учун бутун ижтимоий-иқтисодий тузилмани, шу жумладан тегишли ҳуқуқий тартибга солиш механизмларига эга бўлган корпорацияларни қайтадан тузишга тўғри келди.

Ишда кўрсатилганидек, турли мамлакатларда вужудга келган турли ижтимоий омиллар натижасида бугунги кунда бу мамлакатларнинг корпоратив қонунчилиги бир биридан фарқ қилади. Тадқиоқт корпоратив бошқарув ва акциядорлар ҳуқуқларини ҳимоя қилиш сифатининг у ёки бу юрисдикциядаги ижтимоий-иқтисодий шароитлар корпоратив секторни тартибга солиш жуда мураккаб вазифа эканлигини кўрсатди. Ҳатто Германия, Франция каби юқори даражада ривожланган Европа мамлакатларида ҳам ҳалигача акциядорларнинг ҳуқуқларини ҳимоя қилиш ва таъминлаш билан боғлиқ муаммолар мавжуд.

Ўзбекистонда корпоратив бошқарувни ривожлантиришда муҳим ўрин эгаллаши керак бўлган давлат органлар, айниқса суднинг фаолияти етарли даражада тартибга солинмаган. Бундан ташқари, бизда кўпгина акциядорларда эскича тафаккурнигн сақланиб қолаётганлиги инвесторларнинг ҳуқуқларини ҳимоя қилиш тизимин ривожлантириш ва уларнинг ишончини қозонишда тўсқинлик қилади. ЎзРда эгалик сезиларли даражада тўпланганлиги сабабли бу ҳол корпоратив ҳуқуқ олдиган кичик акциядорларнинг ҳуқуқларини ҳимоя қилиш масаласини қўяди. Лекин мамлакатда акцияларнинг тўпланганлиги ўзига хос хусусиятга эга бўлади, яъни акциялар

компаниянинг хизматчилари ва бошқарувчилари ўртасида тўпланган бўлса-да, АЖ устидан назорат бошқарувчилар томонидан амалга оширилади.

Ушбу ва бошқа омилларни инобатга олиб ЎзРнинг «Акциядорлик жамиятлари ва акциядорларнинг ҳуқуқларини ҳимоя қилиш тўғрисида»ги Қонуни қабул қилинди. Уни қабул қилишдан мақсад ўтиш даврида вужудга келган қийинчилкларни енгиб ўтиш эди. Қонун корпоратив ҳуқуқ ва акциядорлар ҳуқуқларини ҳимоя қилишнинг нисбатан аниқ ва самарали механизмини назарда тутиши керак эди. Лекин шу билан бирга қонун лойиҳасини ишлаб чиқишда муаллифлар тадбиркорлик фаолиятини чеклмаслик учун иложи борича корпоратив ҳуқуқда чекловчи нормаларни камроқ қўлллашга ҳаракат қилишган. Натижада қонуннинг кўпгина нормалари таъқиқловчи характерга эга бўлмасдан акциядорлар томонидан у ёки бу таъқиқни қўллашни назарда тутган.

Лекин амалдаги қонун ва амалиётни ўрганиш натижаси бугунги кунга қадар мазку рқонун ўзини керакли даражада намоён қилмаётганлигини кўрсатди. Бунда қуйидаги бир қатор омилларнинг таъсири кузатилади: биринчидан, акциядорлик жамиятларида эгаликнинг тўпланганлиги сезиларли даражада ошди. Иккинчидан, содир этилган қонунбузарликлар хусусияти кўп ҳолларда қонунбузарлар қонуннинг муқобил қоидаларидан фойдаланганликларини кўрсатди. Таъкидлаш жоизки, сўнгги вақтларда Қонунга жиддий ўзгартириш ва қўшимчалар қиритилиши натижасида олдинги нормалар «таъқиқловчи» нормлаларга ўзгартирилди. Кичик акциядорларнинг ҳуқуқларига урғу берилиб, Қонун нисбатан императив нормлаар билан тўлдирилди. Бу шунингдек қонуннинг замонавий талаблар сари такомиллашаётганлигидан далолат беради.

Келажакда олимлар ва амалиётчиларнинг ҳамкорликдаги фаолияти натижасида корпоратив фаолият ва унинг иштирокчилари, айниқса акциядорларнинг ҳуқуқларини ҳимоя қилишни самарали ривожлантириш учун амалдаги қонунчиликни ҳар томонлама ва чуқур ўрганиш мақсадга

мувофиқ ҳисобланади. Асосийси бундай чора - тадбирлар Қонуннинг нормаларини синчиклаб ўрганиб, корпоратив низолар, кичик ва ташқи акциядорлар ҳуқуқларини бузилишининг имкониятларини пасайтириш ва шу билан бирга ташкил этилган акциядорлик жамиятларида корпоратив фаолиятнинг самарали ривожланиши, уларда барқарорликнинг ошишига хизмат қилади.

IV БОБ. КОРПОРАТИВ ҲУҚУҚИЙ МУНОСАБАТЛАР ТИЗИМИДА АХБОРОТНИ ОШКОР ЭТИШ ВА ИНСАЙДЕРЛИК БИТИМЛАРИ

4.1. Ахборотни ошкор этиш – акциядорлар мулк ҳуқуқини ҳимоя қилишнинг муҳим усулларидан бири

Акциядорлик мулкининг шаклланиши уни ҳимоя қилиш заруратини келтириб чиқаради. Фикримизча, қимматли қоғозлар эгаларининг мулк ҳуқуқларини ҳимоя қилиш масаласига эгаликни ҳимоя қилиш нуқтаи назаридан қараш лозим. Шу муносабат билан К.И.Скловскийнинг қуйидаги фикрини келтириш мақсадга мувофиқ ҳисобланади: “Шуни таъкидлаш жоизки, эгалик моҳияти муаммосининг ўзи уни ҳимоя қилишнинг мураккаб усулларидан келиб чиққан”[456]. Яъни эгалик ҳуқуқи унинг ҳимояси билан боғлиқ. Лекин мулкка, мазкур ҳолатда қимматли қоғозларга эгалик ҳуқуқини ҳимоя қилишни таъминлаш учун тегишли ҳуқуқий майдон шакллантириш лозим.

Фикримизча, ахборотни ошкор қилиш шароитларида қимматли қоғозларга эгалик ҳуқуқини ҳимоя қилиш зарурати мамлакат Фуқаролик кодекси ёки “Қимматли қоғозлар тўғрисида”ги қонунда тегишли меъёрларнинг мавжуд бўлишини назарда тутади. Лекин гарчи ФКнинг 231-моддасида “Мулкдор ўз іуєуєларининг іар єандай бузилишини, гарчи бу бузиш эгалик єилишдан маірум этиш билан бојлиє бўлмаса іам, бартараф этишни талаб єилиши мумкин (негатор даъво)” деб кўрсатилган бўлса-да, унда қимматли қоғозлар эгалари ҳуқуқларини ҳимоя қилиш борасида бирор бир меъёр назарда тутилмайди[457]. Лекин ФКнинг мазкур моддаси умумий хусусиятга эга бўлиб, у қимматли қоғозлар тўғрисидаги ахборотларни ошкор этиш борасидаги ҳуқуқбузарликларни инобатга олмайди. Қимматли қоғозлар тўғрисидаги ахборотларни ошкор этиш борасидаги ҳуқуқбузарликлар икки хил хусусиятга эга. Бир томондан

[456] Қаранг: Скловский К.И. Собственность в гражданском праве. – М.: Дело, 2002. – С.298.
[457] Қаранг: Ўзбекистон Республикаси Фуқаролик кодекси. – Т.: Адолат, 2003. – Б.93.

қимматли қоғозлар ҳақида ахборотни ошкор этиш АЖга қўшимча молияларни жалб этиш усули бўлса, иккинчи томондан, у мулкка эгалик ҳуқуқи ҳимоясининг манбаси ҳисобланади.

Фикримизча, қимматли қоғозлар ҳақида ахборотни ошкор этиш шароитларида қимматли қоғозларга нисбатан эгалик ҳуқуқини ҳимоя қилишнинг ҳуқуқий жиҳатлари тегишли мамлакат Фуқаролик кодексининг тегишли моддаларида назарда тутилиши лозим.

Шу билан бирга шуни таъкидлаш жоизки, эгалик ҳуқуқи ҳимояси одатда қуйидагиларга йўналитирилган уч гуруҳдаги интердиктлардан иборат тарзда таснифланади: тегишли эгаликни ушлаб қолиш; мажбурий ёки махфий тарзда йўқотилган эгаликни қайтариш; дастлабки эгаликни ўрнатиш.[458]

Демак, мулкчилик объектидан қатъий назар мулк ҳимоя қилиниши лозим. Бундай ҳимоя ахборот ошкор этилиши талаб этиладиган қимматли қоғозларга ҳам тегишлидир. Шу муносабат билан фикримизча, ФКга қимматли қоғозлар эгаларининг ҳуқуқларини ҳимоя қилишнинг ҳуқуқий жиҳатларига оид муайян ўзгаритириш ва қўшимчалар киритиш мақсадга мувофиқ ҳисобланади. Бундай ўзгаритириш ва қўшимчалар қимматли қоғозлар бўйича ахборотларни ошкор этишнинг халқаро талабларини инобатга олиши лозим.

Шу билан бирга, назаримизда, ўрганилаётган муаммони мулкчилик нуқтаи назаридан тадқиқ этиш мақсадга мувофиқ ҳисобланади. Гап шундаки, эмитент ҳақидаги ахборотни ошкор этиш даражаси потенциал инвесторлар томонидан акцияларга бўлган талабга турлича таъсир этиши мумкин, бу эса бозорда сотиладиган акциялар ҳажми ўзгаришидан далолат беради. Шунинг учун фикримизча, мулкчилик динамикаси ҳақида гапириш лозим. Бу “ашё муайян вақт давомида кимнингдир мулкчилигида бўлган ҳолда кўчади, кўчирилади ва ундан турли йўллар билан фойдаланилади. Ҳуқуқий жиҳатдан ашё бир шахснинг мулкида бўлади. Тегишинча, ашёнинг мулкчиликда бўлиши унинг на ҳуқуқий на механик жиҳатдан ўзгариши, яъни

[458] Қаранг: Римское частное право. – М., 1948. – С.185.

динамикасини инкор этмайди.[459]

Бу муклчилик динамикаси ашё, мазкур ҳолатда эмитентнинг акцияси ҳақидаги ахборотни ошкор этиш даражасига боғликлигидан ҳам далолат беради. Демак ахборотни ошкор этиш даражаси қанчалик юқори бўлса, инвестор акцияни сотиб олиш боғлиқ боғлиқ ҳаракатининг барқарорлигига шунчалик ишонади.

Акциядорлик жамиятини молиялаштирар экан, инвесторлар одатда ҳуқуқий механизмлар орқали ҳимоя қилинадиган муайян ҳуқуқларга эга бўлади. Мазкур ҳуқуқларга ахборотни ошкор этиш ва ҳисобот беришни талаб этиш каби ҳуқуқлар киради.[460] Шунинг учун замонавий жаҳон корпоратив амалиётида эмитентга акцияларининг эмиссияси ва акциядорлик жамиятининг фаолияти тўғрисидаги ахборотни ошкор этиш талаби қўйилган. Одатда бундай талабни қўйишдан мақсад инвесторлар, биринчи навбатда акциядорлар томонидан салбий хабардорлик натижасида номуносиб инветициялар киритишнинг олдини олиш учун уларнинг манфаатларини ҳимоя қилиш бўлиб ҳисобланади.[461] Лекин фикримизча, ҳалигача ахборотни ошкор этишнинг бундай талабларига кам эътибор қаратилаяпди.[462] Бошқа томондан, ахборотни мажбурий ошкор этиш бозор учун хавфли бўлиши мумкин, чунки бунда компаниянинг рақобатбардошлилиги чекланади ва тижорат сири билан корпорация фаолиятининг ошкоралигини таъминлаш ўртасидаги чегарани аниқлаш қийин вазифа ҳисобланади.[463] Мазкур самараларни таҳлил қилган

[459] Қаранг: Скловский К.И. Указ. соч. – С.96.

[460] Қаранг: Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrey Shleifer, Robert Vishny. Investor Protection and Corporate Governance // Journal of Finance. – 2001. – №35. – P.5.

[461] Жамиятга пул берадиган шахслардан фарқли равишда уларнинг жамият мажбуриятлари учун ўзларига тегишли мулк билан жавоб беришлари билан боғлиқ мақомларини инобатга олиб.

[462] Louis Lowenstein бундан истисно ҳисобланади. Қаранг: Financial Transparency and Corporate Governance: You Manage what you Measure // Colum. L. Rev. – 1996. – №96. – P.1335.

[463] Қаранг: Радыгин А., Энтов Р. Институциональные проблемы развития корпоративного сектора: собственность, контроль, рынок ценных бумаг. – М., 1999. Қаранг: http://www.iet.ru

ҳолда шуни алоҳида таъкидлаш лозимки, талаб этилаётган ахборотни ошкор этиш баъзи муҳим жиҳатларда корпоратив бошқарувни ривожлантириши мумкин.

Мазкур масалани кўриб чиқишни давом эттиришдан олдин фикримизча, “Ошкор этилиши талаб этиладиган ахборот” тушунчасини аниқлаб олиш лозим. Мазкур ишда қўлланиладиган “ошкор этилиши талаб этиладиган ахборот” тушунчаси эмитент ҳисобланган бошқарувчининг ўз фаолияти ҳақидаги ахборотни мунтазам равишда ошкор этиш билан боғлиқ ҳар қандай ҳуқуқий мажбуриятини билдиради.464 Ўзбекистон Республикасида ҚҚБФМНҚМ томонидан тасдиқланган “Қимматли қоғозлар бозори иштирокчилари томонидан ахборотни ошкор этиш тўғрисида”ги Низом ва корпоратив инвестицион фаолиятни тартибга солувчи бошқа норматив ҳуқуқий ҳужжатлар асосий манба бўлиб ҳисобланади.

Мазкур масалани қуйидаги икки жиҳатдан кўриб чиқамиз. Биринчидан, ахборотни ошкор этиш корпоратив бошқарувга меҳнат, экология, ва умуман жамият каби турли жиҳатлардан таъсир этади ва унда фақат акциядорларнинг манфаатлари кўриб чиқилади. Иккинчидан, муҳокамамизнинг предмети бўлиб бир ёки бир неча акциядорлар томонидан назорат қилинадиган акциядорлик жамияти эмас, балки бозорда фаол муомалада бўлган акцияси мавжуд эмитент ҳисобланади.

Маълумки, ахборотни ошкор этиш акциядорларнинг мулк ҳуқуқини ҳимоя қилишда муҳим ўрин эгаллайди. Ла Порта, Вишни, Лопез де Силанез ва А.Шляйферларнинг фикрича, “инвесторлар компанияни молиялаштираётган вақтда

464 Агар бундай ҳуқуқий мажбурият бўлмаганда эмитент ўз фаолияти ҳақидаги ахборотни ошкор этмасликнинг бир қанча сабабларини кўрсатарди. Ахборотни ошкор этишдан рақобатчилар, аоссий етказиб берувчилар ва мижозлар фойдаланиши мумкин. Ҳар қандай ахборот, у салбий ёки ижобий бўлишидан қатъий назар эмитентнинг бизнеси ҳолатини тушунишга ёрдам бериши ва нодўстона корпоратив сингдиришларда таваккалчиликни камайтириши мумкин. Салбий ахборот бошқарувни ёмон кўрсатиши сабабли нодўстона сингдиришлар ёки акциядорларнинг бошқарувга қарши жамоавий ҳаракати хавфини келтириб чиқариши мумкин. Бунинг олдини олишнинг тарқалган усули салбий ахборотни яширган ҳолда жамият фаолияти ҳақида ёлғон ижобий ахборот бериш бўлиб ҳисобланади. бу ҳақда батафсил қаранг: Merritt B. Fox. Retaining Mandatory Disclosure: Why Issuer Choice is not Investor Empowerment // Va. L. Rev. – 1999. – №85. P.98–124.

тавакалчилик қиладилар ва назорат қилувчи акциядорлар ҳамда бошқарувчилар уларнинг ҳуқуқларини бузиши туфайли кўп ҳолларда уларнинг киритган инвестициялари қайтмаслиги хавфига эга бўладилар. Кўп жиҳатдан корпоратив бошқарув ташқи инвесторлар ўзларини инсайдерларнинг (назоарт қилувчи акциядолар ва бошқарувчилар назарда тутилмоқда) ноқонуний ҳаракатларидан ҳимоя қилиш воситаси бўлган бир қатор механизмлар йиғиндиси ҳисобланади. бунда одатда уларнинг ноқонуний ҳаракатлари турли шаклларда бўлади. Баъзи ҳолларда инсайдерлар дивидендларни ўғирлашса, баъзи ҳолларда эса улар жамиятнинг маҳсулотлари, мол-мулки ва акцияларини бозор нархидан анча паст бўлган нархда сотиб юборадилар".[465] Бу борада фикрини давом эттириб, муааллифлар қуйидагиларни таъкидлайди: "Инвесторлар фирмани молиялаштирган вақтда улар ҳуқуқни қўллаш орқали ҳимоя қилинадиган ҳуқуқ ёки ваколатларни қўлга киритади. Мазкур ҳуқуқлага инвесторлар ўз ҳуқуқларини амалга оширишда зарур бўлган ахборот билан таъминлайдиган ахборотни ошкор этиш ва ҳисобот билан боғлиқ ҳуқуқларни киритиш мумкин." Бунда корпорация мавжудлигининг моҳиятини белгилаб берувчи қолдиқ ҳуқуқлар[466] ва дивидендларга бўлган ҳуқуқ асосий мулкий ҳуқуқлар бўлиб ҳисобланади.

Фикримизча, акциядорларнинг мулкий манфаатларини ҳимоя қилишда ахборотни ошкрол этишнинг аҳамиятини оддий қилиб қуйидагича тушунтириш мумкин: акциядор ноқонуний ҳаракатлар ҳақида ахборотга эга бўлган тақдирдагина ўз инвестицияларини суиистеъмол қилинишдан ҳимоя қилиши мумкин. Классик жиноят ҳуқуқида ўғриликда жабрланувчи ўзининг мулки бошқалар томонидан олинганлигини билмайди, агар у мол-мулки ўғирланаётганлигини билганда эди, ўғрининг ҳаракатларини тўхтатиб қўярди. Кўриниб турганидек, ўғрилик

[465] Қаранг: Rafael La Porta, etc. Op. cit. – P.1.

[466] Англо-американ адабиётларида акциядорларнинг қолдиқ ҳуқуқлари деганда корпорация қайта ташкил этилган ёки тугатилган ҳолларда, яъни мол-мулк акциядорлар ўртасида қайта тақсимланган вақтда акциядорларнинг корпорация мол-мулкига бўлган ҳуқуқи тушунилади.

вақтида жабрланувчида унинг ҳуқуқлари бузилаётганлиги ҳақидаги ахборотнинг мавжуд эмаслиги, унинг ҳуқуқлари бузилишининг сабаби бўлди.

Мазкур ҳолатда умумий тарзда акциядорлар ва инсайдерлар ўртасидаги муносабатларда ҳам қўллаш мумкин. Бунга мисол сифатида жамият активларини бозор нархидан анча паст нархда сотишни келтириш мумкин. Бунда бошқарувчилар корпорация мол-мулкини[467] бошқа юридик шахсга, айтайлик корпорация бошқарувчилари иштирок этаётган ширкатга[468] сотишлари мумкин. Мол-мулкнинг унча катта бўлмаган қисмларини паст нархда сотиш АЖ ва акциядорларга унча катта зарар етказмайди ва аксинча. Айнан шунинг учун ЎзР қонунчилигида корпорацияларнинг бошқарувчилари зиммасига тузилишидан олдин акциядорлар ёки уларнинг вакиллари, яъни кузатув кенгаши томонидан тасдиқланиши лозим бўлган йирик битимлар тўғрисидаги ахборотни ошкор этиш мажбурияти юкланган. Демак, бундай ҳолларда, яъни ахборотни ошкор этишнинг сифатсиз тизими жараёнида акциядорлар корпорация инсайдерларининг зарар келтирувчи ҳаракатлари олдини ола олмайдилар. Бу эса акциядорлар акцияларининг нархи тушиши, пировардида эса уларнинг ўз мулкларидан ажралишларига олиб келади.

АҚШ судларининг инсайдерлик битимларига бўлган муносабатини қуйидаги мисолдан ҳам кўриш мумкин. 1968 йилда Қимматли қоғозлар ва биржалар бўйича Комиссия Texas Gulf Sulphur ва унинг 13 нафар инсайдерларига қарши суд жараёнини бошлади. Улар корпорациянинг қимматли қоғозларига тегишли ички ахборотлардан фойдаланган ҳолда мазкур компания акциялари билан савдо қилишда айбланган. Мазкур инсайдерлар орасида Шарқий Канаданинг нефть соҳасида иш ташлашлар юз берганлигидан хабардор бўлган ушбу компаниянинг директори ва бир қанча хизматчилари бўлган. Мазкур фактдан улар ўз акцияларини юқори шахсий

[467] Акциядорлар қолдиқ мулк ҳуқуқига эга бўлган корпорациянинг мол-мулки.

[468] Бу ширкат томонидан мазкур мол-мулкнинг сотиб олинишидан пировард натижада таъсисчиларнинг ўзи, яъни бошқарувчилар фойд кўришини билдиради, чунки ширкатнинг фойдаси ширкат иштирокчиларининг фойдаси ҳисобланади.

даромад олиш мақсадида фойдаланганлар. АҚШ апелляция суди мазкур ишни кўриб чиқиб, 1934 йилдаги АҚШнинг қимматли қоғозлар билан савдо қилиш тўғрисидаги Қонуни нафақат компаниянинг директорлари ва раҳбарларига, балки компаниянинг қимматли қоғозлари ҳақида ички ахборотга эга бўлган ҳар қандай шахсга қўлланиши мумкин деган қарор қабул қилган. Суднинг қарорига кўра, муҳим ахборотга эга бўлган шахс уни ошкор этиши ёки қимматли қоғозлар савдоси билан шуғулланмаслиги лозим. Инсайдер бошқа инвесторларга нисбатан компаниянинг операциялари яхши таниш бўлганлиги учунгина компанияга инвестиция киритиш таъқиқланмайди. Бунда кўпроқ "...муҳимликнинг асосий омили кўриб чиқилаётган битимда соғлом фикрли одам ахборотни аниқлаётган вақтда унинг муҳимлигини белгилай олиш ёки олмаслиги ҳисобланади." Шунингдек, суд ички муҳим ахборот "инвестиция киритадиган шахслар мазкур ахборотга эга бўлишини кафолатлайдиган тарзда самарали ошкор этилган" [469] ҳолдагина инсайдерлар мазкур ахборот асосида ҳаракат қилишлари мумкинлигини белгилади.

Одатда ахборотни ошкор этиш талаби инвесторларни улар эмиссияни рўйхатдан ўтказиш вақтида ахборот оладиган бирламчи қимматли бозоридан кўра иккиламчи қимматли қоғозлар бозорида ҳимоя қилиш заруратига асосланади. Лекин, умумий фикрга қарши равишда ахборотни ошкор этишнинг асосий ижтимоий фойдаси унинг корпоратив бошқарувга таъсири бўлиб ҳисобланади.[470] инвесторларнинг ҳуқуқларини ҳимоя қилиш албатта қимматли қоғозлар бозорини тартибга солишнинг асосий мақсадларидан бири ҳисобланади, лекин бу эмитент томонидан ахборотни ошкор этишнинг ишончли асосланиши эмас.[471] Инвесторларни қимматли қоғозлар бозоридаги ноҳақ нарх ёки таваккалчиликдан ҳимоя қилиш учун ахборотни ошкор этиш талаб этилмайди.

Мисол сифатида ноҳақ нархларни кўриб чиқамиз. Бир қатор

[469] SEC vs. Texas Gulf Sulphur, 401 F. 2d 833 (2d Cir. 1968). – http://www.ssrn.com
[470] Қаранг: Merritt B. Fox. Rethinking Disclosure Liability in the Modern Era // Wash. U. L.Q. – 1997. – №75. – Part I.A.1. – P.6.
[471] Idem. – P.7.

олимларнинг фикрича, самарали бозор сиёсати шароитида, эмитент ҳақида ошкор этилган ахборотларга қарамасдан, қимматли қоғозлар нархи объектив бўлади.[472] бошқача қилиб айтганда, акцияларнинг баҳоси, эмитентлардан талаб қилинадиган ахборотнинг сонига қарамасдан, уларнинг мазкур ҳолатдаги ҳақиқий нархига тенг бўлади. Шунинг учун ахборотни ошкор этиш, баҳоси реал нархидан паст ёки баланд бўлган акцияларни сотиб олишда инвесторларни ҳимоя қилишда ёрдам бермайди деб ҳисобланади.[473]

Шу муносабат билан таъкидлаш жоизки, Ўзбекистон Республикасининг Миллий банки ва хўжалик судлари бир неча бор акцияларнинг баҳоси қимматли қоғозлар бозоридаги ҳақиқий талаб ва таклифга қараб белгиланишига бир неча бор урғу беришган.[474].

Акцияларнинг олди-сотдиси масаласи бўйича низо келиб чиққан ҳолларда, улар бўйича даъволар тегишли равишда расмийлаштирилган ва асослантирилган тарзда ва қонунда белгиланган муддатларда тақдим этилади.[475]

Бозорнинг таркибий қисмларидан бири бўлган таваккалчиликни кўриб чиқамиз. Эмитент ҳақида минимал ахборотга эга бўлган ҳолда ҳам акцияларнинг баҳоси объектив равишда унча аниқ бўлмаган тарзда қолаверади, бу акцияларнинг баҳоси уларнинг реал нархидан ё паст ё баланд бўлишини билдиради. Албатта, акцияларнинг нисбатан катта портфелига эга бўлган инвестор сезиларли даражада таваккалчиликка эга бўлади ва ахборотнинг сифатли ошкор этилиши унинг бу таваккалчилиги даражасини пасайтиради. Лекин ахборотни ошкор этишнинг бундай сифат даражасига эришиш ижтимоий жиҳатдан жуда катта харажатни талаб этади

[472] Корпоратив ахборотни эълон қилишга эътибор қаратадиган илмий ишлар, бозор эмитентлар томонидан баъзи масалаларнинг шарҳланмаслигининг сабаби эканлигини кўрсатди. Мазкур ишнинг кўп қисми муайян эмитентга таъсир қилувчи муҳим ҳолатлар тўғрисидаги оммавий эълонларни баҳолайдиган иқтисодий адабиётлардан ташкил топган бўлиб ҳисобланади. Kenneth Garbadenинг иши бунга яққол мисол бўлади. Securities Markets // Col. L. Rev. – 1982. – №4(34). – P.249–259.

[473] Батафсил қаранг: Merritt B. Fox. Op. cit. – Part II.A.1. – P.28.

[474] Ўзбекистон ТИФ Миллий банкнинг 2003 йилги архив маълумотлари.

[475] Тошкент шаҳар хўжалик судининг 2003 йил архив маълумотлари.

ва бунда инвестор ўз акциялар пакетини кичиклаштириш орқалигина таваккалчиликдан қочиши мумкин. Бу етарли сифат даражасига эга бўлган ахборотни ошкор этишни таъминлагандан кўра анча кам харажатлироқ бўлиб ҳисобланади.[476] Шундай қилиб, биз ахборотни ошкор этиш айнан корпоратив бошқарувда муҳим аҳамиятга эга деган хулосага келамиз.

Ахборотни ошкор этишнинг корпоратив бошқарувга таъсирини унинг акциядорларнинг бошқарувга бўлган ҳуқуқини амалга оширишини таъминлашида кўриш мумкин. Бошқарувчиларга овоз беришда акциядорлар ахборот Билан яхши таъминланган бўлсалар, улар бошқарувчилар фаолият муддатини узайтириш ёки уларни ишдан бўшатиш лозимлигини аниқ биладилар. Худди шундай ҳолатни бошқарувчилар нисбатан кўп манфаатдор бўлган жамият уставига ўзгартириш ва қўшимчалар киритиш, жамиятни тугатиш ёки жамиятнинг йирик битимларини тасдиқлаш ҳолларида ҳам учратиш мумкин.

Нисбатан тажрибали экспертлар мазкур фикр миноритар акциядор эмитентнинг унча кўп бўлмаган акциясига, бой жисмоний шахс ёки ташкилот бўлган йирик акциядор эса кўп миқдордаги акцияга эга бўлган реал ҳолатга қарши деган фикр билан рад этадилар. Бунда, индивидуал акциядор ҳолатида ахборотни ошкор этиш овоз беришда ёрдам беради деган фикр хато асослантирилган нуқтаи назардан келиб чиқади ва гўёки акциядорлар корпоратив демократия доирасида ҳаракат қиладилар деб ҳисобланади, амалда эса умуман бошқача. Шу билан бирга акциядорларнинг ҳуқуқларини амалга ошириш асосида фақат моддий манфаатлар ётишини ҳам назарда тутиш лозим. Шундан келиб чиқиб, ахборотни ошкор этиш орқали олинган ахборот кичик акциядор учун ҳеч қандай фойда бермайди ва бундай хабардорлик ҳеч қандай ҳаракат қилишга арзимайди. Бундан ташқари, ҳатто кичик акциядор овоз бериш учун етарли ахборотга эга бўлган тақдирда ҳам, унинг овози

[476]Портфел назарияси нуқтаи назаидан эмитент томонидан ахборотни ошкор этиш фирмаларнинг таваккалчилик даражасини пасайтиради. Қаранг: Barbara Ann Banoff. Regulatory Subsidies, Efficient Markets, and Shelf Registration: An Analysis of Rule // Va. L. Rev. – 1984. – №70. – P.135, 182.

овоз беришда ҳеч қандай рол ўйнамаслиги эҳтимоллиги ҳам мавжуд бўлади.

Йирик акциядор масаласида эса фикримизча, тажрибали эксперт ахборотни ошкор этиш ҳеч қандай ижтимоий фойдали аҳамиятга эга бўлмайди деган хулосага келади. Бундай акциядор ўзи мустақил равишда бошқарувчилардан бундай ахборотларни талаб қилиши ва манфаатлари бузилишининг олдини олувчи чоралар кўриши мумкин. Йирик акциядор муайян ҳолатда фойдали деб ҳисоблаган ҳар қандай ахборот талаб қилинадиган ахборот бўлиши мумкин.

Албатта, тажрибали эксперт кичик акциядор борасида ҳақ бўлсада, лекин у йирик акциядор борасида ноҳақ. Йирик акциядор ўзининг ижтимоий фойдали ролини ўйнаган ҳолларда индивидуал акциядор харажат талаб этмайдиган ахборотга эга бўладиган омиллар ахборот ошкор этилишининг фойдали бўлишига ёрдам беради.

Бунда фикримизча, ахборотни мажбурий ошкор этишнинг кичик акциядорга нисбатан йирик акциядор учун юқори даражадаги таваккалчилик туғридириши индивидуал ва йирик акциядор ўртасидаги жиддий фарқ бўлиб ҳисобланади. Идеал ҳолатда компаниянинг ҳар бир йирик акциядори эркин танишиши мумкин бўлган ахборот миқдори мазкур компаниянинг ягона мулкдори уни бошқарувчилардан олиши керак бўлган ахборот миқдорига тенг бўлади. Лекин, агар ахборотни ошкор этишнинг мажбурий талаби бўлмаганда эди, ҳеч бир йирик акциядор акциядорлик жамиятининг фаолияти ҳақида кўп харажат талаб этадиган ахборотга эга бўлишга интилмаган, бу эса акциядорларнинг жамоавий ҳаракат муаммосига олиб келган бўлар эди.[477] Ҳар бир йирик акциядор учун ахборотни қидиришдан кутиладиган натижа компаниянинг бошқарувчиси

[477] Акциядорлар жамоавий ҳаракатининг мазкур муаммолари қуйидагиларда батафсил ўрганилган: Bernard S. Black. Shareholder Passivity Reexamined // Mich. L. Rev. – 1990. – №89. – P.520. Профессор Блек тўғри таъкидлаганидек, агар акциядорларнинг бундай ҳамкорлигига муайян ҳуқуқий қоидалар тўсқинлик қилмаганида, мазкур муаммо асосий институционал акциядорлар ўртасидаги ҳамкорлик орқали ҳал этилиши мумкин эди. Лекин мазкур нуқтаи назар, ахборотни ошкор этишнинг жамоавий ҳаракатларнинг ушбу муаммоларини ижобий ҳал этиш аҳамиятини инкор этади.

билан ишлаёдиган ягона мулкдор кутадиган натижага нисбатан анча кам бўлади. Бошқа томондан, йирик акциядорнинг овози сайловларда ҳал қилувчи аҳамиятга эга бўлиши ҳам ноаниқ. Ҳатто унинг овози ҳал қилувчи аҳамиятга эга бўлган тақдирда ҳам, инвестор юз берган ўзгаришлардан унча катта бўлмаган миқдордаги натижага эришарди. Албатта, йирик акциядорнинг бошқа барча катта самара беради. Лекин, шунга ўхшаган барча имкониятлар бирлаштирилганда, фикримизча, ҳар бир акциядор ягона мулкдор бошқарувчидан талаб этадиган миқдордаги ахборотни талаб этарди.[478] Бундан шундай хулоса келиш мумкинки, талаб этиладиган ахборотни ошкор этиш, йирик акциядорларни ахборот билан таъминлашда уларнинг ҳар бирига тегишли эҳтиёжларни бирлаштириш вазифасини бажаради.

Демак, биз қуйидагилар аниқладик: биринчидан, барча йирик акциядорлар учун бир хил ахборот фойдали бўлса, эмитент учун ахборотни ҳар бир акциядорнинг талаби билан алоҳида ошкор этишдан кўра бирдагина ошкор этиш фойдали ҳисобланади. Иккинчидан, агар мамлакатда эмитентдан олинган оммавий ахборот билан савдо қилиш таъқиқланган бўлса, у ҳолда йирик акциядор алоҳида мурожаатлар қилиш учун қўшимча харажатларга дуч келади. Агар акциядор ўз мурожаатига жавоб тариқасида ҳар қандай оммавий бўлмаган ахборотни олса, у ҳолда мазкур ахборот оммавий ахборотга айланмагунга қадар эмитентнинг акциялари билан савдо қилиш таъқиқланади. Бунда ахборотни мажбурий ошкор этиш мазкур муаммони ахборотни энг мақбул чоп этиш усули орқали ҳал этади.[479]

---

[478] Бунда фарқ тартибдадир. Масалан, ягона мулкдор эмитентдан ахборот олиб, уни сир сақлаши мумкин, чунки ахборотни мажбурий ошкор этиш орқали таъминланадиган ҳар қандай ахборот оммавий хусусиятга эга бўлади. Бунда мазкур ахборотдан эмитентнинг рақобатчилари, асосий мижозлари ва маҳсулот етказиб берувчилари ҳам эмитентга зарар етказган ҳолда фойдаланиш имкониятига эга бўлишади. Шунинг учун ҳукумат томонидан ўрнатилган ахборотни мажбурий ошкор этиш мазкур муаммони фирма учун ҳам фойдали ҳам зарарли оқибат билан ҳал этади.

[479] Шу муносабат билан ЎзР ҚҚФМНҚМ томонидан биргина 2002-2003 йилларда 330 ҳолатда акциялар эмиссияси проспектининг нашр этилмаганлиги аиқланди. (ЎзР ДМҚнинг 2003 йилги Ахборот-таҳлилий бюллетени – Т., 2004. – 8 - илова.

Акциядорлар тосонидан ахборотни мажбурий ошкор этиш талаби бошқарувчилар томонидан уларнинг фидуциар мажбуриятлари бажарилишини таъминлашга ёрдам беради. Агар бошқарувчилар барча зарур ахборот билан таъминламасалар, у ҳолда уларнинг фидуциар мажбуриятларни бузаётганликларини аниқлаш имкони бўлмайди.

Масалан, Ўзбекистон Республикасининг “Акциядорлик жамиятлари ва акциядорларнинг ҳуқуқларини ҳимоя қилиш тўғрисида”ги Қонунида бошқарувчилар манфаатдор бўлган битимлар ҳақидаги ахборотни ошкор этиш мустаҳкамланган. Бунда манфаатлар тўқнашуви юзага келган тақдирда, акциядорлар бошқарувни мазкур битимнинг қонунийлигини таъминлашга мажбур қилишлари мумкин. Бунинг учун бошқарув низо шартномани имзолашдаги зарур жараёнлар орқали ҳал этилганлигини ёки шартнома шартлари эмитент учун ҳалол бўлганлигини кўрсатиши лозим. Бундай битим ҳақида акциядорлар хабардор бўлмаган ҳолларда корпоратив ҳуқуқнинг фидуциар мажбурият тўғрисидаги қоидаси ўзининг бутун аҳамиятини йўқотади.

Таъкидлаш жоизки, ахборотни мажбурий ошкор этишнинг корпоратив бошқарувдаги бевосита самараси нисбатан муҳим ва нисбатан тан олинган ҳисобланади. Ахборотни мажбурий ошкор этиш корпорациянинг бошқарувини назорат қилувчи иқтисоднинг қуйидаги тўртта асосий механизмларига таъсир кўрсатади: корпоратив назорат бозори (асосан нисбатан ликвидли қимматли қоғозлар бозорида), акцияларнинг нархидан келиб чиққан ҳолда бошқарувга тўланадиган ҳақ, капитал қиймати ва ташқи молиявий манбалар орқали кузатув. Фикримизча, ахборотни мажбурий ошкор этиш механизми орқали бўладиган бевосита самара иқтисодда янги инвестициявий лойиҳаларини танлашни ва мавжуд ишлаб чиқариш капиталининг фаолият юритишини ривожлантиради.[480]

[480] Қаранг: Merritt B. Fox. Shelf Registration, Integrated Disclosure, and Underwriter Due Diligence: An Economic Analysis // Va. L. Rev. – 1984. – №70. – P.1005, 1017–1025; Marcel Kahan. Securities Laws and the Social Costs of "Inaccurate" Stock Prices // Duke L.J. – 1992. – №41. – P.977,985,1006. См. также: Edmund W. Kitch. The Theory and Practice of Securities Disclosure // Brook. L. Rev. – 1995. – №61. – P.763 (унинг фикрича, гарчи қонун чиқарувчилар акциялар нархининг аниқлиги орқасидан югурсаларда,

Фикримизча, эгалик бошқарувдан ажратилган ҳолларда корпоратив бошқарув бозори бошқарувга кетадиган харажатларни камайтиришнинг машҳур воситаси бўлиб ҳисобланади. Катта миқдордаги ахборотнинг мавжудлиги ва бунинг натижасида нархлар аниқлигининг ўсиши мазкур бозорда назоратнинг ролини оширади. Яхши бошқарилмаётган компаниянинг активини сотиб олишга қарор қилаётган вақтда инвестор сотиб олинган корпорация унга киритилган улушларга мос келиш ёки келмаслигини ўрганиши лозим. Албатта, бундай ҳисоб-китоб таваккалчиликка асосланади ва зарур ахборотни ошкор этиш мазкур таваккалчиликни камайтиради.

Агар акциянинг қиймати асоссиз юқори бўлса, у ҳолда потенциал инвестор компанияни мавжуд бошқарувдан кўра яхши бошқара олмаслигини тушунади ва у компания уни сотиб олишга арзимайди деган хулосага келиши мумкин. Лекин ахборотни ошкор этиш натижасида эришиладиган акциялар нархининг аниқлиги амалга ошиши мумкин бўлган Но точность цен акций, достигаемая в результате адекватного раскрытия информации, уменьшает шанс того, что это произойдет.

Ахборотни ошкор этиш талаби акциянинг нархига боғлиқ бўлган бошқарувга кетадиган харажатларни камайишига олиб келади.[481] Акцияларнинг нархига боғлиқ бўлган механизмни қўллашга оид муаммо бўлиши мумкин бўлган таваккалчилик

аслида ушбу шиор остида қабул қилинган қонунлар акцияларнинг нархини аниқ белгилаш учун зарур бўлган ахборотлар доирасини қисқартиради.); Paul G. Mahoney. Mandatory Disclosure as a Solution to Agency Problems // U. Chi. L. Rev. – 1995. – №62. – P.1047 (у ахборотни ошкор этиш инвесторларнинг шартномавий ва фидуциар манфаатларини очишга йўналтирилиши кераклигини таъкидлаган.); Lynn A. Stout. The Unimportance of Being Efficient: An Economic Analysis of Stock Market Pricing and Securities Regulation // Mich. L. Rev. – 1988. – №87. – P.613 (у “самарали бозор иқтисоддаги чекланган ресурсларнинг жойлашишини назорат қилиш ёки қайта тузишга қодир” деган фикрни танқид қилади).

[481] Бошқарувчиларга акцияларнинг нархидан келиб чиққан ҳолда ҳақ тўлаш бошқарувчилар билан акциядорлар манфаатларининг бирлашишига ёрдам беради. Қаранг: Michael C. Jensen & Kevin J. Murphy. CEO Incentives – it's not how much you Pay, but how? // Harv. Bus. Rev. – 1990. – May–June. –P.138. Бошқарувчиларга акцияларнинг нархидан келиб чиққан ҳолда ҳақ тўлашга бўлган тандиқий назариялар борасида батафсил қаранг: Merritt B. Fox. Insider Trading Deterrence versus Managerial Incentives: A Unified Theory of Section 16(b) // Mich. L. Rev. – 1994. – №92. – P.2088, 2096–2106.

ҳисобланади.[482] Шунигн учун компания бошқарувчилари уларнинг маошлари компания акцияларига боғлиқ бўлмаслигидан манфаатдор бўлади.[483] Ахборотларни янада ошкор этишнинг натижаси сифатида акцияларнинг янада аниқ нархининг шаклланиши бошқарувчиларга тўланадиган ҳақ билан боғлиқ таваккалчилик даражасини пасайтиради.

Ахборотни ошкор этиш зарурияти акцияларнинг янада асослантирилган нархлари шаклланишига олиб келади, бу эса ўз навбатида алоҳида компанияларнинг инвестициявий фаолиятига бевосита таъсир этган ҳолда янги инвестициявий лойиҳаларни танлашга ёрдам беради. Акцияларнинг нархи лойиҳа қийматига таъсир этиши ва воситачилар инвестициявий лойиҳаларни молиялаштиришнинг турли шаклларини ривожлантирадиган шароитларда ўз аксини топиши мумкин. Бир вақтнинг ўзида молияларни олувчига акциялар нархи бошқарувнинг воситаларни янги лойиҳалар тузиш учун фойдаланиш билан боғлиқ хоҳишига таъсир этишини ва шу мақсадда қарзга олинган капитални жалб қилиш орқали қарз молиялаштиришидан фойдаланишини кўрсатиши мумкин.[484] Назаримизда, акциялар нархининг пастлиги ички ва ташқи молиялаштириш оқимларига тўсқинлик қилиши мумкин.[485]

Талаб ва таклиф омилларини комплекс жиҳатдан қараб чиқиб, шундай хулосага келиш мумкинки, агар акциялар нархи асоссиз паст бўлса, у ҳолда компания раҳбарияти кўп ваъда берадиган инвестициявий лойиҳаларини амалга оширишга

---

[482] Акциялар нархига асосан тўланадиган меҳнат ҳақи бошқарувчиларнинг ягона даромад манбаи ҳисобланиши сабабли ҳам фикримизча, бу механизм бошқарувчига кўпроқ рағбат яратиши лозим.

[483] Қаранг: Randall Kroszner. Were the Good Old Days that Good? Evolution of Managerial Stock Ownership and Corporate Governance since the Great Depression // Presentation at the University of Michigan Department of Economics History Seminar. – October 8, 1996. http://www.ssrn.com

[484] Баъзи молиявий назариётчилар акциядор ва қарзга олинган капитал ўртасида оптимал даражадаги мувозанат бўлиши мумкин эмас деган фикрни илгари суради. Бу ҳақда батафсил қаранг: Franco Modilgiani & Merton H. Miller. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment // Am. Econ. Rev. – 1958. – №48. – P.261; Richard A. Brealey & Stewart C. Meyers. Principles of Corporate Finance. 5th ed. – Chicago: Chicago Press, 1996. – P.447–466.

[485] Қаранг: Merritt B. Fox. Finance and Industrial Performance in a Dynamic Economy: Theory, Practice, and Policy. – Michigan, 1987. – P.282–287.

қарор қилмаслиги мумкин. Агар акциялар нархи асоссиз юқори бўлса, бошқарув ҳатто истиқболсиз лойиҳаларни ҳам амалга ошириши мумкин. Шунадй қилиб, акцияларнинг нархи ҳақидаги нисбатан аниқ ахборот асослантирилган нархларнинг шаклланиши ва келиб чиқаётган муаммоларни муваффақиятли ҳал этишга олиб келиши мумкин.

Ахборотларни ошкор этиш зарурияти бошқарувнинг ташқи молиялаштириш манбалари ўрнига ички молия манбаларидан фойдаланишдаги интилишини пасайтиради. Лойиҳаларни молиялаштиришнинг ташқи манбаларидан фойдаланиш (акцияларни сотиш ҳисобидан) ижобий натижаларга олиб келади ва узоқ муддатга мўлжалланган ижтимоий оқибатларга эга бўлади.

Кўпгина мамлакатларда, шу жумладан Ўзбекистонда, акциядорлик жамиятлари томонидан одатда янги акцияларни рўйхатдан ўтказиш вақтида бошқарув унча ҳам хоҳламайдиган (айнан шунинг учун мазкур жараёнда ахборотларни мажбуриой ошкор этиш ўрнатилган) зарур ахборот ошкор этилади. Бундай шундай хулосага келиш мумкинки, бошқарув молиялаштиришнинг ички манбаларидан фойдаланган ҳолда рўйхатдан ўтказиш вақтида албатта ахборотни ошкор этмаслиги мумкин. Бундай қарор қабул қилиш ахборотни ошкор этишнинг бошқа муқобили бўлмаганда уларнинг манфаатига хизмат қиларди. Демак, мунтазам равишда ошкор этиладиган ахборотлар қанчалик сифатли бўлса, молиялаштиришнинг ташқи манбаларини жалб этишга шунча кўп имконият бўлади.

Ўз навбатида ташқи молиялаштириш инвестициявий қарорлар қабул қилишда бошқарувчиларни интизомли бўлиш ва бозор шароитларига амал қилишга мажбур қилиши сабабли корпоратив бошқарувга ижобий таъсир кўрсатади.[486] Мавжуд материалларни ўрганиш шуни кўрсатдики, компаниялар томонидан молиялаштиришнинг ташқи манбалари ўрнига ички манбаларининг танланиши мамлакатнинг иқтисодий ўсиши ва

[486] Қаранг: Frank H. Easterbrook. Two Agency-Cost Explanations of Dividends // Am. Econ. Rev. – 1984. – №74. – P.650, 654; Merritt B. Fox. Op. cit. – P.132–140.

меҳнат унумдорлигига таъсир кўрсатади.[487] XX асрнинг 80-йилларида АҚШда ички молиявий манбалар ҳисобидан молиялаштириладиган мақбул бўлмаган инвестициявий лойиҳалар Билан боғлиқ бўлган муаммони ҳал этган нодўстона сингдиришлар сонининг ошиши айнан шу билан тушунтирилади. Лекин мазкур муаммони ҳал этишнинг бундай механизми уни ахборотларни мажбурий ошкор этиш роқали ҳал этишга нисбатан жуда қимматга тушади.

проф. Л.Ловенштайннинг фикрича, ахборотни ошкор этиш ашёларнинг ҳақиқий ҳолатини яхши тушуниши сабабли бошқарувнинг сифатини ошириши мумкин.[488] Агар бошқарувдан компаниянинг фаолиятоига доир ахборотни ошкор этиш талаб этилса, у бошқа ҳолатда қилмайдиган турли ахборотни йиғиш ва таҳлил қила бошлайди. Бу ўз навбатида бошқарувнинг ўзини ҳам ўзининг хатолари ҳақида хабардор бўлишига ёрдам беради ва пировард натижада акциядорларнинг фаровонлигида ўз ифодасини топади.

Шу билан бирга таъкидлаш жоизки, ахборотни ошкор этиш жараёни харажатларнинг ошишида акс этиши туфайли салбий хуссиятга ҳам эга бўлиб ҳисобланади. Бошқарув тузилишидаги фарқлардан келиб чиққан ҳолда кўпгина мамлакатларда эмитентлар томонидан ахборотни ошкор этиш талаби даражаси ўртасида фарқлар мавжуд бўлади. очиқ акциядорлик жамиятларида қабул қилинадиган қарорлар ҳам ички ҳам ташқи қарор қабул қилишнинг натижаси бўлиб ҳисобланади. Очиқ акциядорлик жамиятларида қабул қилинадиган қарорлар ички тузилиш мавжуд бўлиши учун восита бўладиган қарор қабул қилишнинг ҳам ички ҳам ташқи тузилиши натижаси бўлиб ҳисобланади. Қарор қабул қилишнинг ички тузилиши эмитентнинг юрисдикция ҳуқуқи ва тегишли мамлакатдаги анъанавий тадбиркорлик одатлари ҳисобидан шаклланади.[489] Акциядорлик капиталининг бирлашиши, ҳар бир акциялар

[487] Қаранг: Gordon Donaldson. Corporate Debt Capacity. – 1961; William J. Baumol et al. Earnings Retention, New Capital and the Growth of the Firm // Rev. Econ. & Stat. – 1970. – №52. – P.345; Merritt B. Fox. Op. cit. – P.233–237.

[488] Қаранг: Louis Lowenstein. Op. cit. – P.1342.

[489] Анъаналар ва амалиёт фирма низомининг ўзига хос шартлари, шунингдек ҳуқуқий чекловлар натижасида инсонларнинг юриш туришларини ўз ичига олади.

блокининг ўзига хос хусусиятлари, ички ёки ташқи молиялаштириш имкониятининг мавжудлиги кабилар ташқи омил ҳисобланади.

Адабиётларда бир томондан АҚШ ва Канада ва иккинчи томондан Япония, Германия ҳамда учинчи томондан Буюк Британиядаги корпоратив бошқарувнинг қиёсий таҳлили берилган бўлиб,[490] кўпгина муаллифлар[491] таъкидлашича, мазкур мамлакатларда ахборотни ошкор этиш аҳамияти бўйича бир қатор фарқлар мавжуд. Масалан АҚШДа акцияларнинг овозлари кам бирлашган ва институционал инвесторлар корпоратив қарорга таъсир кўрсатиш учун ўзларининг овоз бериш ҳуқуқларидан фойдаланишда кам рағбатга эга бўладилар. АҚШ, Буюк Британия ва Канадада акциялар ўзаро муносабати кам ва компаниялар, айниқса йирик лойиҳаларни амалга оширишга интилувчи янги компаниялар акциядорлик молиялаштирилишига мойилроқ бўлади[492] ва аксинча, Германия ва Японияда институционал инвесторлар бошқарувни назорат қилиш ва молиялаштиришнинг ташқи манбаларини қидиришда катта рол ўйнайди.

Кўриниб турибдики, ахборотни ошкор этишнинг энг мақбул даражаси япониялик ва германиялик инвесторларга нисбатан америкалик инвесторлар учун юқори бўлиб ҳисобланади. АҚШда институционал инвесторлар компания раҳбарияти томонидан қарорлар қабул қилиниши ва ижро этилиши устидан назорат қилиш билан кам шуғулланади ва тегишинча кам ахборот йиғадилар ва таҳлил этадилар. Бунда америкалик инвесторларнинг харажатлари кўпинча нодўстона сингишларга ва акцияларнинг нархидан келиб чиққан ҳолда бошқарувга ҳақ тўлашга кетади. Сингишлар ҳам ҳақ тўлаш ҳам оммавий ахборотни ошкор этиш билан боғлиқ бўлади. Ахборотни ошкор этиш талаби акциялар нархини янада аниқ белгилашга ёрдам беради ва янгидан пайдо бўлаётган акциядорлик жамиятлари

[490] Мазкур соҳадаги машҳур ишлардан бирини мисол сифатида келтириш мумкин: Rafael La Porta, etc. Op. cit.

[491] Қаранг: Mark J. Roe. Strong Managers, Weak Owners: The Political Roots of American Corporate Finance. – 1994.

[492] Қаранг: Browne F.X. Corporate Finance: Stylized Facts and Tentative Explanations // Applied Econ. – 1994. – №26. – P.485, 488.

фонд бозоридан қўшимча молиялаштиришга умид қилишилари мумкин бўлади.[493] Натижада АҚШ ва Канадада, Японии ва Германияга нисбатан ахборотни ошкор этишнинг юқори даражаси талаб этилади. Буюк Британия бу борада уларнинг ўртасида туради. Масалан, “Корпоратив Европа назрати” деб номланадиган Европа корпоратив бошқарув институтининг тадқиқотларига асосан Австрия, Бельгия, Германия ва Италияни инобатга олган ҳолда баъзи континентал Европа мамлакатларида кўпгина корпорациялар устидан назорат юқори даражада бирлашган. Бундай назорат кўпгина корпорацияларда 50 фоиздан кўпроқ овозга эга бўлган акциялар блокининг индивидуал сақловчилари томонидан амалга оширилади. Таъкидлаш жоизки, бу ҳолат кўпгина жамоат компаниялари сақловчиларга 10 фоиздан кўпроқ овоз бермайдиган акциялар блокига эга бўлган Буюк Британия ва кўпгина компаниялар 6 фоиздан кўп овозга эга бўлган акциялар блоки сақловчиларига эга бўлмаган АҚШдаги ҳолатдан кескин фарқ қилади.[494]

Лекин ўрганилган хорижий адабиётларга кўра сўнгги йилларда континентал Европадаги капитал бозори тузилиши сингари йирик корпорацияларнинг акциядорлик тузилиши уларни АҚШ ва Буюк Британия бозорларга яқинлаштирадиган бир қатор ўзгаришларни бошидан кечирди. Бугуни кунда қуйидагилар бундай ўзгаришларнинг асосий сабалари бўлиб ҳисобланади:

–кўпгина давлат компанияларининг хусусийлаштирилиши;

– капиталдаги эҳтиёжларнинг глобаллашуви ва капитал оқими (глобал инвестициявий стратегиялар). Бу Европа Кенгашининг Европада ягона капитал бозорини ташкил этиш ва

[493] Б.Блек ва Р.Гильсоннинг таъкидлашича, АҚШда ўз фаолиятини бошлаш босқичида турган фирмалар учун тадбиркорлик капиталига эга бўлиш имконияти кўп жиҳатдан қимматли қоғозларнинг дастлабки эмиссияси орқали қўлга киритилади. Батафсил қаранг: Bernard S. Black & Ronald J. Gilson. Venture Capital and the Structure of Capital Markets: Banks versus Stock Markets // J. Fin. Econ. – 1998. – №47. – P.243, 246–264. Бу билан улар АҚШда тадбиркорлик капиталини олишнинг осонлигини кўрсатишади.

[494] Қаранг: Theodor Baums. Changing Patterns of Corporate Disclosure in Continental Europe: the Example of Germany. – 1998. – P.2; ссылка на источник: The Control of Corporate Europe / Barca&Becht (eds.). – 2001. http://www.ssrn.com

бутун дунёда қимматли қоғозлар бозорини тартибга солиш ҳамда ҳисобдорлик қоидаларини уйғунлаштиришга доир ҳаракатлари билан тезлаштирилган;

– инвесторларни ҳимоя қилишни такомиллаштириш орқали инвесторлар учун янги мақомнинг пайдо бўлиши, қарздорларни капитал билан қаноатлантирувчи информацион технологиялар ва хизмат кўрсатиш соҳасидаги ютуқлар.[495]

Мазкур барча жиҳатлар Ўзбекистон қонунчилиги ва тадбиркорлик тузилмаларини инобатга олган ҳолда мутахассислар томонидан чуқур ўрганишни талаб этади.

4.2 Ахборотни ошкор этишни таъминлашнинг ҳуқуқий механизмлари

Бозорда қулай инвестициявий муҳитни ташкил этишда унинг иштирокчиларининг ахборот билан таъминланганлиги муҳим аҳамиятга эга бўлади. “Ахборотни ошкор этиш” тамойили биринчи марта 1933 йилда қабул қилинган АҚШнинг “Қимматли қоғозлар тўғрисида”ги қонунида[496] берилган бўлиб, кўпгина мамлакатларнинг тегишли қонунчилигида ўзининг ифодасини топди. Мавжуд адабиётлар таҳлили қимматли қоғозлар бозори яхши ривожланган барча давлатларда мазкур тамойилга оғишмай амал қилиш талаб этилиши ва бу билан бозордаги ошкоралик туфайли инвесторларни алдаш ҳолатлари камайишини кўрсатди.[497]

Ўзбекистонда давлат қимматли қоғозлар бозорини тартибга солувчи ўзининг ихтисослаштирилган органлари орқали ахборотни ошкор этишнинг асосий кафолати бўлиб ҳисобланади. Бу ерда бундай тартибга солиш ҚҚБФМНҚМ томонидан амалга оширилади. Қимматли қоғозлар бозорининг кам ликвидлилиги ва ривожланмаганлигини инобатга олиб, гарчи Ўзбекистон фонд биржаларида АҚШ фонд

[495] Қаранг: Ўша жойда.

[496] Қаранг: Corporate Disclosure Obligations. Securities Law Institute. – January 2001. – P.2. http://www.law.uc.edu/CCL/sldtoc.html

[497] Қаранг: Carthill Assets Management Company. Отчет: "Деятельность эмитентов должна быть прозрачной". http://www.review.uz/home/writehtml.asp?id=896

биржаларидек[498] қимматли қоғозлар билан операциялар амалга ошириш чоғида ахборотни ошкор этиш талаб этилса-да, фонд биржалари бу ерда унчалик ҳал қилувчи аҳамиятга эга эмас деган хулосага келиш мумкин.

Бу ерда қуйидаги мисолни келтириш мумкин. 1986 йил Basic Inc. компанияси ўз акцияларини бошқа компания билан сингиш тўғрисидаги музокаралар олиб бориш шароитида сотган бўлса-да, бунда расмий равишда мазкур музокаралар ҳақида эълон қилмади. Агар у мазкур музокаралар ҳақида фонд бозорида эълон қилганда, унинг қимматли қоғозлари нархи сезиларли даражада ошарди. Бу воқеаларнинг бундай ўзгариши Basic Inc.нинг бир гуруҳ акциядорлари орасида норозиликни келтириб чиқариши мумкин эди, чунки улар ўз акцияларини янада юқори нархда сотишдан манфаатдор бўлардилар. Улар мазкур масала юзасидан судга мурожаат этишди. Ўз даъво аризаларида улар юқорида таъкидланган музокаралар ҳақида эълон қилмаганлик уларнинг ката миқдорда зарар кўришига сабаб бўлганликларини баён этишди. Иш АҚШ Олий судигача етиб борди. Олий суд иш ҳолатларидан келиб чиқиб, ўз қарорида компаниянинг сингиш ҳақидаги музокараларни эълон қилмаганлиги нотўғри эканлигини кўрсатди. Мазкур музокаралар олиб борилиши фактини суд, ҳатто бу музокаралар мазкур масала бўйича битим имзоланишига олиб келмаган бўлса-да, муҳим ҳолат деб топди. Суд компания музокаралар олиб борилганлиги тўғрисидаги ахборотни чоп этиши лозим бўлганлигини таъкидлади.[499]

Шу билан бирга, таъкидлаш жоизки, АҚШ судлари тегишли даъволарни ишнинг барча ҳолатларини инобатга олган ҳолда кўриб чиқиб, ахборотни ошкор этиш масаласига фақат расмий жиҳатдан ёндошишга қарши чиқишади.

Масалан, 1988 йилда Koppers Co Inc. компанияси American Express, Shearson, Lehman Brothers ва бошқа компанияларни қимматли қоғозлар ҳақида ахборотларни ошкор этиш ҳақидаги

[498] Батафсил қаранг: James E. Davis. Corporate Disclosure through Thestock Exchanges // Harv. L. Rev. – April 24, 1999.

[499] Levinson vs. Basic, Inc., 786 F. 2d 741 (6th Cir. 1986), vacated 485 U.S. 224. http://www.ssrn.com

федерал қонунларни бузган ҳолда катта миқдордаги акцияларни сотиб олишда айблади. Ишнинг барча ҳолатларини кўри бчиққан Шарқий Пенсильвания окуруг суди Уильямс қонуни компания акцияларни сотиб олишни таклиф қилаётганда ўзи ва сотиб олувчи ҳақида мутлақо барча ахборотни ошкор этишни талаб этмаслигини таъкидлади. Бунда сўз акциядор ўз акциясини сотувга қўйиши учун муҳим деб топган муҳим масалалар ҳақида бораётганлигини таъкидлади. Мазкур ҳолда ҳақиқатда муҳим факт тегишли равишда ошкор этилганлиги учун Koppers Co Inc. Компаниясининг даъвоси суд томонидан қаноатлантирилмади.[500]

1982 йилда Мэриленд суди ҳам шу асосда юқоридагидек қарор чиқарди. Унда Martin Marietta Corp. компанияси ғараз мақсадларда Bendix Corp. компаниясини Martin Marietta Corp.нинг 45 фоиз акцияларини сотиб олиш ҳақида тендер таклифи киритаётган вақтда ахборотни тўлиқ ошкор этмаганликда айблади. Иш ҳолаталрини ўрганиб чиққан суд Bendix Corp корпорацияси Уильямс қонуни талабларини бузмаан деган хулосага келди.[501].

ЎзРда ахборотни ошкор этишнинг ҳуқуқий асослари таҳлили ахборотни ошкор этиш муносабатларида инвестициявий йўналишни характерламайдиган ва инвесторлар сифатида акциядорларнинг ролини нотўғри талқин қиладиган бир қатор камчиликлар мавжудлигини кўрсатди.

“Қимматли қоғозлар бозори иштирокчилари томонидан ахборотни ошкор этиш тўғрисида”ги Низомнинг 1-моддаси 2-қисмига асосан “қимматли қоғозлар бозорида ахборотни очиш - мазкур ахборотни очиш мақсадидан қатъий назар, уни очишга манфаатдор бўлган шахслар учун ахборотни олиш учун қулай шароитларни таъминлаш”.

Фикримизча мазкур тариф бир қатор камчиликларга эга. Биринчидан, у ошкор этилиши лозим бўлган ахборотнинг

[500] Koppers Co., Inc. vs. American Express Co., 689 F. Supp. 1371 (W. D. Pa 1988). http://www.ssrn.com

[501] Martin Marietta Corp. vs. Bendix Corp., 549 F. Supp. 623 (D. Md. 1982). – http://www.ssrn.com

табиатини кўрсатмаслиги билан бир қаторда уни мунтазам ошкор этиш вақтида унинг таркибига тижорат сири ҳам кирии мумкин. Бу субъектнинг тадбиркорлик фаолияти ҳақидаги тижорат сири ҳисобланган ахборотни ошкор этган ҳолда унинг бизнесига зарар етказиши мумкин. Маълумки, жамиятнинг фаолияти ҳақида барча ахборотни ошкор этиш мумкин эмаслиги ва бу мақсадга мувофиқ эмаслигини инобатга олган ҳолда фақат муайян турдаги ахборот ошкор этилиши мумкин. Иккинчидан, “мазкур ахборотни олиш мақсадларидан қатъий назар” кўрсатмаси фикримизча, мазкур меъёрнинг кераклиаҳамиятидан маҳрум этади. Чунки ахборотни ошкор этиш жараёни одатда юқори харажат талаб этадиган бўлади. Харажатлар бундай ахборотни тайёрлаш билан биргаликда уларни етказиш вақтида ҳам амалга оширилади. Шунинг учун ахборотларни бундай ошкор этиш одатда жамиятнинг тадбиркорлик дунёқарашини кенгайтириш ва бошқа шу маънодаги “маърифий” мақсадларда амалга оширилмайди. Одатда ахборотни бундай ошкор этиш инвесторлар ва кредиторларнинг манфаатларини таъминлаш мақсадига эга бўлади.

Юқорида кўрсатилган камчиликлар қимматли қоғозлар бозорида ахборотни ошкор этиш жараёнининг аниқ ҳолатларига таъсир этмаслиги сабабли уларни амалий аҳамиятга эга эмас деб ҳисоблаш ҳам мумкин. Лекин таҳлил этилаётган норма норматив характерга эга бўлиб, ахборотни ошкор этишнинг қонунчиликда қўлланиладиган умумий тушунчасини беради, бу билан у ахборотни ошкор этиш бўйича қонунчилик нормалари тизимининг тузилишини белгилаб беради. Прецендент ҳуқуқига асосланган жаҳон ҳуқуқий амалиёти қонунчилик меъёрларининг қанчалик ишлаши ва корпоратив ҳуқуқий муносабатларни тартибга солувчи қонунчиликнинг ривожланиши айнан шундай қоидаларнинг сифатига боғлиқлигини кўрсатди.[502] Бу биринчи навбатда “тўлиқсиз қонунлар” назарияси билан тушунтирилади ва

[502] Қаранг: Christian Leuz Felix Oberholzer-Gee. Institutions Political Relationships, Global Financing and Corporate Transparency // Wharton. Financial Institutions Center. – University of Pennsylvania. – May 2003. http://www.ssrn.com

келажакда бўлиши мумкин бўлган барча ижтимоий муносабатларни инобатга олишни назарда тутади, бу эса қонунчиликда муайян бўшлиқларнинг бўлиши муқаррарлигидан далолат беради.[503] Фикримизча, АҚШ прецендент ҳуқуқида фидуциар мажбуриятнинг белгиланиши ва Делавэр штати судларининг қонунчиликдаги муваффақиятлари мазкур назарияни тасдиқловчи амалий асослар бўлиши мумкин.[504] Шу билан бирга корпоратив муносабатларнинг мураккаб даражада хилма-хиллиги ва тез суръатда ўзгариши ҳамда ЎзРнинг бу борадаги кичик қонунчилик тажрибасини инобатга олиб, мамлакатнинг корпоратив қонунчилиги мукаммал даражада шаклланди деб бўлмайди. Демакки, корпоратив қонунчилик, шунингдек ҳуқуқни қўллаш амалиёти, айниқса корпоратив низоларни кўриб чиқиш жараёнида ҳуқуқни қўллаш амалиётининг ривожланиш самарадорлиги айнан мазкур меъёрлар сифатига боғлиқ бўлади.

Фикримизча, кўриб чиқилаётган нормадаги асосий камчилик шундаки, у қимматли қоғозларни сотиб олувчиларга нисбатан ахборотни ошкор этишнинг ҳимоя қилувчи табиатига урғу бермайди. Бунда ахборотни ошкор этиш ҳақиқатга тўғри келадиган ахборотни олишда нафақат инвесторларнинг, балки қонунда кўрсатилганидек, бошқа манфаатдор шахсларнинг ҳам манфаатларига жавоб бериши лозим деб ҳисоблаймиз. Масалан, қандайдир ташқи тадбиркорлик субъекти акциядорлик жамияти билан узоқ муддатга мўлжалланган ҳамкорлик тўғрисидаги шартнома тузишни хоҳлайди. Албатта, бунда у ўзи танлаган шерик яхши корпоратив бошқарувга эга бўлиши ва узоқ муддатли ҳамкорликни олиб боришга қодирлигига ишонч ҳосил қилиши лозим. Бунда унга акциядорлик жамияти томонидан ошкор этилган ахборот ёрдам беради. Лекин одатда ахборотни ошкор этиш доимий ва кундалик аҳамиятга эга бўлганлиги сабабли фақат шу мақсадда ахборотни мажбурий ошкор этишнинг тайинланиши ҳаддан ташқари харажатли бўлиб

[503] Қаранг: Hart H.L.A. The Concept of Law. – Oxford: Oxford University Press, 1961. – P.42.

[504] Қаранг: J. Paul Carey and Jeffrey P. Parker. Improving Corporate Transparency: More Data is NOT the Answer.http://www.ccbn.com

ҳисобланади. Шу билан бирга ахборотни олишнинг кўпгина бошқа йўллари, шу жумладан, манфаатдор тадбиркорлик субъектларининг акциядорлик жамиятига якка тартибда мурожаат этишлари ва аксинча акциядорлик жамияти ҳар бир инвесторларининг юзлаб инвесторлар билан мулоқотга киришиши бундай ҳамкорликни ривожлантириш мақсадларига жавоб беради.[505]

Амалиёт гувоҳлик беришича, одатда воситачи ёки қимматли қоғозларни олувчи истеъмолчи ёхуд давлат органи бўлишидан қатъий назар ҳар бир субъектнинг ахборотни ошкор этишга интилиши, қимматли қоғозларни сотиб олувчиларнинг манфаатларини таъминлашга қаратилган бўлади. Ошкор этилаётган ахборот потенциал сотиб олувчиларга қимматли қоғозларни сотиб олишларида тўғри қарор қабул қилишда, қимматли қоғозлар эгаларига эса улар қийматининг йўқолиши олдини олиш ва ўз қимматли қоғозидан энг мақбул тарздаги даромад олишга ёрдам беради. Бундан шундай хулосага келиш мумкинки, қимматли қоғозлар бозорида ахборот ким томонидан фойдаланилишидан қатъий назар, уни ошкор этиш ва келажакда қўллашдан асосий мақсад қимматли қоғозлар сотиб олувчиларининг манфаатларини ҳимоя қилиш бўлиб ҳисобланади. Фикримизча, мазкур масала қимматли қоғозлар бозорини тартибга солувчи турли меъёрларда ҳал этилиши лозим.

Қимматли қоғозлар бозори субъектларининг хилма-хиллигини инобатга олган ҳолда “манфаатдор шахслар” доирасини аниқлаш мураккаб масала бўлиб ҳисобланади. “Манфаатдор шахслар деганда кўрсатилган ахборотдан келажакда фойдаланиш мақсадларидан қатъий назар, уни олишдан манфаатдор бўлган ҳар қандай шахс тушунилиши”[506] сабабли фикримизча, мазкур норманинг камчилигини ҳеч қандай тузата олмайдиган, ахборотни ошкор этиш аниқланаётган вақтда “манфаатдор шахслар” тушунчасини

---

[505] Қаранг: Robert Bushman, Joseph Piotroski. What Determines Corporate Transparency? – January 2003. http.//www.ssrn.com

[506] Қаранг: Левенчук Анатолий. “Қимматли қоғозлар бозори тўғрисида”ги қонунга “ахборотни ошкор этиш” тушунчаси бўйича тузатиш. http://www.ice.ru/exp/19983

аниқлаб олиш таклифи илгари сурилган эди.

Шу билан бирга РФнинг “Қимматли қоғозлар бозори тўғрисида”ги қонунининг 1-моддасига асосан “эмитентнинг шаклидан қатъий назар эмиссявий қимматли қоғозларни чиқариш ва уларнинг муомаласи давомида юзага келадиган муносабатлар” унинг тартибга солиш предмети бўлиб ҳисобланади. РФнинг “Инвесторларнинг ҳуқуқлари ва қонуний манфаатларини ҳимоя қилиш тўғрисида”ги қонуннинг[507] 1-моддасига асосан эса “инвесторлар” деганда инвестиция киритиш объекти РФнинг “Қимматли қоғозлар бозори тўғрисида”ги қонунида[508] кўрсатилгандек эмитентнинг акция, облигация ва опционлари кирадиган, эмиссиявий қимматли қоғозлар ҳисобланган жисмоний ва юридик шахслар тушунилади.

Юқоридагилардан келиб чиқиб, “Қимматли қоғозлар бозори иштирокчилари томонидан ахборотни ошкор этиш тўғрисида”ги Низомнинг 1-банди, 2-қисмини қуйидаги таҳрирда баён қилиш мақсадга мувофиқ ҳисобланади: “*Ахборотни ошкор этиш деганда инветорларнинг манфаатларини ҳимоя қилиш мақсадида уни топиш ва олишни кафолатловчи жараён бўйича унга оммавий эга бўлишни таъминлаш тушунилади.*” Шунингдек, мазкур моддага қуйидаги таҳрирда “инвесторлар” тушунчасини киритиш лозим: “*Мазкур Низом матнида инвесторлар деганда инвестиция киритиш объекти эмиссиявий қимматли қоғозлар ҳисобланган жисмоний ва юридк шахслар тушунилади.*”

Умуман ахборотни ошкор этиш шаклларини дастлабки (ex ante), яъни акциялар жойлаштирилаётган вақтда бирламчи қимматли қоғозлар бозорида ахборотни ошкор этиш ва ҳосила (ex post), яъни мавжуд инвесторлар манфаатларини ҳимоя қилиш учун иккиламчи бозорда ахборотни ошкор этиш кабиларга ажратиш мумкин. Ўзбекистон қонунчилигидан

[507] Россия Федерациясининг 12.02.1999 йилдаги “Қимматли қоғозлар бозорида инвесторларнинг қонунуний ҳуқуқ ва манфаатларини ҳимоя қилиш тўғрисида”ги федерал қонуни. Қаранг: http://lin.ru ("Законодательные и нормативные акты" саҳифасида).

[508] Қаранг: Россия Федерациясининг ”Қимматли қоғозлар бозори тўғрсида”ги федерал қонунининг 2-моддаси.

фарқли равишда Россия қонунчилиги мазкур тушунчани аниқ таърифлайди. Масалан, “Эмиссиявий қимматли қоғозлар эмитентлари томнидан ахборотни ошкор этиш тўғрисида”ги Низомнинг 1.1-моддасига асосан эмитентлар томонидан ошкор этиладиган ахборотларнинг турлари аниқ кўрсатилади. Унда қимматли қоғозлар эмиссия босқичида қимматли қоғозлар проспекти шаклида ахборотни ошкор этиш ошкор этишнинг ex ante шаклига киритилади. Қимматли қоғозлар эмитентининг ҳар чоракда берадиган ҳисоботи ва эмитентнинг молиявий-хўжалик фаолиятига тегишли жиддий фактлар тўғрисидаги хабар шаклида ахборотни ошкор этиш эса ахборотни ошкор этишнинг ex post шаклига киритилади. Мазкур ҳужжат ахборотни ошкор этишнинг босқич ва турларидан келиб чиққан ҳолда айнан мана шу тузилиш бўйича тузилган.

2001 йил 30 августда Ўзбекистонда “Қимматли қоғозлар бозорида инвесторларнинг ҳуқуқларини ҳимоя қилиш тўғрисида”ги Қонун қабул қилинди. Унда эмитентлар (қимматли қоғозлар чиқарадиган корхоналар) ва инвестиция институтларининг (қимматли қоғозлар бозори профессионал иштирокчиларининг) инвесторларга ахборот тақдим этиш бўйича мажбурияти назарда тутилади. Мазкур қонунга асосан Ўзбекистон Республикаси Давлат мулк қўмитаси ҳузуридаги Қимматли қоғозлар бозори фаолиятини мувофиқлаштириш ва назорат қилиш Маркази томонидан ЎзРда ахборотни ошкор этиш муносабатларини тартибга солувчи асосий ҳужжат ҳисобланадиган “Қимматли қоғозлар бозори иштирокчилари томонидан ахборотни ошкор этиш тўғрисида”ги Низом тасдиқланган. Унинг тузилиши ахборотни ошкор этиш субъектларининг турларидан келиб чиққан ҳолда тузилган. Бунда мазкур субъектлар қимматли қоғозлар эмитентлари; инвестиция институтлари; қимматли қоғозлар савдосини ташкил этувчилар; эмитентнинг ҳар қандай турдаги қимматли қоғозларининг 35 ёк иундан кўп фоизи мулкдорлари; қимматли қоғозлар бозорини тартибга солиш бўйича ваколатли давлат органи сифатида таснифланган.[509]

[509] ҚҚБФМНҚМ томонидан 27.03.2002 йилда 2002-06-сон билан тасдиқланиб, 18.04.2002 йилда 1127-сон билан Адлия вазирлигида рўйхатдан ўтказилган

Иккала мамлакатнинг амалдаги қонунчилигини қиёслаш ҳар икки мамлакатнинг ахборотни ошкор этишни тартибга солувчи қонунчилиги турли нрормативҳужжатлар орқали тартибга солинган бўлса-да, ЎзР қонунчилигидан фарқли равишда РФ қонунчилиги нисбатан тизимлаштирилганлигини кўрсатди. Иккала мамлакатда ҳам қимматли қоғозлар бозорида ахборотни ошкор этишни тартибга солувчи асосий манбалар РФда – “Қимматли қоғозлар бозори тўғрисида”ги федерал қонун, ЎзРда эса “Қимматли қоғозлар бозори фаоляти механизмлари тўғрисида”ги қонун ҳисобланади. Ҳар икки мамлакат қонунларида ҳам “Қимматли қоғозлар бозорини ахборот билан таъминлаш” деб номланган боблар мавжуд. Бунда Россия қонунчилигида эмиссия проспектини рўйхатдан ўтказиш, йиллик, чораклик ҳисобот, жиддий фактлар ҳақида хабар қилиш, предмети йирик акциялар пакети бўлган битим тўғрисида ахборотни ошкор этиш ва қимматли қоғозлар бозори профессионал иштирокчиси томонидан ахборотни ошкор этиш каби ахборотни ошкор этишнинг турлари мустаҳкамланган.

РФ қонуни билан таққослаганда ЎзР қонуни бир қатор камчиликларга эга. Биринчидан, гарчи идоравий қонун ости ҳужжатларида ҳар чоракда ахборотни ошкор этиш тўғрисида гапирилган бўлса-да, унда бу ҳақда ҳеч нарса дейилмаган. Қонунда белгиланган ахборотдан ташқари бошқа ахборотни талаб қилиш имконияти назарда тутилмаганлиги боис бу ерда ҳуқуқий меъёрлар тўқнашуви вужудга келган. Иккинчидан, бу ерда ўз табиатига кўра жиддий факт ҳисобланадиган[510] ахборотни ошкор этишнинг бир қатор шакллари келтирилганлиги сабабли уларни идоравий қонун ости ҳужжатларида қўлланиладигандек, умумий ном билан “жиддий

“Қимматли қоғозлар бозори иштирокчилари томонидан ахборотни ошкор этиш тўғрисида”ги Низомнинг 2-моддаси. // “Норма” АҲТ.

[510] Масалан, эмитентни қайта тузиш, эмитент томонидан қимматли қоғозлар чиқариш, эмитентнинг ваколатли органи томонидан қимматли қоғозлар чиқариш тўғрисида қабул қилиш кабилар ҳақидаги хабарлар. Қаранг: 25.04.1996 йилдаги “Қимматли қоғозлар бозори фаолиятининг механизмлари тўғрисида”ги қонуннинг 26-моддаси. // “Норма” АҲТ.

фактлар” деб номлаш мақсадга мувофиқ ҳисобланади.[511]

РФда “Эмиссиявий қимматли қоғозлар эмитентлари томонидан ахборотни ошкор этиш тўғрисида”ги Низом мавжуд бўлса, ЎзРда бундай ҳужжат умумий характерга эга бўлиб, қимматли қоғозлар бозорида ахборотни ошкор этиш талаб этиладиган деярли барча субъектларга нисбатан қўлланилади. Аслида ЎзР қонунчилигидаги бундай умумийлик РФ қонунчилигидан унинг устунлиги бўлиши керак эди. Лекин натижада ҳужжат нисбатан юзаки бўлиб, фикримизча, ЎзРнинг қимматли қоғозлар бозори иштирокчилари томонидан ахборотнинг ошкор этилиши борасидаги қонунчиликда бир қатор бўшлиқлар ва низоларнинг пайдо бўлишига олиб келди. Бошқа томондан, мазкур ҳужжатнинг юзакилиги оқибатида унинг алоҳида жиҳатларини тўлдирувчи “Қимматли қоғозлар бозори иштирокчилари томонидан ахборотни ошкор этиш тўғрисида”ги Низомнинг барча қоидаларини такрорловчи норматив ҳужжатлар қабул қилинган. Натижада мазкур ҳужжат ахборотни ошкор этиш бўйича бошқа ҳужжатлар учун ўзига хос тизимловчига айланиб қоган.

Юқоридагилардан келиб чиқиб, ахборотни ошкор этишни тартибга солувчи ҳуқуқий ҳужжатларни бир хиллаштириш мазкур соҳадаги ижтимоий муносабатларни тартибга солиш билан бир қаторда қонун чиқариш жараёнини анча енгиллаштиран бўлар эди. Лекин бунда албатта қуйидаги бир қатор бошқа масалалар келиб чиқади.

Биринчидан, бундай бир хиллаштиришни амалга ошириш учун иккала мамлакатнинг ахборотни ошкор этиш бўйича қонунчилиги етарли даражада шакллантирилганми? Фикримизча, РФда ахборотни ошкор этиш бўйича қонунчилик дунёнинг бошқа мамлакатларига қараганда мукаммал даражага эришган. РФда бундай норматив ҳужжатлар қиммтали қоғозлар бозорида ахборотни ошкор этишнинг деярли барча соҳаларини етарли даражада синчковлик билан тартибга солади. Жаҳон корпоратив ҳуқуқ ва бошқарувининг шиддат билан ривожланиб

[511] Масалан қаранг: “Қимматли қоғозлар бозори иштирокчилари томонидан ахборотни ошкор этиш тўғрисида”ги Низомнинг 9-моддаси, 5-банди // “Норма” АҲТ.

бораётганлиги сабабли, ҳар қандай ҳолда ҳам мазкур муносабатларни тартибга солувчи мукаммал нормаларни яратиш мумкин бўлмайди. Шунинг учун фикримизча, таклиф этилаётган бир хиллаштириш ахборотни ошкор этиш соҳасида корпоратив қонунчиликни такомиллаштириш жараёнини тезлаштирган бўлар эди.

Ўзбекистонда эса ҳозирча Россияга қарама-қарши бўлган тенденция ҳукмронлик қилади. Бу ерда корпратив қонуничлик Россиядагидек ривожланиш даражасига етмаган. Бугунги кунда ахборотни ошкор этиш бўйича ЎзР қонунчилиги ҳаддан ташқари бўлинган ва бу ерда ахборотни ошкор этиш бўйича бир хиллаштирилган актнинг бўлмаслиги, мамлакат қонунчилиги ривожланишини янада секинлаштиради.

Иккинчидан, бир хиллаштирадиган ҳужжат қонун ёки қонун ости ҳужжати бўлиши керакми? Замонавий корпоратив ҳуқуқ тез ўзгариб бораётган ҳуқуқий соҳалардан бири ҳисобланганлиги сабабли қонун ҳужжатларини қабул қилиш жараёнининг секинлиги ва харажатлилигидан келиб чиқиб, фикримизча, бундай ҳужжатни қонун ости ҳужжати шаклида қабул қилиш мақсадга мувофиқ ҳисобланади.

Учинчидан, мазкур ҳужжатнинг ички тузилиши қандай бўлиши керак? Бу саволга жавоб бериш фикримизча жуда мураккаб бўлиб ҳисобланади. Гарчи мазкур Россия ва Ўзбекистон қонунчилигида қимматли қоғозлар бозорида субъектга ахборотни ошкор этиш бўйича юклатилган мажбуриятларнинг мақсади битта – яъни инвесторларнинг ҳуқуқларини ҳимоя қилиш бўлса-да, лекин улар бир хил эмас. Шунинг учун фикримизча, бундай ҳужжатнинг айнан эмиссиявий қимматли қоғозлар бозорида ахборотни ошкор этишни тартибга солиш ва ҳужжатнинг ички тузилишини ахборотни ошкор этиш субъектларидан келиб чиққан ҳолда аниқлаш мақсадга мувофиқ ҳисобланади.[512]

Мазкур соҳада қонунчиликнинг ишлашини биринчи навбатда таъминлайдиган ахборотни ошкор этмаганлик учун

[512] Мазкур ҳолатда “бозор” деганда савдолар амалга ошириладиган биро-бр аниқ жой эмас, балки муайян юрисдикцияда қимматли қоғозларнинг муамаласи билан боғлиқ бўлган барча муносабатлар тушунилмоқда.

жавобгарлик масаласи қимматли қоғозлар бозорида ахборотни ошкор этишда тартибга солиниши лозим бўлган муҳим масалалардан бири бўлиб ҳисобланади. Хориж амалиёти таҳлили ахборотни ошкор этиш устидан назорат қилишда асосий рол ўзининг ваколатли органлари орқали давлатга тегишли эканлигини кўрсатди. Амалиётда фуқаролик-ҳуқуқий даъволар киритиш ўрнига кўпроқ ижтимоий-ҳуқуқий характердаги жазо ахборотни ошкор этишни таъминлашнинг асосий усуллари бўлиб ҳисобланади. Бунда ахборотни ошкор этмаганлик учун субъектлар доирасини аниқлаш мураккаб назарий масала бўлиб ҳисобланади. Одатда, эмитент, яъни акциядорлик жамияти томонидан қимматли қоғозлар чиқарилганда акциядорлик жамиятининг ўзи қимматли қоғозлар бозорида ахборотни ошкор этишга мажбур бўлган шахслардан бири ҳисобланади. Умумий қоидага кўра етказилган зарар учун мажбуриятни бажармаган шахс жавобгар бўлади. Демак, эмитентнинг акциялар бўйича ахборотни ошкор этиш мажбурияти бажарилмаган тақдирда акциядорлик жамияти жавобгар бўлади. РФнинг "Эмиссявий қимматли қоғозлар эмитентлари томонидан ахборотни ошкор этиш тўғрисида"ги Низомнинг 1.11- моддасига кўра "Мазкур Низомга асосан ошкор этилиши лозим бўлган ахборотнинг мавжуд эмаслиги ҳеч қандай бошқа асосларсиз эмитентни жавобгарликка тортиш ва РФ қонунчилигига асосан қимматли қоғозлар муомаласини чеклашга асос бўлади". Фикримизча мазкур қоида акциядорлар томонидан жавобгар сифатида чиқадиган акциядорлик жамиятига нисбатан даъво аризаси беришга асос бўлиб хизмат қилиши мумкин.

– Юқорида таъкидланганидек, акциялар эмитенти сифатида акциядорлик жамияти томонидан ахборотни ошкор этишдан мақсад унинг инвесторлари, акциядорларининг ҳуқуқларини ҳимоя қилиш бўлиб ҳисобланади.[513] Бунда ҳар бир бошқа юридик шахс сингари акциядорлик жамияти моддий шаклдаги жавобгарликка тортилади. РФ Маъмурий

[513] Қаранг: Steven Huddart, John S. Hughes, Michael Williams. Incentives for Public Disclosure by Corporate Insiders. – April 5, 2001. http://www.smeal.psu.edu/faculty/huddart

ҳуқуқбузарликлар тўғрисидаги кодексининг 15.19-моддасига асосан “эмитент ёки қимматли қоғозлар профессионал иштирокчиси томонидан инвестор талабига кўра унга қонунда назарда тутилган ахборотнинг тақдим этилмаслиги ёки ҳақиқатга тўғри келмайдиган ахборотнинг тақдим этилиши мансабдор шахсларга энг кам ойлик иш ҳақининг 20 бараваридан 30 бараваригача, юридк шахсларга эса энг кам ойлик иш ҳақининг 200 бараваридан 300 бараваригача маъмурий жарима солишга асос бўлади”.

Демак, ахборотни ошкор этиш қоидалари эмитент томонидан бузилган тақдирда маъмурий жазо чораси акциядорлик жамиятига ҳамда зарур ахборотни тайёрлаш ва ошкор этиш учун масъул бўлган унинг мансабдор шахсларига нисбатан ҳам қўлланилиши мумкин. Жазо юридк шахс сифатида акциядорлик жамиятига нисбатан қўлланилган ҳолларда жарима унинг мулкидан ундирилади.[514]

РФ “Акциядорлик жамиятлари тўғрисида”ги қонунининг 2-моддаси, 2-қисмига кўра “акциядорлар жамият мажбуриятлари бўйича жавоб бермайдилар ва унинг фаолиятиб боғлиқ зарарлар учун ўзларига тегишли бўлган акциялар доирасида таваккалчилик қиладилар”.[515] Демак, мажбурият субъекти акциядорлик жамияти бўладиган бўлса, у ўз мажбуриятлари, шу жумладан ахборотни ошкор этиш мажбурияти бўйича акциядорларнинг мол-мулки билан жавоб беради.

Бунда яна ахборотни ошкор этишнинг мақсади нима деган саволга қайтишга тўғри келади. Юқорида таъкидланганидек, ҳар қандай ахборотни ошкор этишдан мақсад қимматли қоғозлар бозори иштирокчиларининг ҳалол ва виждонан ҳаракат қилишини таъминлаш ва пировард натижада инвесторлар, шу жумладан акциядорларнинг манфаатлари ҳимоя қилинишига эришиш бўлиб ҳисобланади. Тегишинча, давлат органлари томонидан ахборотни ошкор этишни

[514] РФ Қимматли қоғозлар бозори бўйича федерал Комиссия жанубий федерал округдаги ҳудудий бўлимининг “Ростовский порт” ОАЖга нисбатан маъмурий жазо тайинлаш тўғрисидаги 13.01.2003 йилдаги 83-2002-1-009-009-сонли Қарори бунга мисол бўлиши мумкин. Қаранг: http://ugfcsm.aaanet.ru/justice.htm

[515] Қаранг: РФ “Акциядорлик жамиятлари тўғрисида”ги қонуннинг 2-моддаси.

таъминлашга қаратилган барча чора-тадбирлар энг аввало акциядорларнинг манфаатларини ҳимоя қилишга қаратилган бўлади.

Лекин юқорида таъкидланганидек, маъмурий жазоларни қўллаш орқали давлат органлари акциядорларни уларнинг ўзларига тегишли мол-мулк ҳисобидан ҳимоя қилишга уринадилар.

Мазкур низони ҳал қилиш мақсадида ЎзР эмиссиявий қимматли қоғозлар эмитентлари томонидан ахборотни ошкор этиш бўйича қонунчилигига акциядорлик жамияти томонидан ахборот ошкор этилмаган ёки ҳақиқатга тўғри келмайдиган ёхуд тўлиқ бўлмаган ахборот тақдим этилган ёки шундай ахборот ўз вақтида ва тегишли тарзда тақдим этилмаган тақдирда мазкур ҳаракатларни амалга ошириш учун масъул бўлган мансабдор шахслар жавобгарликка тортилиши билан боғлиқ қоида киритилиши лозим.

Назаримизда “Қимматли қоғозлар бозори фаолияти механизмлари тўғрисида”ги ЎзР қонунининг 31-моддасига қимматли қоғозлар тўғрисидаги қонунчиликни бузганлик учун маъмурий жавобгарликни назарда тутадиган ҳамда ахборотни ошкор этиш қоидаларини бузган мансабдор шахсларнинг жавобгарлигини ошириш ва етказилган зарарни уларнинг ўзи қоплаши билан боғлиқ қоидалар киритиш мақсадга мувофиқ ҳисобланади.

4.3. Инсайдерлик битимлари акциядорларнинг мулкий манфаатларини бузиш усули сифатида

Ўзбекистонда бугунги кунда “инсайдерлик ахборотидан” фойдаланган ҳолда тузилган битимлардан фойдаланиш ва улар учун жавобгарлик деярли қонун билан тартибга солинмаган. Деярли дейишимизга сабаб, “Қимматли қоғозлар бозори фаолиятининг механизмлари тўғрисида”ги қонуннинг 28-моддасида хизматда фойдаланиладиган ахборот, ундан фойдаланувчи шахслар доираси ҳамда бундай ахборотдан фойдаланган ҳолда битимлар тузилиши ва бу ахборотларнинг учинчи шахсларга берилишини таъқиқловчи нормалар назарда

тутилган. Гарчи мазкур қонуннинг 28-моддасида хизматда фойдаланиладиган ахборотдан фойдаланган ҳолда битимлар тузганлик учун жавобгарлик назарда тутилган бўлса-да, ЎзРнинг бирор бир қонунчилик ҳужжатида мазкур жавобгарликни амалга ошириш механизмлари белгилаб берилмаган.

Адабиётларда “инсайдер”[516] деганда одатий тарзда акциядорларнинг мулкий манфаатларига зарар етказиш имкониятига эга бўлган корпоратив фаолият иштирокчилари, яъни иқтисодий адабиётларда кўрсатилганидек(фирма назарияси)[517], агентлик муаммосини келтириб чиқаришга таҳдид солувчи шахслар[518] тушунилади. Анъанавий маънода агентлик муаммоси деганда корпорациянинг инвесторлари сифатида акциядорларнинг манфаатлари билан унинг бошқарув қатлами – директорлар ва бошқарувчилар манфаатлари кесишган ҳоллар тушунилади. Бунда корпорациянинг бошқарувчилари акциялдорларнинг агенти сифатида чиқиб, ишончнома асосида уларнинг мулкини бошқаради.[519] Бундан шундай хулосага келиш мумкинки, инсайдерларнинг қўлида бошқарув бўйича муайян ваколатлар мавжудлиги туфайли улар акциядорларнинг манфаатларига зарар етказишлари мумкин. Худди шундай хулосани компаниянинг назорат пакетига эга бўлган бошқарувчилар ва акциядорлар ҳақида ҳам айтиш мумкин.

Мазкур тушунча анъанавий ишлатилганда инсайдерлик битимлари шахс корпорациянинг қимматли қоғозларини сотган ёки олган ҳолларда ички моддий ахборотдан фойдаланган ҳолда тузилади. Мазкур ахборотнинг “ички” дейилишига сабаб у

---

[516] “Инсайдер” инглиз тилидан олинган бўлиб, “компаниянинг ичидаги шахс”ни билдиради. Бунда таъкидлаш жоизки, акциядорлар (агар назорат қилувчи акциядорлар бўлганда камчиликни ташкил этган акциядорлар) адабиётларда “аутсайдерлар” (ташқаридагилар) деб аталадилар.

[517] Қаранг: Рональд Коуз. Фирма, рынок и право. – М.: Catallaxy, 1993.

[518] Қаранг: O. Hart, J. Moore. Property Rights and the Nature of the Firm // Journal of Political Economy. – 1990. – №90. – P.1119; S. Grossman, O. Hart. Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration // Journal of Political Economy. – 1986. – №94. – P. 691.

[519] Бундай муаммонинг мавжудлигини Адам Смит ўзининг “Миллатлар бойлиги” номли асарида бошқарувчиларни бой одамнинг хизматкори сифатида кўрсатиб ўтган.

кенг жамоатчиликка маълум бўлмаган корпорациядаги янги ўзгаришлар ва ютуқларни ўзида акс эттиради, чунки корпорация ҳали уни ошкор этишга улгурмаган ёки мазкур ахборот тижорат сири бўлганлиги сабабли умуман ошкор этилмайдиган бўлади.[520] Мазкур ахборот "моддий" ҳисобланади, яъни ундан кенг омма фойдаланиш имкониятига эга бўлган ҳолда у акцияларнинг нархига ва натижада инвестиция киритиш объекти сифатида корпорациянинг сифати ҳақидаги инвесторларнинг фикрига таъсир қилиши мумкин. Агар корпорация маълум ютуқларга эга бўлса, унинг акцияларига бўлган талаб ортади ва аксинча.[521] Мазкур мақсадларда фойдаланиладиган ахборотдан кенг омма фойдаланиш имкониятига эга бўлмасдан, ундан фақат чекланган доирадаги шахслар фойдаланади. Бундан шундай хулосага келиш мумкинки, биринчи навбатда инсайдерлик битимлари акциядорларга нисбатан нотенг муносабат натижасида уларнинг манфаатларини бузади.

Лекин инсайдерлик битимларини ҳуқуқий тартибга солиш нуқтаи назаридан АҚШ қонунчилик амалиётида "инсайдер" атамаси унинг анъанавий маъноси - фидуциар мажбуриятга эга бўлган субъект маъносида қўлланилмайди.

Шунингдек, "иккиламчи инсайдерлар" деган тушунча ҳам мавжуд бўлиб, улар компания олдида фидуциар мажбуриятга эга бўлмайдилар. Бунга мисол сифатида АҚШдаги vs. О-Хеген (United States vs. O'Hagan)[522] ишини келтириш мумкин. Унда Гранд Мет (Grand Met) фирмасига ҳуқуқий хизмат кўрсатувчи юрист компания тузмоқчи бўлган битим ҳақида билиб қолиб Гранд Мет сотиб олишни режалаштираётган опционларни сотиб ола бошлади ва 4 млн. доллардан ортиқ фойда олди. Айб эълон қилинганда у Гранд Метга нисбатан фидуциар мажбуриятга эга эмаслигини ва шу сабабли айбсиз эканлигини таъкидлади. Суд О-Хегеннинг далилларини инобатга олмасдан

[520] Худди шундай қоидани қонун лойиҳасининг 4-моддаси, 1-қисмида учратиш мумкин.

[521] Қаранг: Robert Charles Clark. Corporate Law. – Aspen: Aspen Publishers, Inc., 1986. – P.264.

[522] Қаранг: United States vs. O'Hagan. 117 S.Ct. 2199, 2211 (1997) (quoting the Eighth Circuit's Opinion in O'Hagan. 92 F.3d at 618).

уни айбсиз деб топди.

Шундай қилиб, иккиламчи инсайдерларга компания ёки унинг акциядорлари билан тузилган шартномага асосан оммавий ахборот бўлмаган ахборот билан танишиш имкониятига эга бўлган юристлар, инвестиция банклари, бухгалтерлар, брокерлар киради.[523] Кўриниб турганидек, инсайдерлик битимлари бўйича ҳуқуқий механизмни шакллантириш мақсадида "инсайдер" деганда нафақат компаниянинг бошқарувчилари ва акциядорлари, балки бошқарув ходимлари ва акциядорлар каби анъанавий инсайдерлар билан бўладиган ўзаро муносабатлар хусусияти туфайли инсайдерлик ахборотини олиш имкониятига эга бўлган бошқа шахслар ҳам тушунилади.

Айнан шунинг учун қонун эмитент билан шартнома тузган шахслар ҳам инсайдер бўлиши мумкинлигини белгилаган ҳолда "инсайдер" атамасини кенг маънода қўллайди. Лекин АҚШда 1966 йилги Техас суди қарорида "ҳеч ким инсайдерлик ахборотидан фойдаланган ҳолда савдо қилиши мумкин эмас, чунки бошқа сотувчи ва олувчиларга зарар етказади" деб кўрсатилган.[524] Бу ҳар қандай шахс, ахборотни қандай олганлиги ва эмитент билан бирор алоқага эгалигидан қатъий назар, инсайдер деб топилиши мумкинлигини билдирган. Бундай қоида кейинчалик инсайдер тушунчасининг доирасини аниқлаш вақтида, О-Хеген ишидагидек, инсайдер ва эмитент ўртасидаги ўзаро муносабатлар хусусияти нуқтаи назаридан амалиётда ўзгартирилди.

Бу ўз навбатида бизни "инсайдер" атамасини янада аниқ белгилашга ундайди. Инсайдер ҳисобланган шахсларнинг доирасини чеклаб қўймасдан, инсайдер ва корпорация ўртасидаги ўзаро муносабатларнинг табиатини очиб бериш лозим. Фикримизча, Қонунда инсайдер ҳисобланадиган шахслар доирасини аниқлашнинг умумий мезонларини

[523] Қаранг: Laura Nyantung Beny. The Political Economy of Insider Trading Legislation and Enforcement: International Evidence. – 2002. http://www.law.harvard.edu/programs/olin_center/ (The Harvard John M. Olin Discussion Paper Series), а также: http://ssrn.com/abstract=304383

[524] Қаранг: Jaffe Jeffrey F. The Effect of Regulation Changes on Insider Trading // The Bell Journal of Economics and Management Science. – 1974. – № 5(1). – P.93–121.

мустаҳкамлаш мақсадга мувофиқ ҳисобланади. Бунда қимматли қоғозлар бозорининг бошқа иштирокчиларига нисбатан инсайдерларнинг устун мақоми, шунингдек, инсайдер фойдаланадиган эмитентнинг ишончини инобатга олиш каби мезонларни қўллаш мақсадга мувофиқ ҳисобланади.

Таъкидлаш жоизки, инсайдерлик битимларининг акциядорлар манфаатларига таъсир этиш самаралари ҳалигача низоли масала бўлиб қолмоқда. Масалан, Генри Манне каби иқтисодчилар инсайдерлик битимларини кропоратив бошқарув учун фойдали деб ҳисоблашса,[525] баъзи иқтисодчилар инсайдерлик битимлари мазкур ҳолатда аниқ ахборотларга асосланганлиги сабабли улар акцияларнинг ҳақиқий баҳосини таъминлашнинг энг яхши воситаси ҳисобланишини эътироф этади.[526] Мазкур иқтисодчиларнинг фикрича, акцияларнинг ҳақиқий нархини таъминлаган ҳолда инсайдерлик битимлари инвесторларнинг манфаатларига хизмат қиладилар ва натижада қулай инвестиция муҳитини таъминлайдилар. Албатта, бу учун инвесторлар бевосита инсайдерлик ахборотидан фойдаланувчи шахсларга ҳақ тўлашлари лозим бўлиб қолади.

Г.Манненинг фикрича, замонавий тадбиркорлик корпорацияларини ривожлантирадиган ва бошқарадиган махсус тадбиркорлар гуруҳи мавжуд бўлиб, улар ҳақиқий фаровонликни яратувчи ижтимоий фойдали шахслар ҳисобланади. Лекин корпорациялар уларнинг меҳнати ва иқтисодни ривожлантиришга қўшган ҳиссаларини лозим даражада қадрламайди. Шунинг учун айнан инсайдерлик битимлари уларнинг меҳнати учун ўзига хос ҳақ бўлади ва шу билан ушбу шахсларнинг бундай фаолиятни давом эттиришлари таъминлайди. Манненинг фикрича, инсайдерлик битимлари бўлмаганда эди корпоратив тизим яшаб қола олмаган бўлар эди.[527]

Шундай қарашлардан келиб чиққан ҳолда мазкур иқтисодчилар ҳар ким ўзининг ахборот билан таъминланганлик

[525] Қаранг: Manne, Henry G. Insider Trading and the Stock Market. – New York: The Free Press, 1966.
[526] Қаранг: Andrew Adams, Adrian FitzGerald, Jamie Rollo. The New Insider Dealing Legislation – a Confusing Outcome. – 1996. http://www.ssrn.com
[527] Қаранг: Manne, Henry G. Op. cit.

даражасидан келиб чиққан ҳолда савдо қилиши ва инвесторларнинг манфаатларини ҳимоя қилиш мақсадида инсайдерлик битимларини ноқонуний ҳаракатлар қаторидан чиқаришни мақсадга мувофиқ деб ҳисоблайдилар. Лекин инсайдерлик битимларининг ҳаддан ортиб кетиши бозорни чеклаб қўйиши мумкин.[528]

Назаримизда юқоридаги фикрларнинг ҳар бири ўзига хос камчиликларга эга. Албатта, инсайдерлик битимлари муайян даражада нархларнинг аниқлигини таъминлайди, лекин бунда у инвесторларнинг манфаатларига хизмат қилмайди, чунки инвесторларнинг фонд бозорига бўлган ҳар қандай ишончи йўқотилади ва натижада уларнинг инвестиция киритиш хоҳиши сўнади. Бошқа томондан, бозорнинг бундай ахборот билан таъминланиши ахборотни мажбурий ва мунтазам ошкор этишга нисбатан доимий эмаслиги ва тўлиқ бўлмаганлиги сабабли назаримизда самарасиз ҳисобланади,

Фикримизча, Г.Манненинг нуқтаи назари унчалик ишонарли эмас. Бошқарувчиларга тўланадиган ҳақ улар меҳнатининг унумдорлигига боғлиқ бўлиши ва пировард натижада Манне таъкидлаган ўша қобилиятли бошқарувчилар ўз меҳнати учун юқори ҳақ олиши билан боғлиқ асос олдида унинг фикри ўз моҳиятини йўқотади.[529]

Ҳар қандай ҳолда ҳам бошқарувчилар томонидан инсайдерлик битимларининг тузилиши назаримизда улар томонидан ўзининг мансаб имкониятларини суиистеъмол қилиш бўлиб ҳисобланади ва инсайдерлик ахборотидан фойдаланувчи шахслар бу ахборотдан бошқалар фойдалана олмасликлари учун ютиб чиқади. Бу ўз навбатида акциядорлар ҳуқуқларининг бузилиши ҳисобланган бошқарувчиларнинг акциядорларга бир хил муносабатда бўлмасликларини билдиради ва натижасида агентлик муаммоси келиб чиқади.[530]

Қанчалик даражада инсайдерлик битимларини самарали

[528] Қаранг: Prindl A. and Prodhan B. The Act Guide to Ethical Conflicts in Finance // The Association of Corporate Treasurers. – London: Blackwell, 1994.
[529] Қаранг: Robert Charles Clark. Op. cit. – P.266.
[530] Қаранг: Alexandre Padilla. Can Agency Theory Justify the Regulation of Insider Trading? // The Quarterly Journal of Austrian Economics. – 2002. – №5(1)(Spring). –P.3–38.

олдини олиш ва гарчи дунёнинг барча ривожланган мамлакатларида инсайдерлик битимлари ҳуқуқий тартибга солинса-да, ҳуқуқий тартибга солиш орқали бозорни ахборот билан нотенг таъминлаш ҳам яна бир долзарб масала бўлиб ҳисобланади.[531]

Инсайдерлик битимларини тартибга солиш самарадорлигини баҳолаш бўйича иқтисодчилар томонидан бир қатор амалий тадқиқотлар ўтказилган. Бу борада дастлабки олимлардан бўлган Джеффри Джейф ҳуқуқий тартибга солишнинг инсайдерлик ҳулқ-атворига таъсири масаласи устида тадқиқотлар олиб борди. У тузилган инсайдерлик битимлари доирасида қуйидаги уч ишни ўрганиб чиқди: 1962 йилдаги Кеди Робертснинг (Cady Roberts) қарори, 1965 йилги Техас қўлтиғи бўйича айблов ҳукми ва 1966 йилги Техак қўлтиғи иши бўйича ҳал қилув қарори.[532] Олиб борилган тадқиқотлар натижасида у инсайдерлик битимларининг фойдалилиги улар қабул қилинмасидан олдин ҳам кейин ҳам бир хил бўлган деган хулосага келди.

1980 йилда Қимматли қоғозлар ва биржалар бўйича АҚШ Федерал Комиссияси (Security Exchange Commision – SEC) инсайдерлик битимларини ҳуқуқий тартибга солиш ва улар учун санкцияларни кучайтирди. Бу тузиладиган инсайдерлик битимлари даражасига таъсир қилади деб ҳисобланганди. Бунинг натижасида корпоратив инсайдерларга қарши берилган даъволар 49 фоиздан 80 фоизга ошди.[533] Вужудга келган ҳолат 1975-1989 йилларда Сейхун томонидан тадқиқ этилди ва 1992 йилда у тадқиқот натижаларини чоп этди. Мазкур тадқиқотнинг асосий мақсади 80-йиллардаги қонунчилик ўзгаришларининг

---

[531] Қаранг: Bhattacharya and Daouk (2002). Ўзларининг ҳисоботларида улар 23 та ривожланган мамлакатнинг барчаси инсайдерлик битимлари тўғрисидаги қонунчиликка эгалигини, 18 тасида эса бундай қонунчиликни киритиш бўйича чора тадбирлар кўрилаётганлигини таъкидлашади. Қаранг: Venkat R. Eleswarapu, Kumar Venkataraman. The Impact of Legal and Political Institutions on Equity Trading Costs: A Cross-Country Analysis. – 2003. http://business.baylor.edu/J_Martin/ Tff2001/Publications.htm

[532] Қаранг: Jaffe Jeffrey F. Op. cit. – P.93–121.

[533] Қаранг: Отчет Хаддока и Макей в 1987г.: Haddock, David D., Jonathan R. Macey. Regulation on Demand: A Private Interest Model, with an Application to Insider Trading Regulation // Journal of Law and Economics. – 1987. – №30(October). –P.311–352.

самарасини ўрганиш эди.[534] Сейхун ўрганилган даврда тузилган инсайдерлик битимларининг сони бозорнинг кенгайиши ва ўсиши муносабати билангина ошган ва бунда 80-йиллардаги қонунчиликдаги ўзгаришлар инсайдерларга ҳеч қандай таъсир қилмаган деган хулосага келди.

Адабиётларда инсайдерлик битимларини тартибга солиш самарасизлигининг бир қатор сабаблари кўрсатилади. Улардан биринчиси инсайдерлар томонидан фойдаланиладиган ахборотнинг сезилмаслигидир. Инсайдерлик битимларини тартибга солишда қонун чиқарувчи тартибга солиш объекти ҳақидаги ахборот сезилмайдиган маҳсулот эканлигига дуч келади ва шу сабабли жисмли объектлардан фарқли равишда бу ерда ахборот оқимини тартибга солиш анча қийин бўлиб ҳисобланади.[535] Шундан келиб чиққан ҳолда қонун чиқарувчи инсайдернинг ўзигагина инсайдерлик ахборотидан фойдаланган ҳолда қимматли қоғозлар билан битим тузишни таъқиқлаши мумкин, лекин у инсайдер мазкур ахборотни бошқага берган ёки бермаганлигини била олмайди. Бунда қонун чиқарувчи “биринчи шахс” муаммосига дуч келади, яъни бунда ҳар доим инсайдерлик ахборотига эга бўлган қандайдир биринчи шахс мавжуд бўлади. Натижада гарчи ахборот олиш имкониятига эга бўлган инсайдер доимий кузатув остида бўлсада, қонун чиқарувчи бошқа икки муаммога дуч келади. Биринчидан, қонун чиқарувчи инсайдерга инсайдерлик ахборотига эга бўлишни чеклаш орқали ахборотни бошқа шахсларга берилишининг одини ола олмайди, чунки бундай ҳолда инсайдер ўзининг хизмат мажбуриятларини бажара олмайди. Иккинчидан, қонун чиқарувчи инсайдер ахборотни бериш мақсадида бошқа шахслар билан муносабатга киришган ёки киришмаганлигини била олмайди.

Инсайдерлик ахборотига ўзининг хизмат мажбуриятларига кўра бир шахс эмас, балки бир нечта шахс эга бўлиши мумкин

[534] Қаранг: Seyhun H. Nejat. The Effectiveness of the Insider-Trading Sanctions // Journal of Law and Economics. – 1992. – №35(1). –P.149–182.

[535] Назарияда объекти моддий ашёлар ҳисобланган мулк ҳуқуқини тартибга солишнинг классик механизмларидан фарқли равишда интеллектуал мулкни махсус механизмлар орқали тартибга солишнинг зарурати ҳам шу билан тушунтирилади.

бўлган ҳолларда биринчи шахс муаммоси янада мураккаблашади. Амалиётда корпорацияларда айнан шу ҳол учрайди, чунки улар бир гуруҳ шахслар томонидан бошқарилади. Бу шахслар эса бошқарувнинг бутун даврида мазкур ахборотдан фойдаланадилар. Натижада инсайдерлик ахборотини қанча кўп шахс билса, шунча кўп учинчи шахслар уни олишлари мумкин.

Инсайдерлик ахбороти тарқаладиган тармоқ яна бир муаммолардан бири бўлиб ҳисобланади. Инсайдерлардан ахборот олган учинчи шахслар ўз навбатида бу ахборотни бошқа шахсларга ҳам бериши мумкин. Ахборот кенг тарқалган сайин унинг дастлабки манбасини аниқлаш қийинлашиб боради. Бошқа томондан олиб қараганда мазкур ахборотни тўхтатиш ундан ҳам қийин масалага айланиб қолади, чунки у аллақачон етарли даражадаги шахслар доирасига маълум бўлади.[536] Бундан шундай хулосага келиш мумкинки, инсайдерлик ахборотининг биринчи манбадан тарқалишининг олдини олиш уни тартибга солишнинг нисбатан самарали усули бўлиб ҳисобланади. Мазкур муаммо корпоратив ҳуқуқ учун янгилик ҳисобланмайди. У 1996 йилдаёқ Г.Манне томонидан инсайдерлик ахборот бозорларининг ноқонуний ҳодисаси сифатида тавсифланган.[537]

Инсайдерлик ахборотининг мазкур муносабатларни тартибга солишда асосий объект сифатида сезилмаслиги сабабли бундай тартибга солишнинг тезкор эмаслиги, инсайдерлик битимларни ҳуқуқий тартибга солишдаги яна бир муаммо бўлиб ҳисобланади. Мелброукнинг фикрича, давлат органлари, масалан, Қимматли қоғозлар бўйича Комиссия ноқонуний инсайдерлик битимларини аниқлаш ва таъқиб қилишнинг тезкор бўлмаган усулларидан фойдаланадилар.[538] Биринчи манба шундай битимлар тўғрисида шахсларни якка тартибда хабардор қилишга асосланади. Моддий далиллар,

[536] Ахборотнинг ўрнида моддий ашё бўлганда уни оддийгина олиб қўйиш мумкин эди, лекин ахборот борасида бундай деб бўлмайди.

[537] Қаранг: Manne, Henry G. Op. cit.

[538] Қаранг: Meulbroek Lisa K. An Empirical Analysis of Illegal Insider Trading // The Journal of Finance. – 1992. – №47(5). – P.1661–1699.

бундай битимларнинг тузилиши ҳақида гувоҳликб берувчи телефон сўзлашувлари бу борадаги яна бир усул бўлиб ҳисобланади. Лекин инсайдерлик битимларининг сезилмаслиги сабабли Комиссия ҳар доим ҳам ўз тасарруфида тегишли моддий далилларга эга бўла олмайди. Натижада инсайдерлик битимларининг олдини олиш жараёнидаги кузатув асосий манбага айланади. Бунда "инсайдерлик битимлари тузилган вақтда нархларнинг ноодатий ҳаракати"ни аниқлаш жараёнида асосий маълумотлар олинади.[539]

А.Брис инсайдерлик битимларини статистик маълумотлар воситасида тартибга солиш мураккаблигининг сабаби борасида ўзининг фикрини билдиради. У қонун орқали тартибга солиш қулай инвестиция шароитини таъминлаган ҳолда қимматли қоғозлар бозорини янада ликвидли қилишини таъкидлайди. Бунда бозор қанчалик ликвидли бўлса, амалга оширилаётган операцияларнинг кўплиги сабабли инсайдерлик битимларининг мавжудлигини аниқлаш шунчалик қийин бўлади. Таъкидлаш жоизки, инсайдерлик битимлари тўғрисидаги қонунчилик инвесторлар кўз олдида қулай фонд бозорини яратади ва ўз навбатида унинг ликвидлилигини қўллаб-қувватлайди. Шундай қилиб, бозор қанчалик ликвидли бўлса, унда шунча кўп операциялар амалга оширилади ва бунда алоҳида учрайдиган инсайдерлик битимларини аниқлаш қийинлашади.[540]

Фикримизча акциядорларнинг навбатдан ташқари уммий йиғилиши кун тартибига йирик ва муҳим битимлар ҳақидаги қарорларни киритиш инсайдерлик битимларининг салбий оқибатларига қарши курашда муҳим ўрин тутади. Шу муносабат билан АҚШ суд амалиётидан бир мисол келтиришни мақсадга мувофиқ деб ҳисоблаймиз.

1991 йил АҚШ округ суди Virginia Bankshares, Inc. компаниясининг Sandberg компаниясига қарши берган даъвоси бўйича қўзғатилган ишни кўриб чиқди. Суд жараёнида мазкур ишнинг First American Bankshares, Inc. (Банк) даъво қўзғатган Virginia Bankshares, Inc. (VBI) компаниясига қўшилиши билан

[539] Idem. – P.1689.

[540] Қаранг: Bris, Arturo. Do Insider Trading Laws Work? // Yale ICF Working Paper. – 2000. – №00–19. http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=248417.

боғлиқ бўлган “музлатилган” қўшиб олиш тўғрисидаги таклиф билан боғлиқлиги аниқланди. Мазкур таклифда ижро қўмитаси ва Банк кенгаши акцияларнинг назорат пакетига эга бўлган ва қўшиб олиш тугагандан кейин Банкдаги улушини йўқотадиган акциядорлар учун ҳар бир акцияни 42 доллар деб белгилади. Гарчи Виргиния қонуни қўшиб олиш тўғрисидаги таклиф акциядорларга олдиндан маълум қилган ҳолда уларнинг умумий йиғилишида очиқ овоз берилиши йўли билан кўриб чиқилишини талаб қилса-да, даъвогар банкнинг директорлари мазкур таклиф бўйича ишончнома бўйича овоз бериш ўтказиш тўғрисида илтимоснома киритган. Ўзларининг илтимосномаларида директорлар таклифни қабул қилишга ундашган ва режа назорат пакетига эга бўлган акциядорлар ўз акцияларини юқори нархда сотиш имкониятини таъминлашлиги учун тасдиқланганлигини таъкидлашди.

Бунга эътироз билдирган ҳолда ҳолда Сэндберг хоним ишончнома бўйича овоз бермади ва қўшиб олиш тасдиқлангандан кейин қабул қилинган қарор бўйича АҚШ округ судига даъво аризаси билан мурожаат этди. Аризасида у 1939 йилдаги қимматли қоғозлар савдоси тўғрисидаги қонуннинг 14(а) - моддаси ҳамда Қимматли қоғозлар ва биржалар бўйича Комиссиянинг 14а-9-сонли қоидасини бузган ҳолда ишончномалар ёлғон ва чалтувчи маълумотлар бериш орқали олинганлиги натижасида етказилган зарарни ундиришни сўраган. Сэндберг директорлар ўзларининг кенгашда қолишлари учун қўшиб олишни тавсия этганликларини таъкидлади. Суд Сэндбергга таклиф нархи ва акцияларнинг ҳақиқий қиймати ўртасидаги фарқ миқдоридаги сумма тўланиши тўғрисида қарор чиқарди. Қолган эътироз билдрувчи акциядорлар ҳам худди шундай талаблар билан судга якка тартибдаги даъволар кирита бошладилар.

Апелляция суди акциядорларнинг шкоятларини асосли деб топган округ судининг қарорини тасдиқлаган ҳолда ишончномаларни жалб этиш вақтида директорлар томонидан берилган муайян “маслаҳатлар” акциядорларни чалғитувчи бўлган ва шундан келиб чиқиб, ҳатто уларнинг овозлари қўшиб олишни амалга оширишда зарур бўлмаган тақдирда ҳам

эътироз билдрувчилар айбловни қўллаб-қувватлаши мумкин эди.[541]

Мазкур мисолдан ҳам кўриниб турибдики, қўшиб олиш каби муҳим битимларни амалга ошириш вақтида акциядорларнинг умумий йиғилиши, бундай битимлар ҳақида ахборотнинг чоп этилиши орқали унинг ошкоралигини таъминлаш йўли билан ҳам ўзининг қатъий сўзини айтиши мумкин. Бу акциядорларга зарар етказадиган ноқонуний инайдерлик битимларининг олдини олиш ва унга қарши курашишда жуда муҳимм восита бўлиб ҳисобланади.

Таъкидлаш жоизки, бугунги кунда кўпгина мамлакатлар инсайдерлик битимлари тўғрисидаги қонунчиликни қабул қилиш ва такомиллаштиришни давом эттиришмоқда. Ўз иштирокчиларидан инсайдерлик қонунларини қабул қилиш тўғрисидаги директива қабул қилган Европа Комиссияси бунга мисол бўлади. Мазкур директиванинг муқаддимасида соғлом қимматли қоғозлар бозорининг иқтисодий муҳимлигига урғу берилади ва инвесторларнинг ишончи улар ҳуқуқий ҳолатининг тенглиги кафолатига ҳамда уларнинг инсайдерлик ахборотидан ноқонуний фойдаланилишидан ҳимояланганлигига боғлиқлиги кўрсатилади.[542]

Амалиёт Ўзбекистоннинг ҳам инсайдерлик муносабатларини тартибга солишга муҳтожлигини кўрсатмоқда. Юқорида билдирилган фикрлардан келиб чиқиб, биз Ўзбекистон Республикасининг “Инсайдерлик ахбороти ва инсайдерлик битимлари тўғрисида”ги қонуни лойиҳасини ишлаб чиқдик (Иловага қаранг). Қонун лойиҳаси 15 та моддадан иборат бўлиб, Ўзбекистон Республикасининг жорий қонунчлигидан келиб чиққан ҳолда ва хорижий мамлакатларнинг бу борадаги тажрибасини инобатга олиб тайёрланган. Мазкур моддаларда ушбу қонуннинг мақсади, предмети, қўлланилиш соҳаси ва унда фойдаланиладиган қуйидаги асосий тушунчалар тавсифланади: инсайдерлик ахборотининг моҳияти аниқланади; инсайдерлик ахборотидан

[541] Virginia Bankshares, Inc. vs. Sandberg, 501 U.S. 1083 (1991). – http:\\www.ssrn.com
[542] Қаранг: Council Directive 89/592 Coordinating Regulations on Insider Trading // Common Mkt. Rep. – 1998. – №1(CCH). – P.1761.

фойдаланиш ва уни тарқатишни чекловчи нормалар келтирилади; инсайдерларнинг битимлари тўғрисидаги ахборот; инсайдерлик ахборотини ошкор этиш; қимматли қоғозлар бозорида битимлар устидан назорат қилиш; инсайдерлик битимларига доир текширишлар ўтказиш; инсайдерлик ахборотидан фойдаланган ҳолда тузилган битимларни назорат қилиш бўйича қимматли қоғозлар бозорининг ўзини-ўзи бошқарувчи ташкилотлари ваколатлари; инсайдерлик ахборотидан фойдаланиш соҳасидаги қимматли қоғозлар бозори профессионал иштирокчиларига (шу жумладан жисмоний шахсларга ҳам) нисбатан; ички назорат хизмати; мазкур қонунни бузганлик учун жавобгарлик ва инсайдерларнинг ноқонуний ҳаракатларидан зарар кўрган шахсларга зарарни ундириш тартиби. Бунда жиноий жавобгарликка тортишни талаб этадиган қонунбузарликлар ҳақидаги ахборот тергов органларига тақдим этилиши, қолган қонунбузарликлар бўйича эса жарима солиниши алоҳида таъкидланган.

Фикримизча, мазкур қонуннинг қабул қилиниши ва амалга киритилиши кўп жиҳатдан республикада ўрнатилган қимматли қоғозлар бозоридаги тартиб ва қимматли қоғозлар билан бўладиган битим иштирокчиларининг қонуний ҳуқуқ ва манфаатларига тегишли тарзда риоя қилинишига ёрдам беради.

ХУЛОСАЛАР

Биз томонимиздан амалга оширилган мавжуд материалларнинг таҳлили далолат беришича, Ўзбекистонда эгалик акциядорлик капиталларининг юқори даражада тўпланганлиги билан тавсифланади. Лекин шунга қарамасдан, компания бошқарувчилари ва инсайдер ҳисобланган акциядорлар томонидан ахборотнинг мажбурий ошкор этилиши борасида муайян қонуний мувозанат мавжуд. Яъни АҚШ ва Германияда бўлганидек, ахборотни ошкор этиш субектлари ягона эмас.(АҚШда фақат компаниянинг бошқарувчилари ва директорлари ахборотни ошкор этса, Германияда фақат инсайдер ҳисобланган акциядорлар бундай мажбуриятга эга бўлади). Бу масала бўйича турли мамлакатларда мулк ҳуқуқининг қонун орқали ҳимоя қилиниш даражасини ўрганган А.Шляйфер ва Р.Вишни ўзларининг қуйидаги хулосаларини билдиришди: континентал Европанинг кўпгина мамлакатларида акциядорларнинг (айниқса кичик акциядорларнинг) ҳуқуқлари англосаксон мамлакатларига нисбатан сезиларли даражада ёмон ҳимоя қилинган. Бундай ҳолларда корпорация ичида мулк ҳуқуқининг парчаланиб кетган тузилиши мавждулигининг эҳтимоли кам бўлади. Акциялар стратегик пакетининг бир ёки бир неча оилалар тасарруфида тўпланиши, фирмага эгалик қилишнинг нисбатан мустаҳкам кафолатини беради.[543]

Тадқиқот ишида кўрсатилганидек, сўнгги вақтларда акциядорлик мулкчилигини нисбатан мустаҳкам ҳимоя қиладиган мамлакатда мулкчиликнинг тўпланмаганлиги ва молиявий бозорлар томонидан таъминланадиган “ташқи” ресурслардан муваффақиятли фойдаланилишини кшрсатадиган қоидаларга асосланган назарий моделлар пайдо бўлди. Бунда акциядорлик эгалигининг кам тўпланганлиги инвестиция бозори учун қулай ҳодиса эканлигини[544] инобатга

[543] Қаранг: Радыгин А.Д., Энтов Р.М., Межераупс И.В. Особенности формирования национальной модели корпоративного управления. – М., 2003. – С.9. http://www.iet.ru.
[544] Қаранг: Глазунов Д. Вопросы корпоративного управления и раскрытия информации в России // Россияда корпоратив бошқарув масалалари бўйича

олган ҳолда яна бир бор таъкидлаш жоизки, ахборотни мажбурий ошкор этиш Ўзбекистонда корпоратив бошқарув ва қимматли қоғозлар бозорини ривожлантиришда муҳим аҳамиятга эга бўлади.

Фикримизча, ушбу ахборот акциядорлик жамиятларининг бошқарув тузилмалари ва улардаги ахборотни мажбурий ошкор этиш тизимлари ўртасидаги миллий фарқларни аниқлашга ёрдам беради. Турли мамлакатлардаги акциядорлик жамиятлари бошқарув тузилмалари ўртасидаги фарқлар, улардаги ахборотни ошкор этишнинг самарадорлиги акциядорлик эгалигининг тузилишига боғлиқлигини кўрсатди. Масалан, Германия ва Япония сингари мамлакатларда корпоратив бошқарув тузилиши АҚШдаги сингари юқори даражадаги ахборотни талаб этмайди. Лекин бундай тузилма инвесторларнинг мулк ҳуқуқларини ҳимоя қилиш даражасига ҳам боғлиқ бўлади. Шундан келиб чиққан ҳолда, шундай хулосага келиш мумкинки, талаб қилинаётган ахборотни ошкор этишнинг нисбатан юқори даражаси ва бунинг натижасида инвесторлар мулк ҳуқуқларининг янада ишончли ҳимояси, Ўзбекистонда корпоратив бошқарувнинг умумий ҳолати ва унинг самарадорлигини оширишга хизмат қилади.

Биз томонимиздан амалга оширилган таҳлил ахборотни ошкор этишнинг корпоратив бошқарувда муҳим ўрин тутишини кўрсатди. У акциядорларга ўзларнинг ҳуқуқларини самарали амалга ошириш ҳамда бошқарувга ўзининг фидуциар мажбуриятларининг бажарилишини таъминлашга ёрдам беради. Ахборотни ошкор этиш бошқарувни назорат қилиш бўйича иқтисодиётнинг қуйидаги тўрт асосий механизмларига ижобий таъсир кўрсатади: корпоратив назорат бозори, акцияларнинг нархига боғлиқ бўлган бошқарувга тўланадиган ҳақ, капиталнинг қиймати ва молиялаштиришнинг ташқи манбаларини жалб этиш. Бунда ахборотни ошкор этиш иқтисодиётга янги инвестиция лойиҳаларини ва мавжуд

“Корпоратив бошқарув ва ҳисобдорлик сифатини ривожлантиришда ахборотни ошкор этишнинг роли” мавзусидаги учинчи давра суҳбати – Москва, 15–16 ноябр 2000 й. http://www.russiacorporatelaw/23489/html

воситалар ҳаракатини танлаш имкониятини оширади. Пировард натижада ахборотни ошкор этиш бошқарувнинг камчиликларини аниқлаш ва уларни тузатишни таъминлаш орқали бошқарув фаолиятини такомиллаштиради.

Тадқиқот ишида амалга оширилган Ўзбекистон Республикасининг қимматли қоғозларга доир ахборотни ошкор этишга доир қонунчилиги таҳлили, унда бир қатор камчиликлар мавжудлигини кўрсатди. Хусусан, “Қимматли қоғозлар бозори иштирокчилари томонидан ахборотни ошкор этиш тўғрисида”ги Низомнинг 2-қисми, 1-бандида ахборотни ошкор этишнинг қимматли қоғозларни сотиб олувчиларга нисбатан ҳимояловчи табиати кўрсатилмаган. Шунга асосан биз мазкур нормага юқори келтирилган таҳрирда ўзгартириш киритишни таклиф этдик.

Ўзбекистон Республикасининг амалдаги қонунчилигини РФ қонунчилиги билан қиёсий таҳлил этиш натижалари, гарчи ҳар иккала мамлакатда ҳам ахборотни ошкор этишни тартибга солувчи нормалар ягона норматив акт билан тартибга солинмаса-да, ЎзР қонунчилигидан фарқли равишда РФ қонунчилиги нисбатан тизимлаштирилганлигини кўрсатди. Лекин юқорида таъкидланганидек, ҳам икки мамлакат қонунчилигида ҳам бир қатор бўшлик ва тўқнашувлар мавжуд. Фикримизча, ахборотни ошкор этишни тартибга солувчи махсус норматив ҳуқуқий ҳужжатларни бир хиллаштириш лозим. Бу қонун ижодкорлиги жараёни ва мазкур соҳадаги мавжуд муносабатларни тартибга солишни анча енгиллаштирарди.

Акциядорлик жамияти мансабдор шахслари томонидан содир этилган қонунбузарлик учун давлат органлари томонидан акциядорларнинг ҳуқуқларини уларнинг ўзларига тегишли мулк орқали ҳимоя қилиш мақсадида акциядорлик жамиятига жавобгарлик юклатилиши ахборотни ошкор этиш бўйича Ўзбекистон Республикаси қонунчилигидаги яна бир камчилик бўлиб ҳисобланади. Назаримизда, Ўзбекистон республикаси “Қимматли қоғозлар бозори фаолиятининг механизмлари тўғрисида”ги қонуннинг 31-моддасига қуйидаги таҳрирдаги қоидани киритиш мақсадга мувофиқ бўлади: “ахборотни ошкор

этмаганлик, нотўғри ёки тўлиқ бўлмаган ахборотни бериш ёхуд тегишли ахборотни ўз вақтида ва тегишли тарзда бермаганлик учун акциядорлик жамиятининг бундай ахборотни тайёрлаш ва тақдим этиш учун масъул бўлган мансабдор шахслари жавобгарликка тортиладилар".

Фикримизча, буларнинг барчаси Ўзбекистон республикаси фонд бозори ва корпоратив фаолиятида ахборотни ошкор этишни ҳуқуқий таъминлашнинг такомиллашиши ва амалдаги қонунчиликда акциядорларнинг манфаатларини ҳимоя қилишга қаратилган нормаларнинг самарадорлиги ошишига ёрдам беради.

Назаримизда, Ўзбекистон Республикасининг Маъмурий жавобгарлик тўғрисидаги кодексига эмитент ёки қимматли қоғозлар бозори профессионал иштирокчиси томонидан инвесторга, унинг талаби бўйича ахборот тақдим этмаганлик ёки ҳақиқатга тўғри келмайдиган ахборот тақдим этганлик, шунингдек инсайдерлик ахборотидан фойдаланганлик учун жавобгарлик назарда тутувчи норманинг киритилиши мақсадга мувофиқ ҳисобланади.

Шунингдек, инсайдерлик битимлари тўғрисидаги махсус ҳужжатнинг қабул қилиниши лозим. Тадқиқот ишида кўрсатилганидек, инсайдерлик битимларини ҳуқуқий тартибга солиш мураккаб вазифа бўлиб ҳисобланади. Айниқса бундай муносабатларни тартибга солиш нисбатан янги ва ўрганилмаган бўлганлиги сабабли қонун чиқарувчидан алоҳида эътиборни талаб этади.[545] Бошқа томондан, корпоратив ҳуқуқнинг турли соҳаларида мазкур муносабатларни тартибга солишнинг мураккаблиги инсайдерлик битимларига оид нормаларнинг алоҳида қонун ҳужжатларида ўз аксини топишига, бу эса улардан фойдаланишнинг қийинлашишига олиб келади. Шундай экан, инсайдерлик битимлари бўйича айнан махсус қонун ҳужжатининг қабул қилиниши, мазкур муносабатларнинг тартибга солиниши ва уларнинг амалда қўлланилишини сифат жиҳатидан янги босқичга кўтарар эди.

[545] АҚШни инобатга олмаган ҳолда, кўпгина ривожланган мамлакатлар XX асрнинг 80-йилларидан кейингина инсайдерлик битимлари тўғрисидаги қонун нормаларини қабул қила бошлаганликларини кузатиш мумкин.

Бунда “манфаатлар тўқнашуви” тушунчасининг очиб берилиши ҳамда унинг аҳамиятини ҳам таъкидлаш жоиз. Шунинг учун биринчидан, қонунда мазкур атаманинг тушунчасини бериш, иккинчидан, қимматли қоғозларнинг қийматига таъсир этадиган эмитентнинг инсайдерлик ахборотидан ноқонуний фойдаланиш билан боғлиқ ҳаракатларини аниқлаган тақдирда инсайдернинг амалга ошириши мумкин бўлган ҳаракатларини санаб ўтиш мақсадга мувофиқ ҳисобланади.

Демак, инсайдерлик битимларининг муҳимлигини инобатга олган ҳолда лойиҳаси биз томонимиздан ишлаб чиқилган ва иловада берилган Ўзбекистонда “Инсайдерлик ахбороти ва инсайдерлик битимлари тўғрисида”ги қонуннинг қабул қилиниши мақсадга мувофиқ ҳисобланади.

V БОБ. АКЦИЯДОРЛИК ЖАМИЯТЛАРИНИ ҚАЙТА ТАШКИЛ ЭТИШНИНГ ҲУҚУҚИЙ МЕЪЁРЛАРИ ВА УЛАРНИ АМАЛДА ҚЎЛЛАШ

5.1. Корпорация устидан назоратни қўлга киритишнинг ҳуқуқий табиати (дўстона ва дўстона бўлмаган қўшиб олиш)

Тадқиқот натижаларининг гувоҳлик беришича, иқтисодиётнинг глобаллашуви оқибатлари компаниялар томонидан капиталдан самарали фойдаланиш мақсадида уни босқичма-босқич йириклашишига олиб келмоқда. Шуни таъкидлаш жоизки, бугуги кунда компанияларнинг қўшилиши ва сингиши активларни бирлаштириш ва ишлаб чиқариш фаолиятини тўпланишининг ривожланиб бораётган жаҳон тенденцияси бўлиб ҳисобланади. Корпорацияларнинг сингиши бўйича биринчи фаол фаолият XIX асрнинг охири – XX асрнинг бошларида АҚШда бошланган ва XX асрнинг 80-йилларида у мазкур мамлакатда кенг тарқалди.[546] Бугунги кунда бу давлат корпорацияларнинг қўшилиши ва сингишисони билан етакчи ўрин эгаллайди.[547] Компанияларнинг сингиши учун қулай шароит яратадиган юқори ликвидли фонд бозори ва компанияларга эгаликнинг тарқалганлиги АҚШда ушбу жараёнлар фаоллигининг сабаби бўлиб ҳисобланади.[548]

Бу жараёнлар жаҳоннинг бошқа мамлакатларида, айниқса Европа мамлакатлари ва Ўзбекистонда ҳам ривожланаётган бўлса-да, уларда қимматли қоғозлар бозори алоҳида ликвидлилиги билан ажралиб турмайди. Европада йирик компаниялар сингишига мисол сифатида Энсо (Финляндия), Маннесманн (Mannesmann AG), Телеком Италия (Telecom Italia

[546] Қаранг: Cooke Terence E. Mergers and Acquisitions. – NY.: Basil Blackwell Ltd, 1988. – P.149.
[547] Қаранг: Edgard S. Miller. Weinberg and Blank on Takeovers and Mergers. – London: Sweet & Maxwell, 1999. – P.285.
[548] Қаранг: Hazen Thomas Lee. The Law of Securities Regulation // Hornbook Series. – 1985. – P.34.

SpA) компанияси кабиларни келтириш мумкин.[549]

Гарчи қўшилиш ва сингиш ягона мақсадга, яъни икки ёки ундан ортиқ компаниялар ресурсларининг бирлаштирилиши мақсадига эга бўлса-да, иккала жараённи амалга оширишнинг ҳуқуқий механизмлари бир-биридан тубдан фарқ қилади. Қўшилишда юридик шахслар деярли қайта ташкил этилади, яъни қонунда кўрсатилишича, «ўз фаолиятини тугатган икки ёки бир неча жамиятнинг барча ҳуқуқлари ва мажбуриятларини ўтказиш йўли билан янги жамиятни вужудга келтириш жамиятларнинг қўшиб юборилиши деб ҳисобланади»[550]. Қонуннинг 96-моддасига асосан қўшиб юборишда иштирок этаётган жамият қўшиб юбориш ҳақида шартнома тузади, унда қўшиб юбориш тартиби ва шартлари, шунингдек ҳар бир жамият акцияларини янги жамиятнинг акцияларига ва (ёки) бошқа қимматли қоғозларига айирбошлаш тартиби белгилаб қўйилади. Жамиятлар қўшилган тақдирда уларнинг ҳар бирига тегишли барча ҳуқуқлар ва мажбуриятлар ўтказиш далолатномасига мувофиқ янги вужудга келган жамиятга ўтади.

Сингиш механизми бироз осонроқ. Мазкур жараён сингдириб олувчи компания томонидан бошқа компания акцияларининг назорат пакетини олиш билан чегараланади.[551] Натижада акцияларининг назорат пакети сотиб олинган компания ўз фаолиятини шўъба корхона сингари давом эттиради, сингдирувчи компания эса ушбу компания устидан тўлиқ назоратни қўлга киритади. Шундай қилиб, сингишда акцияларининг назора тпакети сотиб олинган компаниянин гмулкдори ўзгарса-да, қўшиб олишга нисбатан унинг ҳуқуқий мақоми ўзгармасдан қолади. Бунда компаниянинг сингишини бир компаниянинг иккинчи компанияни ўз назорати остига олиши, мутлақ ёки қисман мулк ҳуқуқига эга бўлган ҳолда уни

[549] Қаранг: http://euro.m&a.eu.net

[550] Қаранг: Ўзбекистон Республикаси «Акциядорлик жамиятлари ва акциядорларнинг ҳуқуқларини ҳимоя қилиш тўғрисида»ги Қонунининг 96-моддаси, 1-қисми // "Норма" АҲТ.

[551] Қаранг: Радыгин А., Энтов Р., Шмелева Н. Проблемы слияний и поглощений в корпоративном секторе. Институт экономики переходного периода // Научные труды.– М., 2002. – №43. – С.59. www.iet.ru

бошқариши сифатда баҳолаш мумкин.[552]

Корпорациялар бирлашиши иккила усулининг ҳуқуқий механизмларидаги жиддий фарқларни инобатга олган, ҳолда мазкур бобда сингиш жараёнларида, яъни акцияларни сотиб олиш орқали назоратни қўлга киритиш вақтида акциядорларнинг ҳуқуқларини ҳимоя қилиш масалалари кўриб чиқилади.

Сингиш қўшимча харажат талаб этадиган[553] ва жуда мураккаб жараён бўлиб ҳисобланади. Одатда, комппаниянинг сезиларли даражадаги акцияларни сотиб олиши учун сотиб олувчи компаниялар катта харажатларни талаб этадиган бир қатор битимларни тузадилар. Кейинчалик сингдирилган компаниянинг фаолиятини қайта мувофиқлаштириш, шу жумладан бошқарув таркибини ўзгартириш билан боғлиқ харажатлар келиб чиқади. Лекин шуни ҳам назарда тутиш лозимки, бунда сўз кўп миллионли битимлар ҳақидла эмас, балки ўз акцияларини сотувчилар сифатида бошқа акциядорларнинг манфаатлари ҳақида бормоқда. Бу айниқса камчиликни ташкил этувчи акциядорлар манфаатларига жуда катта зарар етказади. Натижада назаримизда, сингишлар жамият ва давлат учун ҳам муҳим аҳамиятга эга бўлади. Масалан бир соҳада фаолият юритувчи икки компанияни бирлаштириш орқали монопол корхонани тузиш вақтида.

Шунинг учун турли мамлакатларда бозордаги эркин ва ҳалол рақобатни таъминлаш ва монопол равишда белгиланган юқори нархлардан истеъмолчиларни ҳимоя қилиш кабиларни таъминлаш мақсадида у ёки бу соҳада монополияга йўл қўймаслик бўйича амалий чоралар кўрилади.

Фикримизча, монополияга қарши кураш масаласида АҚШ суд органлари амалиётидан мисол келтириш мақсадга мувофиқ ҳисобланади. 1960 йилда Philadelphia National Bank ва Girard Trust Corn Exchange Bank Филадельфиядаги иккинчи ва учинчи йирик банклар ҳисобланган. Мазкур банкларнинг директорлар кенгаши Philadelphia National Bank томонидан Girardнинг

[552] Қаранг: ўша жойда. – Б.59.

[553] Қаранг: Michael C. Jensen and Richard S. Ruback. The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence // Journal of Financial Economics. – April, 1983. – P.5.

сингдирилишини тасдиқлашди. Лекин адлия департаменти мазкур бирлашув Шерманнинг Антитерест қонуни ва Клейтон қонунини бузилишини асос қилиб сингишни таъқиқлади. Лекин Шарқий Пенсильваниянинг Округ суди ишни банкнинг фойдасига ҳал қилди. Ижро органи суднинг бу қарори устидан апелляция шикояти берди.

АҚШ Олий суди олдига «рақобатни чеклаш ва монополияни тузишга йўналтирилган сингиш Клейтоннинг қонунини бузадими?» деган савол қўйилди. Олий суд банкларнинг жамият манффатида деб келтирган далилларини рад этди. Суд « санкцияларнинг ижтимоий ёки иқтисодий томондан ижобий ва салбий томонларини таққослаганда ижобий баҳоланиши мумкинлиги сабабли самараси рақобатни жиддий чеклашда кўринадиган сингиш Клейтон қонунидаги санкциялардан озод этилмайди» деб таъкидлади.[554]

1985 йилда Olin корпорацияси FMC корпорацияси билан сузиш бассейнлари учун химиявий моддалар ишлаб чиқариш бўйича битим тузди. 70-йилларнинг охирларидан бошлаб Olin корпорацияси сузиш бассейнларининг санитар ҳолатини яхшиловчи ҳимиявий моддалар ишлаб чиқаришда бир қатор қийинчиликларни бошидан кечирди. Olin корпорацияси сотиб олган FMC активлари тозалаш воситаларини ишлаб чиқариш бўйича заводни ўз ичига олар эди.

Ушбу битим антитрест билан боғлиқ қонунларни бузиши сабабли Федерал савдо комиссияси (ФСК) мазкур объект сотиб олинишига қарши чиқди. ФСК Olin корпорациясига FMCдан сотиб олган активлардан қутулиш тўғрисида кўрсатма берди. Маъмурий ҳуқуқ бўйича судья бу борада ФСКни қўллаб-қувватлади ва тозаловчи воситалар бозорида рақобатнинг сезиларли даражада сусайиши активларни сотиб олишнинг натижаси бўлиши мумкин деган хулосага келди. Olin корпорацияси ФСКнинг мулк ҳуқуқидан маҳрум қилиш тўғрисидаги кўрсатмаси бўйича аплляция шикояти киритди.

Тўққизинчи округ апелляция суди олдига «ФСК Olin корпорациясига сингиш натижалари асосида сотиб олинган

[554] United States vs. Philadelphia National Bank etal., Bank 374 U.S. 321, 83 S. Ct. 1715, 10 L. Ed. 2d 915 (1963). – http://www.ssrn.com

активлардан қутулиш ҳақида кўрсатма бериш ҳуқуқига эгами ва мазкур активларнинг сотиб олиниши рақобатнинг сезиларли даражада сусайишига олиб келиши мумкинми?» деган савол қўйилди. Апелляция суди ФСКнинг Olin компанияси томонидан активларнинг сотиб олиниши Клейтон қонунининг 7-моддасини ва Федерал савдо комиссияси тўғрисидаги қонуннинг 5-моддасини бузган ҳолда тегишли бозорларда рақобатнинг сезиларли даражада сусайишига олиб келиши билан боғлиқ қарорини тасдиқлади. Шунингдек, суд ФСКнинг активлардан қутулиш тўғрисида Olin компаниясига берган кўрсатмаси ФСК ваколатлари доирасида ҳуқуқларни ҳимоя қилиш воситаси бўлган деган хулосага келди.[555]

Буларнинг барчаси иқтисодий самарадорлик чегараларидан четга чиқмайдиган ва бошқа акциядорларнинг ҳисобидан амалга оширилмайдиган сингишларнинг ҳуқуқий муҳитини яратиш лозимлигидан дарак беради. Масалан, Россия корпоратив бошқарув амалиётида корпорацияларнинг сингиши жараёнларида акциядорларнинг мулк ҳуқуқлари турли йўллар билан, шу жумладан «мулкни россияча бўлиш»[556] деб ном олган акциядорлар мулк ҳуқуқининг бевосита бузилиши ёки корпоратив бошқарувнинг, акциядорлар инвестициявий ҳолатининг ёмонлашиши каби кўринишларда бузилган.

Назаримизда, биринчи навбатда «назоратни қўлга олиш» тушунчаси ва сингишлардан кутиладиган натижаларни аниқлаб олиш лозим. Фама ва Дженсенларнинг фикрича, корпорация устидан назоратни қўлга киритиш деганда корпорация бошқарувини ёллаш, ишдан бўшатиш, бошқарувга тўланадиган ҳақнинг аҳамиятини белгилаш[557] каби ҳуқуқлар мажмуасига эга бўлиш тушунилади.[558] Е.Л.Губиннинг фикрича эса корпоратив

[555] Olin Corporation vs. Federal Trade Commission, 986 F. 2d. 1295 (9th Cir. 1993). – http://www.ssrn.com

[556] Қаранг: Россия директорлар институти. ttp://www.rid.ru/db.php?db_id=731&l=ru

[557] Компания бошқарувчиларига иш ҳақи тўлаш назарда тутилмоқда.

[558] Қаранг: Fama Eugene F. and Michael C. Jensen. Agency Problems and Residual Claims // Journal of Law and Economics. – 1983. – Vol. 2. – №26. – P.327–349. http://papers.ssrn.com/paper=94032; Michael C. Jensen. Foundations of Organizational Strategy. – Cambridge: Harvard University Press, 1998; Fama Eugene F. and Michael C. Jensen. Separation of Ownership and Control // Journal of Law and Economics. – June,1983. – №26. – P.301–325. http://papers.ssrn.com/paper=94034

назорат акциядорлик муносабатлари субъектларининг стратегик аҳамиятга эга бўлган бошқарув қарорларини қабул қилишда таъсир этиш имкониятини билдиради.[559] Фам ва Дженсеннинг таърифи Ўзбекистондаги акциядорларнинг мақомига тўлиқ мос келмаса-да, бундай таърифлар акциядорлар мақомининг АҚШ қонунчилиги бўйича ўзига хос хусусиятларини ифодалаганлиги сабабли уни хато деб бўлмайди.[560] Акциядорлар ҳар қандай стратегик қарордан келиб чиққан ҳолда назорат ҳуқуқи билан таъминланмасдан, балки улар таъсирисиз корпорациянинг инвесторлари сифатида уларнинг мулкий ҳуқуқларига зарар етиши мумкин бўлган акциядорларгина эга бўлиши мумкинлигидан келиб чиққан ҳолда[561], фикримизча, Е.Л.Губин ҳам «акциядорлар назорати»нинг аҳамиятини унчалик тўғри таърифламайди. Лекин ҳар қандай ҳолда ҳам Ўзбекистон қонунчилигига асосан тўлиқ назоратнинг (мазкур ҳолатда айнан тўлиқ назратнинг) қўлга киритилиши жамиятнинг ярмидан кўп акциясини сотиб олган акциядор уни тугатишгача бўлган деярли ҳар қандай йўл билан жамиятнинг тақдирини ҳал қилиши мумкинлигини ва назоратни қўлга киритгандан кейин бу борада унга деярли ҳеч нарса халақит бермаслигини англатади.

Лекин Ўзбекистон қонучилиги бўйича назоратни олишнинг нисбатан кичик чегараси белгиланган. Шу билан бирга шуни таъкидлаш жоизки, кўпгина хорижий мамлакатлардан фарқли равишда Ўзбекистонда алоҳида корпоратив-ҳуқуқий нормалар ва антимономол фаолиятга қаратилган ҳужжатларни инобатга олмаганда, корпорацияларнинг сингиши жараёнларини тартибга солиш бўйича махсус қонун ҳужжати мавжуд эмас.

---

[559] Қаранг: Губина Е.Л. Управление и корпоративный контроль в акционерном обществе: Практическое пособие. – М.: Юристъ, 1999. – С.18.

[560] АҚШда акциядорларнинг корпорацияга нисбатан асосий ҳуқуқлари компания директорларини ёллаш ва ишдан бўшатиш билан боғлиқ қарорларни қабул қилишдан иборат эканлигини инобатга олган ҳолда. Бу ҳақда батафсил қаранг: Lucian Bebchuk. The Case for Empowering Shareholders // Berkeley Olin Program. Law & Economics. – Working Paper Series (University of California, Berkeley). – Paper №86. – 2003. http://repositories.cdlib.org/blewp/art86

[561] Қонунда (65-м.) акциядорлар умумий йиғилишининг мутлақ ваколатларига жамиятни қайта ташкил этиш, тугатиш, низом жамғармасини ўзгартириш каби ваколатлар киритилгани бежиз эмас.

ЎзР қонунида «жамият юридик шахс ҳуқуқига эга бўлган шўъба ва қарамхўжалик жамиятларига эга бўлиши мумкин»лиги белгиланган. Қонунда шунингдек, «агар жамиятга қарашли овоз берувчи акцияларнинг йигирма фоизидан зиёдроғи бошқа иштирокчи жамиятга қарашли бўлса бу жамият тобе хўжалик жамият деб тан олинади» деб кўрсатилган. (Қонуннинг 9-моддаси, 6-банди). Бундан ташқари, сингишлар жараёнида 20 %дан кўп акциялар сотиб олиниши тўғрисида ахборотни ошкор этиш лозимлиги белгиланган.

«Акциядорлик жамиятлари тўғрисида»ги Россия федерацишяси федерал қонунининг (РФ ФҚ) 80-моддасида[562] «ихтиёрий таклиф этиш» имконияти қоидалари мустаҳкамланган бўлиб, унга асосан «оддий акцияларга эга бўлган акциядорлар сони 1000 нафардан ортиқ бўлган жамият жойлаштирилган акцияларининг 30 ва ундан кўп фоиз миқдорини мустақил ёки ўзининг аффилланган шахси билан биргаликда сотиб олиш ниятида бўлган шахс мазкур акцияларни сотиб оладиган вақтдан камида 30 кун, кўпи билан 90 ичида бу ҳақда жамиятга ёзма шаклда маълум қилиши керак». ЎзР қонунчилигида бундай қоида мавжуд эмас.

РФ федерал қонунидан кўриниб турганидек, жамиятнинг 20 фоиздан ортиқ акцияларини сотиб олиш мазкур жамиятни бошқа жамиятга қарам қилиб қўйса, 30 фоиздан ортиқ акцияларни сотиб олиш сингишни билдиради. Гарчи қонуда мазкур қоида сингишларни тартибга солишга йўналтирилган дейилишига қарамасдан, дунё ҳуқуқий амалиётида мажбурий оферта тўғрисидаги қоида сингишлар жараёнида миноритар акциядорларнинг ҳуқуқларини ҳимоя қилишнинг ҳуқуқий воситаси бўлиб хизмат қилади.

Назаримизда, иккала қоидада ҳам муайян қарама-қаршиликлар мавжуд. Жамиятнинг 20 фоиздан ортиы акциялари сотиб олиниши натижасида унинг мақоми қарам бўлиб қолади ва мазкур акцияларни сотиб олган жамият маълум маънода қарам жамиятнинг тақдирини ҳал қилиш

[562] Қаранг: Россия федерациясининг «Акциядорлик жамиятлар тўғрисида»ги 26.12.1995 йилгифедерал қонуни. http://lin.ru ("Законодательные и нормативные акты" саҳифасида).

билан боғлиқ бир қатор ваколатлар беради. Худди шундай ҳолатни сингиш жараёнарида ҳам кўриш мумкин. Унда ҳам акцияларни сотиб олаётган шахс акциялари сотиб олинаётган жамиятнинг устидан назоратни ўрнатиш орқали унинг тақдирини ҳал қилишг ҳаракат қилади. Бундан келиб чиқадики, РФ ФҚ бўйича жамиятни қарам жамиятга айлантириш учун корпорацияларнинг сингиши жараёнларини тартибга солиадиган нормаларни қўлламасдан, унинг 20 фоиздан ортиқ акцияларини сотиб олшининг ўзи кифоя қилади.

Фикримизча, 20-30 фоиз акциялар сотиб олинган ҳолларда ҳам, қолган барча акциядорларнинг овозларини бирлаштириш орқали қарамликдан қутулиш мумкин. Шунинг учун назарим бундай ҳолда «қарамлик» тушунчаси шартли ва АЖнинг 50 фоиздан ортиқ акциялари сотиб олинган ҳолатга кўра нисбий ҳисобланади.

ЎзРда акцияларнитасарруф қилиш ҳуқуқи 35 фоиз билан чекланган[563]. Шунга қарамасдан ҳам Ўзбекистонда АЖ устидан назоратни қўлга киритишни ангатадиган АЖда овоз бериш ҳуқуқини бирлаштиришнинг ягона қонуний асоси назарда тутилмаган. Балки бундай чеклов баъзи хорижий мамлакатлар тажрибасидан келиб чиққан ҳолда ўрнатилгандир. Шу билан бирга Россияда бундай чеклов 20 фоизни ташкил этади[564], Германияда эса қимматли қоғозларни сотиб олиш учун оммавий таклиф ва компанияларнинг сингиш жараёнларини тартибга солувчи Ҳужжатда 30 фоиз акцияларнинг сотиб олиниши назоратнинг қўлга киритилишини англатади деб кўрсатилган.[565]

Демак, корпорацияларнинг сингиши муайян компаниянинг тегишли миқдордаги акцияларини сотиб олиш орқали амалга

---

[563] Қаранг: Адлия Вазирлигида 06.11.2001 йилда 1079-сон билан рўйхатга олинган «Хўжалик юритувчи субъектнинг 35 фоиздан ортиқ акцияларни сотиб олиш устидан назорат қилиш тартиби тўғрисида»ги Йўриқнома// "Норма" АҲТ.

[564] Қаранг: Рфнинг «Маҳсулот бозорларида рақобат ва монополистик фаолиятни чеклаш тўғрисида»ги 22.03.1991 йилги қонунининг 18-моддаси. http://lin.ru (на "Законодательные и нормативные акты" саҳифасида).

[565] Қаранг: Act on the Regulation of Public Offers for the Acquisition of Securities and Corporate Takeovers. The Federal Parliament. Germany. – 12 March 2001. (Unofficial translation by Ashurst Morris Crisp). http//ssrn.com

оширилади. Алоҳида ҳолларда бу жараён сингдириб олувчи компания турли йўллар билан акция эгаларини ўз акцияларини сотишга кўндирадиган тендер орқали ҳам амалга оширилади. Бундай сотиб олиш шунингдек акциялари сотиб олинаётган компаниянинг бошқарувини хабардор қилиш ёки унинг розилиги билан ҳам амалга оширилиши мумкин[566] (адабиётларда корпорацияларнинг бундай сингиши дўстона сингиш деб аталади). Бундай таклиф акциялари сотиб олинаётган компаниянинг акциядорларига тўғридан-тўғри мурожаат этиш ёки фонд бозорида акцияларнинг блокларини бирдагина ёхуд босқичма-босқич сотиб олиш йўли билан ҳам амалга оширилиши мумкин.[567] Бошқарувнинг розилигисиз амалга ошириладиган корпорацияларнинг бундай сингиши нодўстона сингишлар деб аталади.[568] А.Шивдасанининг фикрича, директорлар кенгаши томонидан дастлабки тендер таклифи рад этилган ҳолларда нодўстона сингишлар аҳамиятли бўлади. Сингишга қарши чора сифатида бошқарувнинг фаол қаршилик кўрсатиши ҳам тендер таклиф қилувчиларнинг душманлик кайфиятида эканлигидан далолат беради.[569] А.Ауербах ҳам душманлик руҳидаги сингишларни «дастлабки таклигача келишилмаган ва акциялари сотиб олинаётган компания бошқаруви томонидан қабул қилинмаган ҳужжат» сифатида баҳолайди.[570] Жаҳон тажрибасида бундай сингишлар кўп ҳолларда самарасиз бошқарилаётган компаниялар сингдирилиши туфайли «корпоратив назорат бозори» деб аталади.

---

[566] Бундай ҳолда одатда иккала компаниянинг бошқаруви ҳам ягона мақсад – компаниянинг самарадорлигиин ошириш, улар учун ягона тадбиркорик муҳитини ташкил этишни кўзлайди.

[567] Одатда бундай босқичма-босқич сотиб олиш ахборотни ошкор этиш тўғрисидаги қонунчилик билан таъқиқланади ва бундай сотиб олувчи ўзининг нияти ҳақидаги ахборотниошкор этишга мажбур бўлади, бу эса бундай сингишни нисбатан серхаражатли бўлишига олиб келади. Қаранг: Burkart M. Economics of Takeover Regulation // Stockholm Institute of Transition Economics (SITE). Staff Papers. – December, 1999. – №6. – P.17.

[568] Сингишларнинг иккала турида ҳам акциядорларнинг ҳуқуқларига нисбатан ҳуқуқий оқибатлар кейинги параграфларда кўриб чиқилади.

[569] Қаранг: Shivdasani A. Board Composition, Ownership Structure, and Hostile Takeovers // Journal of Accounting and Economics. – 1993. – №16. – P.93.

[570] Қаранг: Auerbach Alan J. Mergers and Acquisitions. – NY, 1988. – P.137.

Корпорацияларнинг сингишини дўстона ва нодўстона сингишлар каби турларга бўлиш шартли бўлиб ҳисобланади. Баъзи муаллифлар ҳам худди шу фикрда. Масалан, Дж. Кристенсен « сотиб олувчива акциялари сотиб олинаётган компаниянинг бошқаруви ўртасидаги ҳамкорликни назарда тутмаган ҳолда корпоратив қўлга киритишнинг бундай тури бу ҳолда ҳеч қандай душманлик элементларимни ўзида акс эттирмаслиги туфайли «душманлик» атамаси янглишишнинг натижаси бўлиб ҳисобланади”.[571] Шунинг учун Кристенсен «шартномавий сингиш» ва «шартномавий бўлмаган сингиш» деган атамаларни қўллашни таклиф этади.[572] Гарчи бу фикр мантиқий асосга эга бўлса-да, фикримизча, амалий нуқтаи назардан бу Ауербах ва Шивдасани айтган нарсани билдиради. Одатда компаниянинг кундалик манфаатларини ёки Қонунда кўрсатилганидек, АЖнинг жорий хўжалик фаолиятини бошқарув ифода этганлиги сабабли сингишларга нисбатан муносабатда бутун АЖнинг кайфияти ифода этилади ва шундай йўл билан мазкур ҳужжат АЖ учун нодўстона бўлади. Бошқа томондан, сингишларнинг дўстона ва нодўстона турларга бўлиниши уларнинг турли хилдаги иқтисодий ва ҳуқуқий оқибатларга эга бўлиши нуқтаи назаридан энг мақбул деб ҳисобланади.

Таъкидлаш жоизки, хорижий мамлакатлар, айниқса АҚШ ва Буюк Британия амалиётида нодўстона сингишлар кўп ҳолларда иқтисодий муҳитнинг «санитарлари» сифатида чиқишади ва сингишдан кейин кўп ҳолларда иккала компаниянинг ҳам иқтисодий самарадорлиги ошади.[573] Яна бир бор таъкидлаймиз, корпорациялар сингишининг мазкур тури фақатгина компаниянинг жорий бошқарувчилари уни хоҳламаслиги учун нодўстона сингишлар деб аталмаган. Бунда нодўстона сингишларнинг акциядорлар манфаатлари учун зараралилиги уларнинг манфаатлари ҳуқуқ томонидан қанчалик

[571] Қаранг: Christensen Jan-Schans. Contested Takeovers in Danish Law. – Boston,1991. – P.21.

[572] Idem.

[573] Масалан «корпоратив бошқарув бозори» тушунчаси келиб чиққан агентлик назариясида ҳам шундай фикр илгари сурилган эди. Батафсилроқ Қаранг: Jensen M.C., Meckling W.H. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure // Journal of Financial Economics. – 1976. –№3. – P.305–360.

ҳимоя қилинишига боғлиқ бўлади.

Корпорацияларнинг сингиши жараёнида акциядорларнинг манфаатларини ҳимоя қилишнинг аҳамиятига хорижий мамлакатлар, хусусан АҚШ судлари томонидан бир неча маротаба урғу берилган.

1986 йил феврал ойида Edelman Group компанияси очиқ бозорда Fruehauf корпорациясининг акцияларини сотиб ола ббошлади.. Edelman компанияси дўстона сингишни таклиф этди, лекин бу таклиф Fruehauf корпорациясининг директорлар кенгаши томонидан рад этилди. Кейинчалик раҳбарият аъзолари Merrill Lynch корпорацияси билан акцияларнинг назорат пакетини кредит ҳисобидан икки босқичда сотиб олиш ҳақида келишди. Fruehauf компанияси махсус қўмитасининг ташқи бошқарувчилари бошқарув томонидан назорат пакети сотиб олинишини тасдиқлади. Лекин Edelman компанияси сотиб олишни якунлашни чеклайдиган дастлабки суд таъқиқини олишга эришди.

Суд олдига «ташқи бошқарувчилар ижтимоий ишончга асосланган ўзларининг компания олдидаги бурчини бузишдими?» деган савол қўйилди. АқШнинг олтинчи округ апелляция суди Fruehauf компаниясининг директорлар кенгаши сотиб олувчини молиялаштириш учун корпоратив жамғармалардан фойдаланган ҳолда акциядорларнинг розилигини олмасдан ҳаракат қилган ва шу билан акциядорлар олдидаги ўзининг бурчини бузган деган хулосага келди. Бундан ташқари, сингиш объекти янги мулкдорлар томонидан сотиб олиниши туфайли акциядорларнинг қонуний ҳуқуқ ва манфаатларига риоя этиш директорларнинг асосий бурчи бўлиб ҳисобланади.[574]

Корпорацияларнинг сингиши жараёнларини жаҳондаги замонавий ҳуқуқий тартибга солиниши тенденциялар далолат беришича, сингишлар ўз олдига акциқядорларнинг манфаатларини ҳимоя қилиш ва пировард натижада акциядорларнинг фаровонлиги ошишига олиб келувчи соғлом қимматли қоғозлар бозорини сақлаб қолиш мақсадларини

[574] Edelman vs. Fruehauf Corp., 798 F. 2d 882 (6th Cir. 1986). – http://www.ssrn.com

қўяди. Масалан, Буюк Британияда «Сингишлар бўйича шаҳар кодекси»да «Сингишларнинг мақсади – сингишлар жараёнида барча акциядорларга ҳаққоний ва тенг муносабатни таъминлашдан иборат» эканлиги кшрсатилган.[575] Европа комиссиясининг таъкидлашича, «бутун Европа Иттифоқи бўйича тендер таклифларини ўтказиш учун энг кам қоидаларни таъминлаш ва назорат қилиш ўзгарган ҳолларда фкциялари фонд бозорига қўйилган компанияларнинг камчиликни ташкил этувчи акциядорлари манфаатларини тенг ҳимоя қилиш»[576] «Сингишлар бўйича тендер таклифлари тўғрисида»ги Директива (Directive on Takeover Bids) учун лойиҳаларнинг мақсади бўлиб ҳисобланади. АҚШнинг Тендер таклифлари бўйича Маслаҳат қўмитаси (Advisory Committee on Tender Offers), Қимматли қоғозлар олди-сотдиси бўйича Комиссия (Securities Exchange Commission) ўзининг 1983 йилги ҳисоботида «сингишларни тартибга солиш соитб олаётган ёки сотиб олинаётган компанияга устунлик бермаслиги, лекин улар ўртасида оқилона мувозанатга ва акциядорларнинг манфаатларини ҳимоя қилиш, қимматли қоғозлар бозорининг яхлитлиги ва самарадорлигига эришиш мақсадига эга бўлиши керак.» деб такъидлаган.[577]

Фикримизча, биринчи навбатда сингишларнинг акциядорлар фаровонлиги учун қанчалик фойдали ёки зарарлилиги борасидаги турли назарий қарашларни кўриб чиқиш лозим. Баъзи қарашлар сингишларни қимматли қоғозлар бозори учун самарали деб эътироф этишса, баъзилари уларни қимматли қоғозлар бозори учун зарарли деб ҳисоблайди. Бу ерда қимматли қоғозлар бозори (ёки фонд бозори) деганда биз акциялар бозорини назарда тутмоқдамиз. Акциялар бозорида ишларнинг яхшиланиши пировард натижада акциядорларнинг фаровонлиги ошиши ва уларнинг қонуний ҳуқуқ ва манфаатлари ҳимоя қилинишига олиб келади.

Шулардан баъзи бир назарияларни кўриб чиқамз.

---

[575] Қаранг: Burkart M. Op. cit. – P.17.

[576] Қаранг: EU Commission. Proposed Takeovers Directive: Question and Answers. – 03.07.2001. http://euc.com

[577] Қаранг: Burkart M. Op. cit. – P.18; US Securities Exchange Commission Advisory Committee on Tender Offers. Report of Recommendations. – 1983. – P.XVI ff.

Сингишларнинг самарали бозори назарияси. Бу Чикаго Мактаби амал қиладиган анъанавий йўл бўлиб[578], унга кўра нарх механизми орқали бозор ресурсларни ҳар доим самарали тақсимлаши мумкин.[579] Мазкур назария сингишлар акциядорларга ўзларининг инвестицияларидан максимал даражадаги самарадорликка эга бўлиш имкониятига эга бўлган ҳолда самарали натижаларга олиб келади деб ҳисоблайди.[580] Бунга агентлик харажатларини камайтириш[581] ва ҳамкорликдаги фаолият самараси йўли билан эришилади. Айнан компанияларни ёмон бошқариш уларни сингишларга олиб келади деб ҳисобловчи Hasbrouck[582] and Morck, Shleifer and Vishnулар[583] мазкур назариянинг тарафдорлари ҳисобланади.

Агентлик харажатларини камайтириш. Кўпгина листинг компанияларида эгалик тарқалганлиги туфайли компания мулкдорлари (акциядорлар) ва уни бошқарувчилар ўртасида бўлиниш вужудга келади.[584] Бошқарув одатда АЖнинг устав капиталини ташкил этувчи мол-мулкни бошқариш бўйича қарор қабул қилади, акциядорлар эса уларнинг мулкларидан бундай фойдаланиш натижасида тадбиркорлик таваккалчилигига эга бўладилар.[585] Бунда акциядор компаниянинг самарали ишлашидан манфаатдор бўлади. Ўз навбатида бошқарув ҳам иш ҳақи миқдори, меҳнат шароитларини ошириш каби ўзининг

---

[578] Idem.

[579] Гарчи ўз моҳиятига кўра мазкур назария (концепция) иқтисодий бўлса-да, у англо-американ ҳуқуқида корпоратив сингишларни тартибга солиш бўйича қонунчликни шакллантиришда муҳим ўрин эгаллаган.

[580] Қаранг: Mertens H.J. Förderung von Schutz vor Zwang zu Übernahmeangeboten? // AG. – 1990. –№6. – P.252–259.

[581] Агентлик харажатлари деганда акциядорларнинг самарали бошқарувни таъминлаш учун қилган харажатлари тушунилади.

[582] Қаранг: Hasbrouck Joel. The Characteristics of Takeover Targets // Journal of Banking and Finance. – 1985. – №9. – P.351–362.

[583] Қаранг: Morck Randall, Andrei Shleifer and Robert W. Vishny. Management Ownership and Market Valuation // Journal of Financial Economics. – 1988. – №20. – P.293–315.

[584] Қаранг: Jensen Michael J. and W.H. Meckling. Theory of the Firm and Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure // Journal of Financial Economics. – 1976. – №3. – P.305–360.

[585] Худди шундай қоида РФ федерал қонунининг 2-моддаси,2-қисмида назарда тутилган. Унда акциядорлар жамиятнинг зарари учун ўзларининг улушлари доирасида жавоб беришлари назарда тутилади.

шахсий манфаатларига эга бўлади.[586] Мазкур назарияга асосан бошқарувчилар акциядорларнинг манфаатларида ишлашларини таъминлаш учун корпоратив назорат бозори ташкил этилади.[587] Агар компаия бошқарув томонидан самарасиз бошқариш натижасида самарасиз фаолият юритса, мазкур компания акцияларининг бозор нархи тушиб кетади[588] ва буга жавобан акциядорлар ўз акцияларини сотиш орқали бунай компаниядан чиқиб кетадилар.[589] Бундай ҳолда таклиф киритувчи потенциал компания мазкур АЖни самарали бошқаришга ишонган ҳолда сингдириш йўли билан унинг устидан назоратни қўлга киритади ва самарасиз ишлаётган бошқарувчиларни ишдан четлатади.[590] Шундай қилиб, мазкур ҳолатда сингиш икки жиҳатдан самарадорликка олиб келади:

1) Ex post: Сингдириш акциядорлар манфаатларида ҳаракат қилмайдиган самарасиз бошқарувчиларни алмаштириш усусли бўлиб ҳисобланади.

2) Ex ante: унча катта бўлмаган сингдириш ҳам бошқарувчиларни акциядорлар манфаатларида ҳаракат қилишга ундайди.[591]

Шу нуқтаи назардан компания устидан назорат фикримизча, корпоратив назорат бозори сингари махсус, фаол бозорда қадрият сифатида кўринади. Мазкур «қадрият» жисмоний жиҳатдан ҳеч қандай моддий неъматларни ўзида акс эттирмайдиган акциялар табиатига ўхшайди. Акцияларнинг бундай қиймати уларда акциядорлар одатда эга бўладиган мулкий ҳуқуқларнинг мустаҳкамланганлигида кўринади. Бу

[586] Қаранг: Jensen Michael J. Takeovers: their Causes and Consequences // Journal of Economic Perspectives. – 1988. – №2. – P.21–48.

[587] Қаранг: Hart Oliver and John Moore. Incomplete Contracts and Renegotiation // Econometrica. – 1988. – №56. – P.755–785.

[588] Қаранг: Easterbrook Frank and Daniel Fischel. The Proper Role of a Targets Board in Responding to a Tender Offer // Harvard Law Review. – 1981. – №94. – P.1161.

[589] Қаранг: Franks Julian and Colin Mayer. Hostile Takeovers and the Correction of Managerial Failure // Journal of Financial Economics. – 1996. – №40. – P.163–181.

[590] Қаранг: Robert Charles Clark. Corporate Law. – Aspen: Aspen Law & Business Publishers, Inc, 1986. – P.533.

[591] Қаранг: Denis David J. and Jan M. Serrano. Active Investors and Management Turnover Following Unsuccessful Control Contests // Journal of Financial Economics. – 1996. – №40. – P.239–266.

ердан акциялар нархи ва бошқарувчилар фаолиятининг унумдорлиги ўрасидаги алоқани кўриш мумкин: корпоратив назорат бозори мавжуд бўлган ҳолатда акциялар нархининг пастлиги бошқарувчилардан акциядорларнинг фаровонлигини ошириш учун катта меҳнат қилишни талаб этади. Шундай қилиб, корпоратив назорат бозори акциядорларни ҳам ҳимоя билан ҳам ҳокимият билан таъминлайди.[592] Бунда сингишлар АЖ томонидан ўзининг тадбиркорлик стратегияларини доимий равишда қайта кўриб чиқишни таъминлайди.[593] Самарали назорат йўқлиги сабабли бошқарувчиларнинг акциядорлар ҳисобидан ўзларининг шахсий манфаатларини кўзлаб ҳаракат қилишлари ва компанияларнинг эркин ҳаракат қилувчи пул оқимларини тўплашлари бундай механизм мавжуд бўлмаган ҳолатдаги муаммо бўлар эди.[594] Пулнинг эркин ҳаракат қилиши компания учун фойдали лойиҳаларни молиялаштиришга қараганда зарарли бўлган нақд пулни билдиради.[595] Бундай ҳолларда бошқарувчилар бўш пул маблағларидан акциядорларга дивиденд тўлаш ўрнига уларни истиқболсиз лойиҳаларга сарфлайдилар. Бунда сингишларнинг интизомни ўрнатувчи табиати ҳаддан ортиқ имкониятларни инобатга олмаган ва иқтисодсиз инвестицияларни камайтирган ҳолда қайта инвестициялаш муаммосини ҳал этади.[596] Корпоратив назорат бозорининг мавжудлигини инобатга олиб, бошқарув ўзининг иш ўрни билан таваккалчилик қилади.[597] Баъзи олимлар қайта инвестициялашнинг бундай муаммосини

[592] Қаранг: Manne H. Mergers and the Market for Corporate Control // Journal of Political Economy. – 1965. – №73. – P.110–120.
[593] Қаранг: Jarrell Gregg A., James A. Brickley and Jeffry M. Netter. The Market for Corporate Control: the Empirical Evidence since 1980 // Journal of Economic Perspectives. – 1988. – №2. – P.49–68.
[594] Қаранг: Jensen M. Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers // American Economic Review. – 1976. – P.659–665.
[595] Қаранг: Easterbrook Frank and Daniel Fischel. Op. cit. – P.1161.
[596] Қаранг: Jensen Michael J. and Richard S. Ruback. The Market for Corporate Control: the Scientific Evidence // Journal of Financial Economics. – 1983. – №11. – P.5–50.
[597] Қаранг: Höpner M. and Jackson G. An Emerging Market for Corporate Control? The Mannesmann Takeover and German Corporate Governance // MIPIFG Discussion Paper. – 2001. – №01/4. – P.9.

сингишлар мавжуд бўлишининг сабаби сифатида қарашади.[598]

Лекин шуни таъкидлаш жоизки, сингишлар акциядорлар ва бошқарувчилар ўртасида манфаатлар тўқнашувига олиб келиши сабабли танқидга ҳам учраган. Танқидчилар сингишлар бошқарувчиларни унча узоқ бўлмаган тадбиркорлик сиёсати олиб боришга рағбатлантиришини таъкидлашган:[599] узоқ муддатли истиқболлар энди уларни қизиқтирмайди, чунки акс ҳолда улар қисқа муддат ичида юқори унумдорликка эриша олмайдилар ва сингишлар натижасида ишдан бўшалишлари билан боғлиқ таваккалчиликка эга бўладилар.[600]

Акциядорларнинг фаоллиги сингари бошқарув ҳулқ-атворини назорат қилиш механизмларининг арзон муқобилларига қарангада тендер таклифларининг ҳаддан ташқари серхаражатлилиги сингишларнинг интизомлилик самарасини исботловчи яна бир далил бўлиб ҳисобланади.[601] Бу борада муаллифлардан бири қуйидаги фикрни билдирган: «корпорацияларнинг сингиши билан боғлиқ уруш, унда кўпгина кишилар харажат қилишига тўғри келиши сабабли сарой ичидаги инқиобларга нисбатан анча қимматга тушади».[602] «Корпоратив назорат бозори» концепциясининг отаси ҳисобланган Генри Манне ўзининг тадқиқотларида мазкур маслани қисман кўриб чиқиб, қуйидаги фикрни билдирган: «янги имкониятлар ҳақида ахборот олиш, яъни корпорациянинг ёмон бошқарилаётганлиги тўғрисидаги ахборот тўғри ёки нотўғрилигини билиш корпоратив назоратнинг катта муаммоси ҳисобланади».[603] Корпоратив бошқарув амалиёти далолат беришича, бошқарувчиларни назорат қилишнинг турли механизмлари самараси ва уларда қилинадиган харажатлар

[598] Қаранг: Knoll H.C. Die Übernahme von Kapitalgesellschaften / Textbook. – Baden-Baden, 1992. – P.21.

[599] Қаранг: Kaplan Steven N. The Effects of Management Buy-outs on Operating Performance and Value // Journal of Financial Economics. – 1989. – №24. – P.217–254.

[600] Қаранг: Mertens H.J. Op. cit. – P.27.

[601] Қаранг: Kummer D. and Hoffmeister R. Valuation Consequences of Cash Tender Offers // Journal of Finance. – 1978. – №33. – P.505–516.

[602] «Сарой ичи» ибораси орқали акциядорларнинг самарасиз бошқарувчиларга қарши фаол ҳаракати тушунилади. Қаранг: Krause H. Op. cit. – P.22.

[603] Қаранг: Manne H.J. Op. cit. – P.29.

бошқарувчилар кенгашидаги аутсайдерлар сони,[604] давлатнинг тартибга солувчи институтлари босими, эгаликнинг тўпланганлиги даражаси ва бошқарувчилар манфаатларининг акциядорлар манфаатлари билан мос келиши каби турли омилларга боғлиқ бўлади.[605]

Бундай ҳолларда директорлар билан акциядорлар манфаатларининг тўқнашиши ҳақида турли мамлакатлар, хусусан АҚШ суд амалиёти материаллари ҳам гувоҳлик беради.

1991 йилда Trans-Union Corporation корпорациясининг акциядорлари директорлар кенгашига қарши даъво аризаси беришди. Аризада улар директорлар кенгаши акциядорларга донаси 55 доллардан бўлган акцияларни сотиш тўғрисидаги битимни тақдиқлашни тавсиф этиш орқали ўзининг мажбуриятларига совуққонлик билан қараганлигини кўрсатишган. Гарчи акцияларнинг нархи жорий бозор нархидан анча юқори бўлган бўлса-да, акциядорлар бу нарх етарли эмаслигини таъкидлашди. Делавэр штати суди директорлар кенгаши фойдасига қарор қабул қилиб, акциядорларнинг даъвосини қаноатлантиришни рад этди. Акциядорларнинг апелляция шикоятини кўриб чиққан Делавэр штати Олий суди кенгаш қарори қабул қилинган жараённи батафсил ўрганишини маълум қилди.

Одатда суд корпорациянинг директорлар кенгаши қарорларига аралашмасликка ҳаракат қилади. Лекин мазкур ҳолат бу тамойилни бузди ва суд бошқарув томонидан қабул қилинган қарорларни ҳуқуқий жиҳатдан батафсил ўрганишга киришди. Суд корпорация диреткорлари қарор қабул қилаётган ватқда тўғри ахборотга таянишлари, виждонан, акциядорларнинг манфаатлари йўлида ҳаракат қилишлари лозимлигини таъкидлади. Суд директорлар кенгашининг қарори асосли бўлганлигини аниқлаш директорлар мазкур ахборотни қабул қилаётган вақтда жиддий ахборотга қанчалик

[604] мазкур ҳолатда аутсайдерлар деганда акциядорларнинг манфаатларига содиқ бўлган бошқарувчилар тушунилади. Сингиш акциядорлар учун зарарли бўлган ҳолларда компания бошқарувчилари акциядорларнинг энг яхши ҳимоячилари бўлиши мумкин.

[605] Амалиётда тарафларнинг манффатларига тўлиқ мос келадиган ҳолда сингиш жараёнларини амалга ошириш деярли мумкин эмас.

таянганликларига боғлиқ бўлади деган қарорга келди. Шунингдек суд виждонлилик презумпциясига асосан ахборот билан таъминланмаган ва ўйланмай қабул қилинган қарор учун директорлар ҳимояга эга бўлмасликларини таъкидлади. Шуларга асосан суд ўзларининг қонуний ҳуқуқ ва манфаатларини директорлар кенгашининг ғайриқонуний ҳаракатларидан ҳимоя қилиб берган даъво аризаларини қаноатлантирди.[606].

Шу билан бирга хорижий мамлакатлар суд амалиётида компания директорлари компания ва акциядорларнинг манфаатларига зарар еткамаган тарзда ҳаракат қилишлари билан боғлиқ бир қанча ҳолатларни учратиш мумкин. 1985 йил июнда Pantry Pride компанияси дўстона сингишларни таклиф этган ҳолда Revlon компанияси билан музокаралар олиб боришга ҳаракат қилди. Revlon компанияси таклифни рад этди. 1985 йил августда Revlon компанияси директорлар кенгаши акциядорларга бу таклифни рад этишни тавсия этишди. Шундан кейин Revlon баъзи ҳимоя чораларини кўрди. Pantry Pride компанияси қайта таклиф киритди. Revlon компанияси Forstmann Little компанияси билан акцияларни сотиб олишни чекловчи қоидаларни ўзида акс эттирган битим тузиш ҳақида музокаралар олиб борди. Revlon шунингдек Forstmann компаниясини Pantry Pride компаниясида мавжуд бўлаган қўшимча молиявий ахборот билан таъминлади.

Суд олдига қуйидаги қуйидаги саволлар қўйилди: 1) Делавэр қонунчилиги акциялар сотишни чеклашга рухсат берадими? 2) Revlon директорлар кенгаши асосли ҳаракат қилганми?

Делавэр Олий суди қуйидаги қарорга келди:

– чекловчи битимлар тузилиши директорлар манфаатлари ёки фидуциар мажбуриятларнинг бошқача усулда бузилиши билан боғлиқ бўлмаган ҳолларда Делавэр қонунчилигида бундай битимларни тузишга рухсат этилади;

– мазкур ҳолатда директорлар томонидан қабул қилинган ҳаракатлар ушбу стандартга жавоб бермайди, яъни улар ҳеч

[606] Smith vs. Van Gorkom, Del. Supr, 488 A 2d 858 (1985). – http://www.ssrn.com

қандай қоидани бузишмаган;

– сингиш таҳдиди мавжуд бўлган ҳолларда турли корпоратив ҳомийлардан манфаатдорлик ўринли бўлиб ҳисобланади;

– кўп сонли ҳомийларга бўлган тегишли манфаатдорлик акциядорлар учун даромадларни ошириш талаби билан чекланади;

– компанияни сотиш муқаррар бўлган ҳолларда директорларнинг корпорациянинг мавжудлигини сақлаб қолиш мажбурияти унинг нархини максимал даражага етказишга ўзгаради. (Бу хулосалар " Ревлон доктринаси" дея атала бошланди)[607].

Бошқа мисол, 1990 йил июнда компаниясининг миноритар акциядори Healthco компанияси акцияларининг нархи пасайганлигини маълум қилгандан кейин амалдаги директорлар кенгашини алмаштириш мақсадида ишончномалар олиш устида кураш бошланди. Мазкур низо назорат пакетларини сотиб олиш бўйича йирик компания ҳисобланган Hicks Muse ҳакам сифатида аралашгандан ва миноритар акциядорларга амалдаги директорлар кенгашини ўзгартиришга ёрдам бергандан кейин ҳал бўлди. 1991 йил мартда Healthco компаниясининг янги директорлар кенгаши компанияни назоратостидаги фирма ҳисобланган Hicks Muse фирмасига сотишга розилик билдирди. Янги компания ишлаб чиқариш билан боғлиқ муаммоларга дуч келди. 1993 йил июнда Healthco компанияси АҚШнинг банкротлик тўғрисидаги Кодексининг 11-моддасига мувофиқ ўзининг банкротлигини эълон қилди. Ўша йилнинг сентябрида иш кодекснинг 7-моддасига асосан қайта кўриб чиқилди ва компания тугатилди.

1995 йил июнда эса банкротлик иши бўйича кредиторларнинг ишончли вакили АҚШ банкротлик бўйича судида, лоқайдликда айбланаётган компаниянинг деярли барча иштирокчилари – компания директорларини инобатга олган ҳолда 65 нафар жавобгардларга нисбатан суд жараёни бошлади. Даъвогарлар Healthco компанияси акциядорлик

[607] Revlon, Inc. vs. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc., Del. Supr., 506 A. 2d 173 (1986). – http://www.ssrn.com

капиталида директорлар кенгашининг улуши мавжудлиги, улар томонидан компанияни сотишда ёрдам берганлигини, яъни улар бу битимдан манфаатдор бўлганликларини таъкидлашди. Директорлар ҳуқуқий прецедент ва ишдаги ҳужжатларга асосланган ҳолда ўзларининг мажбуриятларини бажарганликларини исботлашди ва банкротлик бўйича суддан соддалаштирилган тартибда чиқарилган қарорни бекор қилишни сўрашди. Лекин суд уларнинг талабини рад этди ва қонунга асосан улар «манфаатдор» шахс бўлганлиги ҳақида қарор чиқарди.

Икки йилдан сўнг Вустер федерал судида (Массачусетс штати) шу иш бўйича яна бир суд жараёни бўлиб ўтди. Лекин бу гал суд банкротлик бўйича суд томонидан чиқарилган қарорни қабул қилишни рад этди ва ишнинг маслаҳатчилар судида (суды присяжных) кўрилиши тўғрисида қарор чиқарилди. Директорлар ўз ҳимоялари учун олдин келтирган асосларини такрорладилар. Улар эксперт сифатида директорлар кенгаши аъзоси, Гарвард мактабининг хизмат кўрсатган профессори доктор Р.Стобаухни таклиф этишди. Доктор Стобаух Healthco компанияси директорлари ўзларининг мажбуриятларига нисбатан умум эътироф этилган амалиётга асосан ҳаракат қилганликлари ҳақида гувоҳлик берди. Етти ҳафта давом этган суд жараёнидан сўнг маслаҳатчилар (жюри) барча айбловлар бўйича барча жавобгарлар фойдасига, яъни ўз мажбуриятларини бажариш мақсадида ҳаракат қилган директорлар ҳаракатларининг қонунийлигини тасдиқлади.[608]

Ҳамкорликдаги фаолият самаралари. Тендер таклифлари самарали натижаларга олиб келишини таъкидловчи иккинчи гуруҳ далиллари акциялари сотиб олинаётган компания устидан назорат иккала компаниянинг ҳамкорликдаги фаолиятидан фойда олиш имконияти мавжудлиги нуқтаи назаридан қўлга киритилади[609] ва натижада иккала компаниянинг ҳам қиммати ошади. Гарчи кўпгина амалий

[608] In re Healthco International, Inc., Securities Litigation 208 B.R. 288, 300 (Bankr. D. Mass, 1997). – http://www.ssrn.com

[609] Қаранг: Lipton M. and Lorsch J.W. A Modest Proposal for Improved Corporate Governance // The Business Lawyer. – 1992. – №48. – P.59–77.

тадқиқотлар ҳамкорликдаги фаолиятдан келадиган самаранинг ҳақиқийлиги борасида қарама-қарши ахборот берса-да[610], бундай самаралар кўп ҳолларда таклиқф этувчининг акцияларни бозор нархидан анча юқори нархда сотиб олишга тайёрлигининг сабаби бўлиб хизмат қилади.[611] Бунда сингдириладиган компаниянинг акциядорларига тўланадиган ҳақ миқдори таклиф этувчи сингдирилаётган компанияни қанчалик баҳолаганлигининг мезони бўлиб ҳисобланади.[612].

Сингиш натижаларининг самарсизлиги борасидаги асослар. Сингишларнингтендер таклифларига қарши бир қатор асослар келтирилган. Қуйида биз мазкур асослардан сингдирилаётган компанияга ва пировардида акциядорларга зарар етказилишини кўрсатадиган асосларни кўри чиқамиз.

Эксплуатация. Сингиш жараёнида акцияларнинг нархи бозор нархига нисбатан анча юқори бўлган шароитда ўз акцияларини сотган сингдирилаётган компания акциядорларининг сезиларли даражадаги даромадлари тендер таклифларининг натижаси бўлиб ҳисобланади. Адабиётларда акциялардан келадиган «номеъёрий қайтиш» (abnormal returns of shares) деб аталади.[613] Бунда акцияларни сотиб олувчи компания ўз инвестицияларидан у акцияларга тўлаган суммадан кўра кўпроқ даромад олишни кутади. Сингдириб олувчи компания ўзининг мазкур мақсадига камчиликни ташкил этувчи акциядорлар, ходимлар, шу жумладан бошқарувчилар, кредиторлар ва маҳсулот етказиб берувчилар каби компания фаолияти иштирокчилари ҳуқуқларини бузиш орқали эришади.[614] Бунда сингдирувчи компания компаниянинг фаолияти иштирокчилари билан тузилиб, амал қилиб турган

[610] Қаранг: Bebchuk Lucian A. and Oliver Hart. Takeover Bids vs. Proxy Fights in Contests for Corporate Control // NBER Working Paper. – 2002. – №8633. – P.48.
[611] Қаранг: McConnell J. and Servaes H. Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value // Journal of Financial Economics. – 1990. – №27. – P.595–612.
[612] Қаранг: Mitchell Mark L. and J. Harold Mulherin. The Impact of Industry Shocks on Takeover and Restructuring Ability // Journal of Financial Economics. – 1996. – №41. – P.193–229.
[613] Қаранг: Radner Roy. Hierarchy: The Economics of Managing // Journal of Economic Literature. – 1992. –№30. – P.1382–1415.
[614] Қаранг: Schneider-Lennee Ellen R. Corporate Control in Germany // Oxford Review of Economic Policy. – 1992. – №8. – P.11–23.

шартномаларни бузади.

Компаниянинг янги эгаси камчиликни ташкил этувчи акциядорлар ҳисобидан даромад олиш мақсадида ўз ҳокимиятидан фойдаланишнинг кўпгина имкониятларига эга бўлади. Масалан, унда компаниянинг шартномаларини бошқариш имконияти бўлади ва мазкур имкониятдан фойдаланган ҳолда у сунъий равишда паст нархларни ўрнатган ҳолда ўзининг компанияси фойдаси шартномалар тузиши мумкин.[615] Сингдирувчи шунингдек ахборот сиёсати, дивидендларни акциядорлар ўртасида тақсимлаш масалаларини ҳам белгилаши мумкин.[616] Мазкур ҳаракатлар орқали сингдирувчи миноритар акциядорларга улар акцияларини сотмагунга қадар таъсир компания иштирокчилари ҳуқуқларининг бундай бузилиши фикримизча, унинг фаояти самардорлигининг ошишига олиб келиши мумкин, лекин бундай натижа миноритар акциядорлар манфаатларининг бузилиши ҳисобидан келиб чиқади.

Шундай қилиб, мазкур концепция сингиш сингдирилаётган компаниянинг фаровонлигини ошириши мумкинлигини, лекин бу ҳол камчиликни ташкил этувчи акциядорларни бундай яхшилашлар натижаларидан фойдаланиш имкониятидан маҳрум қилишини назарда тутади.[617]

Босим. Тендер таклифини олган компания акциядорлари кўп ҳолларда жуда мураккаб ҳолатга тушиб қоладилар, яъни улар қисқа муддат ичида ўз акцияларини сотиш ёки сотмаслик тўғрисида қарор қабул қилишлари лозим бўлади. Бунда қабул қилинган қарордан келадиган фойда бошқа акциядорларнинг позициясига боғлиқ бўлади.[618] Қарор қабул қилувчи

[615] Қаранг: St-Pierre Josee, Jean-Marie Gagnon and Jacques Saint-Pierre. Concentration of Voting Rights and Board Resistance to Takeover Bids // Journal of Corporate Finance. – 1996. – №3. – P.45–73.

[616] Қаранг: Thomsen Steen. Foundation Ownership and Economic Performance // Corporate Governance. – 1996. – №4. – P.212–221.

[617] Қаранг: Daines Robert. Do Staggered Boards affect Firm Value? Takeover Defenses after the Poison Pill. – Mimeo. New York University Law School. – 2001. – P.33.

[618] Қаранг: Zeckhauser Richard J. and John Pound. Are Large Shareholders Effective Monitors? An Investigation of Share Ownership and Corporate Performance // Hubbard R. Glenn (ed.). Asymmetric Information, Corporate Finance and Investments. – Chicago: University of Chicago Press, 1990. – P.Ill.

акциядорларнинг сони кўплиги туфайли қисқа муддат ичида уларнинг қабул қилган қарорлари самарали мувофиқлаштирилган бўлмаслиги мумкин.[619] Ниҳоят акциядорлар сингишдан кейин компанияда камчиликни ташкил этувчи акциядорга айланишни хоҳламасдан ўз акцияларини сотадилар. Бундай ҳолат «тендерга босим қилиш муаммоси» деб ҳам аталади.[620]

Кўриниб турганидек, сингишлар ҳам ижобий ҳам салбий оқибатларга эга бўлиши мумкин. Лекин сингишларни уумий ҳолда қараб чиққанда шуни таъкидлаш жоизки, улар хорижий мамлакатлар иқтисодий ҳаётида нормал ҳисобланади.[621] Уларнинг акциядорлар ва умуман акцияждорлик жамияти учун қанчалик салбий бўлиши ҳуқуқий тартибга солишга боғлиқ бўлади. Юқоридагилардан келиб чиқиб, қуйида биз сингишларни акциядорларга энг кам зарар етказадиган тарзда ҳуқуқий тартибга солишнинг қоидаларини келтириб ўтамиз.

Фикримизча биринчи навбатда сингишларни дўстона ва нодўстона (душманлик) сингишларига бўлиш сабабларини очиб бериш мақсадга мувофиқ ҳисобланади. Юқорида таъкидланганидек, сингишларни баҳолаш кўп жиҳатдан уларга бошқарувнинг муносабатига боғлиқ бўлади. Сингишлар компаниянинг янги эгаси томонидан самарсиз бошқарувчиларни алмаштириш орқали агентлик муаммосини ҳал этишда ёрдам бериши мумкин. Лекин бу ерда сингишга қарши бир қатор чораларни кўриши мумкин бўлган сингдирилган компанияни бошқариш билан боғлиқ бошқа агентлик муаммолари келиб чиқиши мумкин. Умуман АЖ бошқарувининг қаршилиги табиий ҳол, чунки мулкдорнинг алмашиши натижасида унга юқори ҳақ тўланадиган мансабидан ажралиб қолиш таҳдид қилади. Сингишга қарши чоралар ҳуқуқийга нисбатан кўпроқ иқтисодий аҳамият касб этади. Машҳур ҳимоя тактикасига сифатида «заҳарли дори» (poison pill) ва «оқ рицар» (white knight)

[619] Қаранг: Warner Jerold B., Ross L. Watts and Karen H. Wruck. Stock Prices and Top Management Changes // Journal of Financial Economics. – 1988. – №20. – P.461–492.
[620] Қаранг: Bebchuk L. and Ferrel A. Federalism and Takeover Law: The Race to Protect Managers from Takeovers // NBER Working Paper. – 1999. – №7232. – P.21.
[621] Қаранг: Franks Julian and Colin Mayer. Hostile Takeovers and the Correction of Managerial Failure // Journal of Financial Economics. – 1996. – №40. – P.163–181.

кабиларни мисол келтириш мумкин.

"Заҳарли дори" ёки аниқроғи акцияларни сотиб олиш ҳуқуқи узоқ вақт америка коропрациялари томнидан қўлланилган сингишларга қарши мудофаанинг кенг фойдаланиладиган ва муваффақиятли воситаси ҳисобланиб келинган. Ҳиомя қилишнинг бундай усули 1983 йили Ленокс ва Браун-Форман Дистиллерс корпорациялари ўртасидаги сингишларда қўлланилган.[622] Ҳаракат режаси сингиш қийматини ошириш ва компания акциядорларига ўз акцияларини аралаштириш имкониятини берган ҳолда унга қаршилик қилишга қаратилган. Бунда акциядорлар янги чиқарилган акцияларни энг паст нархларда сотиб олади ёки сотиб олувчига акциядорларнинг акцияларини энг юқори нархларда сотиб олиш мажбуриятини юклайди.[623] Сўнгги ҳолат Европа мамлакатларида ўрнатилган барча акциядорларга уларнинг акцияларини сотиб олишни таклиф этиш мажбуриятига ўхшайди. Лекин Германия, Франция, Буюк Британия, Белгия каби кўпгина мамлакатлардан фарқли равишда АҚШда у Пенсильвания ва Мэн штатларидан ташқари императив хусусиятга эга бўлмасдан АЖ хоҳиши бўйича фойдаланилади.[624]. Шундай қилиб, сингиш жуда қимматга тушиши туфайли тендер таклифини киритувчи ўз ниятидан қайтади. Кўрсатилган чораларнинг акциядорлар томонидан қўлланилишига ишонтириш ва мазкур тактикани ташкил этиш этиш компаниянинг бошқаруви зиммасида бўлади.[625]

«Заҳарли дорилар» нимани англатиши ва уларнинг қўлланилишини АқШ суд амалиётидаги қуйидаги мисоллардан ҳамкўриш мумкин.

1985 йил Т. Бун Пикенс Mesa II Partners фирмасига Unocal

[622] Қаранг: Grossman Sanford and Oliver Hart. Takeover Bids, the Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation // The Bell Journal of Economics. – 1980. – №11. – P.42–64.
[623] Қаранг: Comment Robert and G. William Schwert. Poison or Placebo? Evidence on the Deterrence and Wealth Effects of Modern Antitakeover Statutes // Journal of Financial Economics. – 1995. – №39. – P.3–43.
[624] Қаранг: Swartz L. Mick. The Massachusetts Classified Board Law // Journal of Law, Economics, and Finance. – 1998. – №4(1). – P.22, 29.
[625] Қаранг: Stulz Rene. Managerial Control of Voting Rights // Journal of Financial Economics. – 1988. – №20. – P.25–54.

компанияси 64 млн. акциянинг ҳар бирига 54 доллардан таклиф қилди. Morgan компанияси мазкур таклифга ҳар бир акцияга 72 доллардан тўғри келадиган ўзининг 87.2 млн. (50 фоиздан камроқ) Unocal векселлари билан таъминланган акцияларини алмаштиришни таклиф этди. Бу таклифнинг нозик жиҳати шундаки, унда Mesa компанияси ёки унинг шўъба корхоналари томонидан таклиф этиладиган акциялар айирбошлаш учун қабул қилинмаслиги шарти мавжуд эди.

Калифорния Марказий округ суди Mesa компаниясининг айбини қўллаб-қувватламади, чунки Mesa компанияси таклифида айирбошлашнинг чекланиши 1934 йилдаги Қимматли қоғозлар савдоси тўғрисидаги қонуннинг 13-14-моддаларини бузар эди. Unocalга нисбатан қўйилган дастлабки суд таъқиқи бекор қилинди. Суд Уильямс қонуни нормаларида тендер таклифларини ўтказиш учун 13-14-моддалардаги «барча акциядорларнинг розилиги» талаб қилинишини қўллаб қувватловчи нормани учратмади. Суд «Конгресс ҳеч қачон тендер таклифларини жиддий тартибга солмаганлиги сабабли судлар корпорацияларнинг акциядорлар билан якка тартибда мурожаат этишининг адолатлилигини баҳолаши мумкин» деган хулосага келди. Unocal Mesaнинг таклифидан ўзини ҳимоя қилиш учун тендер таклифида дискриминацияга йўл қўйган ҳолда пировард натижада муваффақиятга эришди.

Делавэр штати Олий судининг қарорига асосан ҳаракат Unocal директорлари Mesa компаниясида кўрган таҳдид жиҳатидан асосли деб топилди ва Unocal компанияси мазкур ишни ютиб чиқди.[626]

1993 йилда 12 сентябрда Paramount Communications Inc. компанияси директорлар кенгаши Viacom Inc. компаняси билан кутилаётган сингиш ҳақида эълон қилди. Viacom назорат пакетдаги ҳар бир акция учун 69,14 долл. Таклиф этди, сотиб олиш қийматининг қолган қисми эса акциялар билан тўланиши лозим эди. 27 сентябрда Paramount директорлари кенгаши ҳар бир акция учун 80 доллар таклиф этган QVC Network Inc. компаниясининг қайта тузиш тўғрисидаги таклифини битимни

[626] Unocal Corp. vs. Mesa Petroleum Co., 493 A. 2d 946 (Del. 1985). – http://www.ssrn.com

молиялаштирилишини тасдиқлай олмаслиги сабаби билан рад этди. 15 ноябрда Paramount директорлар кенгаши ҳар бир акцияга 90 доллардан киритилган таклифни ундаги шартларнинг ҳаддан ташқари кўплиги сабабли рад этди.

Бу вақтда Paramount ва Viacom ўртасида сингиш жараёнини режалаштириш давом этарди. Viacom таклифидаги нарх 85 долларга ўсиши билан Paramount Viacom компаниясига ўз акцияларини сотиб олиш опционини тақдим этди ва Viacom таклифи муддатидан илгари бекор бўлганда неустойка тўлашга ваъда берди. Paramount шунингдек акциядорларнинг ҳуқуқларини сотиб олишни режалаштирди. («заҳарли дорилар»).

QVC компанияси бу ҳаракатларнинг олдини олиш мақсадида Paramount ва Viacom компанияларига қарши Делавэр судига даъво аризаси берди. Суд шартнома муддатидан олдин бекор бўлганда неустойка тўланишини қўллаб-қувватлади. Суднинг қарори Делавэр штати Олий судининг 9 декабрдаги қарори билан ўз кучида қолдирилди.

Делавэр штати Олий суди ўзининг қарорида қуйи инстанция судининг қарорини қўллаб-қувватлаган ҳолда такроран «назоратни сотиш ёки унинг ўзгариши вақтида директорлар акциядорлар ҳақиқатда олиши мумкин бўлган энг юқори нархни олишга интилишлари лозим» деб таъкидлади. Суд назоратни сотиш ёки унинг ўзгариши билан боғлиқ бўлмаган ишларда «сотиб олиш тўғрисида учинчи шасларнинг таклифларига қарши ҳаракат қилиш директорлар кенгашининг имтиёзли ҳуқуқларидан бўлиб ҳисобланади»

(*Paramount* иши бўйича чиқарилган қарор Paramount директорларини савдо қоидаларини шундай тузишга ундадики, унга асосан қарор акциядорлар томонидан муҳокама орқали муайян санада қабул қилинар эди. Viacom акциялар қиймати тушишидан муайян ҳимояни таъминлаган ҳолда акциядорларга ҳар бир акция учун 105 доллардан таклиф этди. QVC компанияси эса бундай ҳимоясиз ҳар бир акция учун 107 доллардан таклиф этди. Бозор Viacom фойдасида ҳаракат қилишга қарор қилди).[627]

[627] QVC Network Inc. vs. Paramount Inc., Viacom Inc., etal., 637 A-2d 34 (Del. 1994) affing 635 2d 1245 (Del. Ch. 1993). – http://www.ssrn.com

Бошқа ҳолларда бўлажак сингишлар ҳақида билган акциялари сотиб олинаётган компания бошқаруви унинг акцияларини душманларча сотиб олаётган компанияни сиқиб чиқарувчи бошқа «яхши» компанияни (ёки «оқ рицарни») топиши мумкин ва бундай сингиш дўстона сингиш деб аталади.[628]

Адабиётлардан кўринишича, «Оқ рицарнинг» ҳаракатлари қуйидаги йўллар билан амалга оширилади:

1) акциялари сотиб олинаётган компания янги акциялар чиқариш ва уни бевосита «оқ рицарга» сотишга розилик бериши мумкин;

2) «Оқ рицарга» АЖ активларининг сезиларли қисмини сотиб олишга йўл қўйиши мумкин.

Лекин мазкур ҳимоя чоралари гарчи АҚШда кенг қўлланилса-да, баъзи шартларга риоя этган ҳолда бошқа мамлакатларда унчалик қўллаб-қувватланмайди. Бунга Делавэр штатида «заҳарли дориларнинг» ҳуқуқий асосларига «ҳаҳарли дорилар» қўлланилишини қонунийлаштирган Моран ва Хаусхолд Интернейшенел (Moran vs. Household International Inc.) ишини мисол сифатида келтириш мумкин.[629] Лекин бу ва бошқа ҳимоя чоралари акциядорларнинг ҳам, акцияларни сотиб олувчиларнинг ҳам ҳуқуқларини бузмаслиги лозим.[630] Биринчидан, корпорация томонидан ўзини-ўзи ҳимоя қилишнинг бундай чорасини қўллаш учун акциядорларнинг розилиги талаб этилади. Масалан, Делавэр штатининг Олий суди белгилаганидек, «заҳарли дорилар» акциядорларнинг корпорация сингдирилиши хоҳишига тўсқинлик қилмаслиги

[628] Қаранг: Jeffrey Gordon. "Just Say Never?" Poison Pills, Deadhand Pills, and Shareholder Adopted Bylaws: An Essay for Warren Buffet // Cardozo L. Rev. – 1997. – №19. – P.511.

[629] Қаранг: Wingerson M.R., Dorn C.H. Institutional Investors in the U.S. and the Repeal of Poison Pills: A Practitioner's Perspective // Institutional Investors and Corporate Governance. – 1994. – P.211.

[630] Қаранг: Molin Johan. Optimal Deterrence and Inducement of Takeovers: An Analysis of Poison Pills and Dilution // Stockholm School of Economics. The Economic Research Institute. – 1996. – P.76.

лозим.[631] Масалан, агар акциядор ўз акциясини тендер оференти таклиф қилаётган нархдан нисбатан юқори нархда сотмоқчи бўлса, ёки даромад камлиги туфайли ёмон бошқарилаётган компаниянинг акциядори бўлмоқчи бўлмаса, у ҳолда улар сингишни йўқлаб овоз бериши мумкин.

«Оқ рицар» усули қўлланганда эса акциялари сотиб олинаётган компания акцияларни нодўстона сотиб олаётган компанияга акцияларни сотиб олиш имкониятини тўлиқ чеклаб қўймаслиги лозим, акс ҳолда бу компаниянинг акцияларини сотиб олишдаги рақобатни сусайтириб, унинг нархи тушишига олиб келади ва пировард натижада бу ҳол акциядорлар учун фойлдасиз бўлиб қолади.[632]

Демак сингишларни дўстона ва нодўстона турларга ажратиш АҚШда ҳуқуқий аҳамиятга эга бўлади. Бошқа мамлакатлар ҳақида эса бундай деб бўлмайди. Масалан, Буюк Британия ва Германияда «Сингишлар бўйича шаҳар Кодекси» акциядорларга баъзи маслаҳатлар беришдан ташқари, АЖ бошқаруви томонидан ҳимоя чоралари кўрилишини инкор этади.[633] Фикримизча, бу тўғри бўлиб ҳисобланади, чунки нодшстона сингишлар акциядорларнинг фаровонлигини оширишдан кўра ўзларининг иш жойларини сақлаб қолиш ниятида бўлган бошқарувчилар иродасига қарши амалга оширилади. Лекин акциялари сотиб олинаётган компания директорлари сингишларга осонликча розилик билдиришса, у ҳолда компаниянинг бу бошқарувчилари акциядорлар томонидан алмаштирилиши хавфи мавжуд бўлади. Айнан шунинг учун юқорида санаб ўтилган ҳимоя чоралари қонунийлаштирилган АҚШда директорларнинг акциядорлар олдидаги фидуциар – сингишлар давомида акциядорлар манфаатларида ҳимоя қилиш мажбуриятининг бир қатор қоидаларини мустаҳкамлаган ҳолда уларга юқори даражадаги

[631] Қаранг: Banerjee A., Owens J. The Impact of the Nature and Sequence of Multiple Bids in Corporate Control Contests // Journal of Corporate Finance. – December, 1996. – P.23.

[632] Қаранг: Carroll C., Griffith J.M., Rudolph P.M. The Performance of White Knight Management // Financial Management. – Summer, 1998. –№27(2). – P.46.

[633] Қаранг: Banerjee A., Owens J. Op. cit. – P.23.

эҳтиёткорлик билан муносабатда бўлишади.[634]

Фикримизча, Ўзбекистонда АЖ бошқаруви томонидан сингишларга қарши қаратилган воситалар қўллашни таъқиқлаш қонун даражасида инобатга олиниши лозим.. чунки мамлакат суд тизими сингишлар натижасида келиб чиқадиган мураккаб корпоратив низоларни кўриб чиқиш учун ҳали етарли даражада мослашмаган. Назаримизда бундай низоларни ҳал этиш катта тажриба ва мазкур соҳада етарли даражада такомиллашган қонунчилик ҳамда зарур иқтисодий билимларни талаб этади. Буни сингишларга қарши ҳимоя чораларини қўллаш учун эркинлик бермаган Германия, Буюк Британия каби мамлакатлар амалиётидан ҳам кўриш мумкин.

Юқоридагилардан шундай хулосага келиш мумкинки, сингишларни дўстона ва нодўстона сингишларга бўлиш, сингишларга қарши ҳимоя чоралари қонунда белгиланган ҳолларда аҳамиятга эга бўлади. Чунки душманлик руҳидаги сингишларни қўшимча ҳуқуқий тартибга солиш зарурати пайдо бўлади ва аксинча, ҳимоя чоралари таъқиқланган ҳолларда тегишли равишда сингишларнинг дўстона ва нодўстона турларга бўлиниши ўзининг аҳамиятини қўқотади.

5.2. Корпоратив қўшиб олиш жараёнларини ҳуқуқий тартибга солиш: хорижий мамлакатлар тажрибаси

Хорижий мамлакатларнинг эгалик тарқалган компанияларида XX асрнинг бошларидан бошлаб қўшиб олишлар амалга оширилмоқда. Бунинг асосий сабаби Қимматли қоғозлар бозорининг ликвидлиги, эгалик ва бошқарувнинг бўлиниши ҳисобланади. Худди шундай ҳодисалар дастлаб АҚШда, кейинчалик камроқ даражада Буюк Британияда аҳамиятга эга бўлди. XX асрнинг 80–90 йилларида кўпгина олимлар эгалик нисбатан тўпланган европа мамлакатларига

[634] Қаранг: Commons Dorman L. Tender Offer. The Sneak Attack in Corporate Takeovers. – 1985. – P.67.

бунинг таҳдиди йўқ деб таъкидлашган эди.[635] Лекин фактлар далолат беришича, ҳозирги кунда қўшиб олишлар Европа, Россия ва бошқа мамлакатларда тобора кенг қўлланилмоқда.[636] Шунинг учун мазкур мамлакатларда ҳам Ўзбекистон учун ҳам муҳим бўлган ушбу жараёнларни ўрганиш ва ҳуқуқий тартибга солиш зарурати келиб чиқди.

Шунинг учун ЎзРда акциядорлик жамиятларида қўшиб олишларнинг тўлиқ ҳуқуқий тартибга солинмаганлигини инобатга олиб, мамлакатимиз сингари давлатлар учун тегишли «ўйин қоидаларини» ишла бчиқиш лозим. Бундан корпоратив муносабатларнинг мазкур соҳасида орттирилган хорижий мамлакатлар тажрибасини ўрганиш муқаррарлиги келиб чиқади. Шу мақсадда биз томонимиздан биринчи навбатда Россия, АҚШ, Буюк Британия ва Германиянинг тегишли қонунчилиги тадқиқ этилди. АҚШ қонунчилигини ўрганаётган вақтда биз мазкур мамлакатнинг бундай муносабатларни тартибга солишдаги нисбатан катта тажрибаси инобатга олинди. Бундай ҳуқуқий тартибга солиш борасида Германия нисбатан ёш бўлиб ҳисобланади ва бир вақтнинг ўзида эгаликнинг тузилиши ва тўпланганлик даражаси нуқтаи назаридан у Ўзбекистонга яқин туради. Буюк Британия ҳуқуқий тажриба жиҳатидан ҳам, эгаликнинг тўпланганлиги нуқтаи назаридан ҳам АҚШ ва Германиянинг ўртасида туради. Фикримизча, шунинг учун мазкур мамлакатларда қўшиб олишларни ҳуқуқий тартибга солишнинг умумий ва ўзига хос жиҳатларини ўрганиш мазкур муносабатларни тартибга солиш бўйича нисбатан аҳамиятли нормаларни аниқлаш имкониятини беради.

Биринчи навбатда биз АҚШда қўшиб олиш жараёнларининг ҳуқуқий тартибга солинишини ўрганиш лозим деб топдик. У ерда бу муносабатлар икки босқичли –федерал ва штатлар

[635] Қаранг: Denis D.J. and Denis D.K. Majority Owner-Managers and Organizational Efficiency // J. Corp. Fin. – 1994. – №1. – P.91.

[636] Қаранг: De Jong, Henk W. European Capitalism between Freedom and Social Justice / William Bratton et al. (eds.). International Regulatory Competition and Coordination: Perspectives of Economic Regulation in Europe and the United States. – Oxford: Clarendon Press, 1996. – P.185–206.

даражасидаги қонунчилик билан тартибга солинади.[637] Федерал босқичда АҚШ ҳукумати, асосан Қимматли қоғозлар ва айирбошлаш бўйича федерал Комиссия қимматли қоғозлар чиқариш ва тарқатишнинг қоидаларини ишлаб чиқади. Бунда қўшиб олиш ва қимматли қоғозлар билан савдо қилиш ўзаро боғлиқ ҳодисалар бўлиб, 1933 йилдаги Қимматли қоғозлар бўйича Акт (Securities Act (SA)), 1934 йилдаги қимматли қоғозлар алмаштирилиши бўйича Акт (Securities Exchange Act), 1970 йилдаги Инвесторларнинг қимматли қоғозларини ҳисоя қилиш тўғрисидаги Акт (Securities' Investors Protection Act), Уильямс Акти (The Williams Act) каби ҳужжатлар билан тартибга солиниши аниқланди.[638] Қимматли қоғозлар бўйича қабул қилинган актлардан фарқли равишда Уильямс акти айнан тендер таклифларини тартибга солишга қаратилган. Қимматли қоғзлар бозорини зарур ахборот билан таъминлаш билан бир қаторда Уильямс акти тендер таклифига жавоб беришдан олдин акциядорларга «ўйлаш учун» муайян вақт беришни ҳам назарда тутади.[639] Таъкидлаш жоизки, иқтисодий ривожланиш натижасида «тендер таклифи» тушнчасининг аҳамияти ўзгариши ва унинг аниқ тушунчасиини бериш келажакда самарали ҳуқуқий тартибга солишга тўсқинлик қилиши мумкинлиги сабабли акт мазкур тушунчанинг аҳамиятини белгиламайди.[640]

Актда кўрсатилганидек, 5 фоиздан ортиқ акциялар сотиб олган сотиб олувчилар зиммасига сотиб олгандан кейин бир йил ичида қуйидаги ахборотни ошкор этиш мажбурияти юкланади: сотиб олиш воситаларининг манбаи; сотиб олиш мақсади; сотиб олувчи олдин сотиб олган акцияларнинг сони.[641] Акциядорлар ҳуқуқларининг тенглиги тамойилидан келиб чиқиб, яъни тегишли қарорларни қабул қилиш учун бошқа акциядорларни етарли даражадаги вақт билан таъминлаш мақсадида тендер таклифларини амалга оширишнинг уч

[637] Қаранг: Robert Charles Clark. Corporate Law. – Aspen: Aspen Law & Business Publishers Inc., 1986. – P.532.
[638] Idem. – P.546.
[639] Idem. – P.549.
[640] Қаранг: Hazen T.L. The Law of Securities Regulation. – 1995. – P.348.
[641] Қаранг: French H.L. International Law of Takeovers and Mergers. – 1986. – P.68f.

асосий тамойиллари ўрнатилган. Биринчидан, агар сотиб олувчига у сотиб олишни хоҳлаган акциядан кўпроқ миқдордаги акция таклиф этилса, у ҳолда у тендер мукофотини[642] ўз акцияларини таклиф қилганлар орасида тенг тақсимлаган ҳолда барча акцияларни сотиб олиши лозим. Иккинчидан, сотиб олувчи ўзига таклиф этилган акцияларни мазкур акциялар сотилиши мумкин бўлган энг юқори нархда сотиб олиши лозим.[643] Учинчидан, ундан акцияларни сотиб олишни хоҳлаган ҳар қандай акциядор тендер таклифи давомида акцияларни сотиб олишни рад этиш ҳуқуқига эга бўлади.[644] Бунда шуни таъкидлаш жоизки, Уильямс акти қўшиб олишларни батафсил тартибга солишни штатлар ихтиёрига қолдирган ҳолда унинг энг асосий норматив стандартларини белгилаб беради холос. Амалиёт кўрсатишича, Уильямс акти қоидалари АҚШда қўшиб олиш жараёнлари ва уларни амалга оширишни жуда мураккаблаштиради.[645] Акт қўшиб олиш жараёнларини ушлаб туришга мўлжалланган.

Юқорида таъкидланганидек, АҚШда қўшиб олишлар қонунчилиги корпоратив қўшиб олишларнинг ўзига хос жиҳатларини тартибга соладиган штатлар миқиёсида ҳам тартибга солинади. Деярли 35 штат тендер таклифлари ҳақида ўзининг қоидаларига эга бўлиб, бу қоидалар бир биридан фарқ қилади. Маҳаллий саноатни бошқа штатларнинг тендер таклифларидан ҳимоя қилиш мазкур қоидаларнинг асосий мақсадларидан бири бўлиб ҳисобланади. Компанияни қўшиб олиниши қўшиб олинаётган штатнинг корпоратив қонунчилиги билан тартибга солиниши тўғрисидаги талаб фикримизча, Қонунчиликдаги умумийлик ҳисобланади. Штатлардаги ҳуқуқий нормалар шунингдек компанияларни қўшиб олиш жараёнида ёки қўшиб олинаётган компания нодўстона қўшиболишларга

[642] Бу акцияларнинг бозор баҳоси ва сотиб олувчи таклиф этган тендер нархи ўртасидаги фарқ.

[643] Шунинг учун мазкур тамойил «энг яхши нарх қоидаси» (best price rule) номини олди.

[644] Мазкур қоида «чиқиш ҳуқуқи» (withdrawal rights) номини олдини.

[645] Қаранг: Lucian Arye Bebchuk. Federalism and the Corporation: The Desirable Limits on State Competition in Corporate Law // Harv. L. Rev. – 1992. – №105. – P.1435, 1442–1451.

қаршилик қилган ҳолларда директорларнинг фидуциар мажбуриятларини белгилаб беради.[646]

Адабиётлардан аниқланишича, кўпгина штатлар нодўстона қўшиб олишларни қийилаштириш мақсадида қўшиб олишларга қарши қонунлар ишлаб чиқишган ва барча штатлар қимматли қоғозларни чиқариш ва тақсимлашни, шунингдек мазкур штатлардаги қўшиб олишларни тартибга солувчи «мовий осмон қонунлари» ("blue sky laws") деб номланган қонунларни қабул қилишган.[647] Бугунги кунда мазкур актлар нодўстона қўшиб олишлар жараёнида амалга ошириладиган ғаразли ҳаракатларни олдини олишга қаратилган.[648] Қўшиб олишларни тартибга солувчи штатларнинг турли қоидалари ичида нисбатан умумий бўлган қуйидаги қоидаларни санаб ўтиш мумкин:

1. Сотиб олувчининг овоз бериш ҳуқуқини инкор этувчи акцияларнинг назорат пакетини сотиб олиш қоидалари, қўшиб олинаётган компаниянинг кўрсатилган миқдордан кўп акциялари сотиб олинаётган ҳолларда ёки қўшиб олинаётган компаниянинг аффилланмаган акциядорларининг рухсати олинмаган бўлса. (шу турдаги қоидалар 27 та штатда амал қилади).[649]

2. Акциялари сотиб олинаётган компаниянинг акцияларини кўрсатилган фоиздан ортиқ сотиб олган субъектга муайян вақт давомида мазкур компаиянинг бошқа акцияларини сотиб олишни таъқиқловчи «Иш уйғунлиги» ёки мораторий қоидаси. (бундай қоидаларни 33 та штатда учратиш мумкин).[650]

3. Акциядорларнинг, шунингдек, корпратив фаолият бошқа

---

[646] Қаранг: Roberta Romano. Competition for Corporate Charters and the Lesson of Takeover Statutes // Fordham L. Rev. – 1993. – №61. – P.843, 856–859.

[647] Дастлаб мазкур қонунларнинг мақсади Канзас штати фермерларини таклифлари ҳақиқатда таъминланмаган ва «мовий осмонни», яъни бўшлиқни" эслатадиган инсофсиз тадбиркорлардан ҳимоя қилиш . Қаранг: Henn H.G., Alexander J.R. Laws of Corporations. – 1983. – P.844.

[648] Idem.

[649] Қаранг: Roberta Romano. The Future of Hostile Takeovers: Legislation and Public Opinion // U. Cin. L. Rev. – 1988. – №57. – P.457.

[650] Қаранг: Ronald J. Gilson & Reinier Kraakman. Delaware's Intermediate Standard for Defensive Tactics: Is there Substance to Proportionality Review? // Bus. Law. – 1989. – №44. – P.247, 256–260.

иштирокчиларининг манфаатларини инобатга олган ҳолда директорлар кенгашига қўшиб олиш билан боғлиқ битим тузиш ёки тузмаслик ҳуқуқини берадиган, баъзида эса буни талаб қиладиган «вакиллар» қоидаси.

4. Қўшиб олишлар салбий оқибатларга олиб келади деб ўйланган ҳолларда директорлар кенгаши томонидан қўшиб олувчиларга қарши ҳимоя чоралари қўлланиланилишининг шартларини белгиловчи қоидалар. (26 та штатда шу турдаги қонунлар мавжуд).[651]

Қўшиб олинаётган компаниянинг бошқаруви томонидан тасдиқланадиган битимлар АҚШда дўстона қўшиб олиш битимлари деб аталади. Қўшиб олинаётган компаниянинг акциядорларига уларнинг акцияларини бевосита сотиб олиш таклифини киритиш орқали тузиладиган битимлар душманлик руҳидаги қўшиб олиш битимларидан ҳисобланади.[652] Душманлик руҳида киритилган таклифнинг муваффақияти таклиф этилаётган мукофотнинг аҳамияти, шунингдек, компаниянинг қўшиб олинишидан ҳимояланганлик даражаси билан бевосита боғлиқ бўлиб ҳисобланади.[653] Таъкидлаш жоизки, қўшиб олишларни амалга ошириш тартиби турли штатларда турлича белгиланган. Лекин бунда уларни амалга оширишнинг қуйидаги ўртача вақтинчалик тартибини келтириш мумкин:

Биринчи кун	Таклиф ҳақида эълон қилиш
Бешинчи кун	Тендер таклифининг расмий бошланиши, шунингдек қимматли қоғозлар бўйича орган, Федерал Савдо комиссияси ва монополияга қарши кураш органларида рўйхатдан ўтказиш.

[651] Idem.

[652] Қаранг: Lucian Ayre Bebchuk. The Sole Owner Standard for Takeover Policy // J. Legal Stud. – 1988. – №17. – P.197.

[653] Қаранг: Martin Lipton. Corporate Governance in the Age of Financial Corporatism // U. Pa. L. Rev. – 1987. – №136(1). – P.28–35.

Йигирманчи кун	Қўшиб олишларни монополияга қарши курашиш органларида кўриб чиқишнинг якунланиши
Ўттизинчи кун (расмий бошланиш кунидан 20 иш куни ўтгач)	Тендер таклифи узайтирилмаган бўлса, шу куни соат 24 да тендер таклифи жараёни тугайди.
Тендер таклифини якунлаш	Пресс-релиз, 1934 йилги актга асосан қўшиб олинаётган компаниянинг акцияларини барча фонд биржаларида рўйхатдан ўтказиш.

Одатда тендер таклифи тендер ҳужжатларини оммавий ахборот воситаларида эълон қилиш ва уларни АҚШ қимматли қоғозлар бўйича Комиссиясида рўйхатдан ўтказиш билан бошланади. Лекин қўшиб олишнинг босқичи аниқлангунга қадар бу тарзда ахборотни ошкор этиш таклиф этувчининг хоҳишига кўра қўшиб олишдан кутилаётган фойдага эришиш мақсадида сир тутилиши мумкин.[654] Умуман душманлик руҳи мавжуд бўлган қўшиб олишлар оммавий жараён ҳисобланади, чунки бунда қўшиб олувчилар қўшиб олиш режалаштирилаётган компаниянинг бошқаруви билан бўладиган музокаралардан қочиб, тендер таклифини кенг акциядорлар доирасига нисбатан амалга оширилади.[655]

Тендер таклифи акция сақловчига тадбиы этила бошланган вақтдан бошлаб камида 20 иш куни мобайнида очиқ бўлиши лозим (1934 йилги акт). Қидирилаётган қимматли қоғозлар фоизи ошган ёки камайган ёхуд уларнинг сони кўпайган ёки камайган ҳолларда тендер эълон қилинган кундан бошлаб кейинги 10 иш кунига узайтирилиши мумкин. Таклифдаги бошқа моддий ўзгаришлар, масалан, тендер таклифи ёки уни молиялаштириш шартлари ўзгарган ҳолда, тендер таклифи

[654] Қаранг: Eric Robinson, John C. Coates IV & Mitchell S. Presser. State Takeover Statutes: A Fifty State Survey. – 1989. – P.69.

[655] АҚШда одатда акциядорлар нисбатан кичик миқдордаги акцияларга эга бўлган ҳолда акцияларнинг йирик пакетига эгалик қилмасликлари сабабли йирик пакетни тузиш учун бир неча акциядорлар билан музокара ўтказишга тўғри келади.

кейинги 5 иш кунига узайтирилиши мумкин.[656]

Қўшиб олинаётган компания ўз навбатида таклиф келиб тушган санадан бошлаб 10 иш куни давомида акциядорларга таклифни қабул қилиш ёки рад этиш ҳақида тавсия берувчи ҳужжатни қабул қилиши лозим.[657] Бунда дўстона ва нодўстона қўшиб олиш битимлари ўртасида ҳуқуқий ва амалий аҳамиятга эга бўлган фарқлар мавжуд. Акциядорлик жамиятининг бошқаруви томонидан тасдиқланган битимлар қўшиб олишнинг давлат томонидан чиқарилган қоидалари қўлланилишидан озод этилади. Компания томонидан «заҳарли дориларнинг» қўлланилиши, ҳуқуқий жиҳатдан ташқари, душманлик руҳидаги тендер таклифини амалга оширишга халақит бериши мумкин. Бундай ҳолда сотиб олувчи қўшиб олинаётган компанияни ишонтириши ёки акциядорларнинг ишончли вакилларини жорий бошқарувчиларни ўзгартириш ва қўшиб олишга розилик билдирувчи бошқа бошқарувчиларни тайинлашга кўндириш орқали АЖ бошқарувига қарши кураш бошлашига тўғри келади. Лекин мазкур ҳаракатларни амалга ошириш учун зарур бўлган вақт қимматли қоғозлар бўйича федерал қонунларда назарда тутилган тендер таклифи муддатидан ва Hart-Scott-Rodino монополияга қарши кураш ҳужжатида белгиланган 1976 йилги кутиш даври муддатидан ошади. Шундай қилиб, қўшиб олинаётган компаниянинг бошқаруви ўзининг фидуциар мажбуриятига асосан кутилмаган қўшиб олишларга қарши чоралар кўриш бўйича масаланиг барча жиҳатларини кўриб чиқиш учун етарли даражадаги вақтга эга бўлиб ҳисобланади.[658]

Қўшиб олинаётган компанияда бошланғич улушни қўлга киритиш сотиб олувчининг компанияни қўшиб олиш имкониятларини оширган ҳолда у амалга ошириши мумкин бўлган дастлабки қадамлардан бири бўлиб ҳисобланади. Лекин, гарчи улушга эга бўлиш рухсат этилганлиги ва кўп ҳолларда қўллаб-қувватланиши сабабли бу федерал ва штат қонунчилиги бўйича таклиф этувчи учун кўпгина муаммоларни келтириб чиқариши мумкин.

---

[656] Қаранг: French H.L. Op. cit. – P.77f.
[657] Қаранг: Securities Act 1933. Rule 14(d)–15(a).
[658] Қаранг: Eric Robinson, John C. Coates IV & Mitchell S. Presser. Op. cit. – P.86.

Биринчи навбатда таъкидлаш жоизки, қўшиб олинаётган компаниянинг ҳар қандай турдаги 5 фоиздан ортиқ акциясини сотиб олаётган шахс ёки шахслар гуруҳи, 10 кун муддат ичида бу ҳақдаги ахборотни ошкор этишлари лозим. Қўшимча тарзда 1 ёки ундан кўп фоиз акцияларнинг сотиб олиниши ҳам қўшимча тарзда ахборотни ошкор этишни талаб этади. Унинг ҳажми инвесторнинг пассивлиги ёки унинг компания устидан назоратни қўлга киритиш билан боғлиқ ниятига боғлиқ бўлади.[659]

Иккинчидан, қўшиб олинаётган компанияда улушга эга бўлиш таклиф этувчи учун қуйидаги қўшимча қийинчиликларнинг пайдо бўлишига олиб келади:

1. Қўшиб олиш натижасида акциядор 15 фоиз ёки ундан кўп акцияларни қўлга киритадиган ёки у эгалик қиладиган номинал қиймати 15 млн. Доллардан ортиқ ҳолларда бундай битимлар тузилиши ва унинг шартлари ҳақида Федерал Савдо Комиссияси ва Америка Адлия вазирлигининг монополияга қарши кураш бошқармаси хабардор қилиниши лозим.[660]

2. Тижорат ташкилотларини бирлаштириш ва акцияларнинг назорат пакетини сотиб олиш билан боғлиқ қўшиб олишлар бўйича қоидалар сотиб олувчи мулкчилик тушунчасининг белгиланган чегараларини бузган ҳолларда амал қила бошлайди.

3. Жамиятнинг таъсис ҳужжатларида ҳам сотиб олинаётган акциялар ҳажмини чекловчи, шунигнгдек қўшиб олишларга доир бошқа қоидалар назарда тутилиши мумкин.

4. Сотиб олувчининг мулкчиликнинг белгиланган чегарасини бузиши қўшиб олинаётган компания томонидан «заҳарли дориларнинг» қўлланилишига олиб келиши мумкин.

5. Акциялари сотиб олинаётган компания акцияларнинг назорат пакетларини сотиб олиш 20, 33,33 ва ундан кўп фоиз қилиб белгиланган бўлса, буни сотиб олиш учун бошқа акциядорларнинг розилиги талаб этилади.

Умуман олганда қўшиб олишларни амалга оширишда федерал доирада расмий таъқиқлар мавжуд бўлмаса-да, баъзи штатлар қўшиб олишларга қарши қаратилган қоидаларга эга.

[659] Қаранг: Securities Exchange Act 1934. Section 13(d).
[660] Қаранг: Hart-Scott-Rodino. Antitrust Improvements Act (1976).

Қўшиб олинаётган компанияларнинг таъсис ҳужжатлари эса «адолатли нарх» шартиниўзида акс эттириши мумкин. Масалан, Мэн ва Пенсильвания штатлари ўз моҳиятига кўра қўшиб олишларга қарши бўлган қоидаларга эга, чунки мазкур қоидалар катта миқдордаги акцияларнинг сақловчиси ўз акцияларини қонунда белгиланган муайян «адолатли нархда» таклиф қилишини талаб этади.[661] Бунда талаб кўпгина сотиб олувчилар учун ноқулай ва фойдасиз бўлиб ҳисобланади.

Одатда қўшиб олинаётган компанияда овоз бериш ҳуқуқини берувчи катта миқдордаги акцияларни сотиб олаётган шахс мазкур компания бошқарувининг барча аъзоларини сайлаш ҳуқуқига эга бўлади. Лекин, қўшиб олинаётган компанияда директорлар акциядорларнинг ҳар йиллик йиғилишида сайланадиган бўлса, у ҳолда сотиб олувчи директорларнинг ваколат муддати тугагунга қадар кутиши керак бўлади.[662]

Одатда қўшиб олинаётган компаниянинг бошқаруви штатлар қонунчилигидан келиб чиққан ҳолда, душманлик руҳи мавжуд бўлган қўшиб олишдан ҳимояланиш бўйича чоралар кўриш ҳуқуқига эга бўлади. Масалан, Делавэр штатида ҳимоя чоралари «юқори даражадаги кузатув» стандартларига мос бўлиши лозим.[663] Бу қўшиб олинаётган компания тендер таклиф қилувчининг таклифи моҳиятида корпоратив сиёсат ва самарадорликка реал хавф бўлганлигини ва қўлланилган ҳимоя чоралари «вужудгакелган таҳдидга нисбатан оқилона» бўлганлигини исботлаб бериши лозим.[664]

Бир қатор штатларда директорларнинг қўшиб олишга қарши кураш билан боғлиқ фидуциар мажбуриятлари кам мажбурият юклайдиган бўлиши мумкин.[665] Алоҳида штатлар ҳар қандай шаклдаги ҳимоя тактикасининг суд томонидан таъқиб қилиниши рад этишади. Баъзи штатлар тендер таклифини кўриб чиқаётган вақтда қўшиб олинаётган компаниянинг бошқарувига

[661] Қаранг: 13A Me. Rev. Stat. Ann. §910; Pa. Cons. Stat. §§2541–48.
[662] Қаранг: Stephen Bainbridge. Redirecting State Takeover Laws at Proxy Contests // Wis. L. Rev. – 1992. – №3. – P.1071, 1073.
[663] Қаранг: Eric Robinson, John C. Coates IV & Mitchell S. Presser. Op. cit. – P.116.
[664] Қаранг: Unocal Corp. vs. Mesa Petroleum Co. 493 A.2d.946 (Dec.1985).
[665] See for example: Ohio Rev. Code Ann. §1701.59.

хизматчилар, кредиторлар, маҳсулот етказиб берувчилар каби корпорация фаолияти иштирокчиларининг манфаатларини инобатга олишга рухсат беради.[666]

Лекин умуман олганда, турла штатлардаги қоидаларда фарқларнинг мавжудлигига қарамасдан, америка корпоратив ҳуқуқида қўшиб олишлар жараёнида директорларнинг юриш-туришини тартибга солувчи кенг қамровли қоида – «ишдаги мушоҳада» қоидаси ("business judgement rule") амал қилади.

Тадбиркорлик корпорациялари ҳақидаги қайта кўриб чиқилган намунавий актдан келиб чиқадиган мазкур қоида директорларнинг ҳалол ниятда ҳаракат қилиши лозимлигини белгилайди.[667] Бундай ташқари қоида вақ ўтиши билан ривожланган қуйидаги уч асосий мезонга асосланади:

1. Директорлар қонуний, ҳалол ва манфаатлар тўқнашувига йўл қўймайдиган тарзда ҳаракат қилишлари лозим.

2. Директор корпорациянинг манфаатларига ёрдам бериш манфаатларида оқилона ҳаракат қилиши лозим, яъни корпорациянинг акциядорлари манфаатидаги унинг ҳаракатлари лозим даражада бўлиши керак.[668]

3. Директорлар хабардор бўлгн ҳолда ақлли киши ўзининг ишларини бошқарганда амалга оширадиган ҳаракатларни амалга оширишлари лозим.[669]

Шундай қилиб, ишдаги мушоҳада қоидаси директорлар юқорида кўрсатилган учала мезонлар асосида ҳаракат қилган ҳолларда уларни шахсий жавобгарлик ва суд таъқибидан ҳимоя қилади ҳамда акциядорларнинг фаровонлигини максимал даражага етказиш учун уларнинг корпоратив мақсадга хизмат қилишини рағбатлантиради.[670] Мазкур қоида кейинчалик директорлар қуйидагиларни исботлай олган ҳолларида «ишдаги мушоҳада» қоидасига асосан ҳимоя тактикасини

---

[666] Қаранг: Ehud Kamar. A Regulatory Competition Theory of Indeterminacy in Corporate Law // Colum. L. Rev. – 1998. – №98. – P.1908.

[667] Қаранг: Revised Model Business Corporation Act. S.8.30(a). – American Law Institute. Principles of Corporate Governance. – S.4.01.

[668] Қаранг: Litwin vs. Allen. 25 NYS 2d 667. Supreme Court (1940).

[669] Қаранг: Graham vs. Allis-Chalmers Manufacturing Co. 188A. 2d. 125, Del. (1963).

[670] Қаранг: Mark J. Loewenstein. Delaware as Demon: Twenty-Five Years after Professor Cary's Polemic // U. Colo. L. Rev. – 2000. – №71. – P.497, 502–508.

қўллаш ҳуқуқига эгалигини кўрсатган ҳолда кейинчалик қўшиб олишлардан ҳимояланиш тактикаси тизимини ривожлантирди:

– тендер таклифи компания ва акциядорлар фароқонлиги учун деярли таҳдид туғдиришини;

– қабул қилинган ҳимоя чоралари мавжуд таҳдиднинг аҳамиятидан келиб чиққан ҳолда оқилона ва мутаносиблигини.[671].

Қўшиб олишларнинг Буюк Британияда тартибга солиниши. Буюк Британияда компанияларни қўшиб олиш ва назоратни қўлга киритиш масалалари биринчи навбатда Компанияларнинг сингиши ва қўшиб олиниши бўйича шаҳар кодекси (матнда кейинги ўринда Шаҳар кодекси) ва 1985 йилги Компаниялар тўғрисидаги ҳужжати билан тартибга солинади.[672] Шаҳар кодекси бу компанияларнинг сингиши ва қўшиб олиниши бўйича бир гуруҳ мутахассислар томонидан ишлаб чиқилган ва қонунда мустаҳкамланган қоидалар тўплами эмас. У узлуксиз равишда қайта кўриб чиқилганлиги сабабли сингишлар жараёнини тартибга солишнинг бой тажрибасини ўзида мужассамлаштиради. Компанияларнинг сингиш жараёнлари шунингдек одатда «Сариқ китоб»[673] (the "Yellow Book") деб номланадиган қимматли қоғозларни рўйхатга ўтказиш учун фонд биржаларининг тегишли қоидалари, 1986 йилги Молиявий хизматлар тўғрисидаги ҳужжат(Financial Services Act), Сезиларли миқдордаги акцияларни сотиб олишни тартибга солиш қоидалари (Rules Governing Substantial Acquisitions of Shares) (SARs)[674], Монополия ва фирмаларнинг сингиши бўйича Комиссияга тегишли 1973 йилги Ҳалол савдо тўғрисидаги ҳужжат (Fair Trading Act), 1993 йилги Жиноий одил судлов тўғрисидаги ҳужжат (Criminal Justice Act), 1997 ва 1998 йилларда Европа кенгаши томонидан қабул қилинган компанияларнинг сингишини назорат қилиш қоидалари билан тартибга солинади.[675]

[671] Қаранг: French H.L. Op. cit. – P.124f.
[672] Қаранг: Farrar J.H. and Hannigan B.M. Farrar's Company Law. – London: Butterworths, 1998. – P.98.
[673] Қаранг: Palmers Company Law. – London: Sweet & Maxwell, 1994. – P.D0020.
[674] Idem.
[675] Қаранг: Begg P.F.C. Corporate Acquisitions and Mergers. – 1991. – P.2.1ff.

Шаҳар кодекси тендер таклифлари ва Буюк Британия, Нормандия ва Мэн оролларининг резидентлари ҳисобланган жамоа компанияларига нисбатан уларнинг акциялари қаерда фонд биржаларининг рўйхатига киритилганлиги ва бу акциялар дастлаб қаерда оммавий тарзда сотилганлигидан қатъий назар, ҳатто улар бундай рўйхатга киритилмаган ҳолларда ҳам, уларга нисбатан қўлланилади. Шаҳар кодексига асосан жамоат компанияси ўз акцияларини қонуний тарзда кенг оммага таклиф этадиган ва уларни Лондон фонд биржасидаги рўйхатга киритиш ҳуқуқига эга бўлган, таъсис этилган юридик шахс ҳисобланади.[676] Шаҳар кодекси шунингдек компанияларнинг сингиши ва Британия жамоат компанияларида назорат ўзгаришининг қонуний чораларига ҳам тегишли бўлиб ҳисобланади.

Шаҳар кодекси 10 та умумий тамойил ва ҳар бири ўзининг шарҳига эга бўлган 38 та махсус қоидалардан ташкил топган.[677] Кодексдан атайин техник тилда ифодаланмаган. Шаҳар кодекси ҳеч қандай расмий императив кучга эга бўлмаслигига қарамасдан, сингишларни амалга оширишнинг усуллари ҳақидаги фикрларни ўзида мужассамлаштиради. Гарчи кодексда унинг қонун кучига эга эмаслиги кўрсатилса-да, унигнг бузилиши жиддий оқибатларга олиб келиши мумкин. У Лондон қимматли қоғозлар бозорида хизматларнинг воситалар бўйича чекланишини назарда тутади. Масалан, мазкур қоидалар бузилган тақдирда инвестиция банклари ва бошқа институтлар томонидан тендерни таклиф қилувчига кўратилаётган ёрдамнинг тўхтатилиши. Шундай қилиб, кодекс, бажарилмаслиги қонунбузарга нисбатан ишончсизлик келтириб чиқарган ҳолда унинг иқтисодий аҳволини қийинлаштирадиган ўзига хос нормалар йиғиндиси ҳисобланади. Шу билан бирга судлар кодекс «камчиликни ташкил этувчи акциядорларга нисбатан адолатлиликнинг холисона стандартларини» ўрнатишини эътироф этишди. Жиноий ишларни кўриб чиқиш жараёнларида кодекс қонунчилик билан тенг равишда, ҳуқуқнинг

[676] Қаранг: Lorenz Andrew and David Smith. British Firms will Opt for Works Councils, says CBI // The Sunday Times. – 6 November 1994.
[677] Қаранг: Farrar J.H. and B.M. Hannigan. Op. cit. – P.102.

бир қисми сифатида қабул қилиниши сабабли бу қоидаларга маслаҳатчилар эмас, балки қарор қабул қилиш вақтида судялар амал қилиши лозим.

Шаҳар кодексининг икки асосий тамойили мавжуд. Биринчидан, у акцияларнинг сонидан қатъий назар барча акциядорларга нисбатан тенг муносабатни ва тендер таклифини баҳолаш учун етарли вақт ва ахборот билан таъминланганликни белгиласа, иккинчидан, сингишга жалб этилган компания акцияларининг адолатли бозори сақланишини таъминлайди. Натижада мазкур жараённи тартибга солиш модели «мажбурий таклиф» деб аталадиган қоидани ўрнатишга асосланади.

Шаҳар кодекси сезиларли миқдордаги акцияларни тартибга солиш бўйича бир қатор қоидаларни ўзида акс эттиради. Улар биринчи марта XX асрнинг 70-йилларида «S.G.Warburg and Co» ишида келиб чиққан «тонгдаги ҳужум» деб аталадиган ҳодисани чеклаш мақсадида ишлаб чиқилган. Мазкур нормалар овоз бериш ҳуқуқига эга бўлган акцияларни сотиб олиш вақтини жамоа компанияси акцияларининг 15 ва 30 фоизи доирасида оферта очиқ эълон қилигунга қадар чеклашга қаратилган.[678] Чекловлар кўрсатилган миқдордаги акциялар сотиб олинган ҳолларда, 7 кунлик даврнинг ҳар қандай вақтида, ҳатто сотиб олиш бир акциядор томонидан амалга оширилмаган ёки оферта АЖ бошқаруви розилиги билан амалга оширилган тақдирда ҳам қўлланилади.[679] SARs сотиб олувчи ўзининг таклиф киритиш нияти ҳақида оммавий равишда эълон қилмаган вақтгача қўлланилади.[680] Шаҳар кодексининг кейинги қоидаси сотиб олувчи ўзининг нияти ҳақида эълон қилгандан кейин ва тендер таклифини амалга оширишнинг дастлабки босқичлари даврида қўлланилади.[681] Бу сотиб олувчи томонидан 30 фоиздан ортиқ овоз бериш ҳуқуқига эга бўлган

[678] Қаранг: Thelen Kathleen. Timing and Temporality in the Analysis of Institutional Evolution and Change // Studies in American Development. – 2000. – №14 (Spring). – P.102–109.
[679] Idem.
[680] Қаранг: Gower L.C.B. The Principles of Modern Company Law. – London: Stevens, 1954. – P. 367.
[681] Қаранг: Farrar J.H. and Hannigan B.M. Op. cit. – P.203.

акциялар ёки акцияларга бўлган ҳуқуқни сотиб олишнинг олдини олади. Шундай қилиб, мажбурий таклиф қўйишиб олинаётган компаниянинг акцияларига нисбатан тендер таклифи жараёнини бошлаган шахс қуйидаги ҳолларда мазкур компания акцияларининг қолган барча қисмига таклиф киритиши керак:

1) агар у аллақачон сотиб олган акцияларнинг умумий қиймати уни компаниядаги 30 фоиздан ортиқ овоз билан таъминласа ёки

2) у олдиндан 30 ва 50 фоиз оралиғидаги овоз бериш ҳуқуқни берувчи акцияларга эга бўлган ва мазкур миқдор 12 ой мобайнида 1 фоиздан ошадиган ҳолларда.

Мазкур шартлардан хоҳлаганига жавоб бериш, мажбурий таклифга унинг муддатлари билан боғлиқ жиддий чекловлар ўрнатган ҳолда уни тартибга солишга нисбатан бир қатор қоидаларнинг ҳаракатга келишига олиб келади.

Юқорида таъкидланганидек, Шаҳар кодекси ва SARs билан биргаликда Буюк Британияда жамоат сингишларига нисбатан бошқа қоида, қонун ва йўриқномалар ҳам қўлланилади. Шулардан бири ҳисобланган 1993 йилги жиноий одил судлов ҳақидаги ҳужжат инсайдерлик битимларининг жиноийлигини белгилайди ва сотиб олувчининг таклиф оммавий эълон қилингунга қадар қўшиб олинаётган компанияда акциялар улуши сотиб олиш қобилиятига таъсир кўрсатади. 2000 йил июлда молиявий хизматлар тўғрисидаги актнинг ўрнини босган Молиявий хизматлар ва бозорлар тўғрисидаги Билл сингишлар билан боғлиқ бўлган, чалғитувчи ҳаракатлар, шунингдек, фонд бозорида қимматли қоғозларга нисбатан алдамчилик фактини содир этилган ҳаракатларни жиноий ҳаракатлар сифатида баҳолайди.[682] Мазкур ҳужжат тендер таклифи давомида чиқарилган баъзи инвестиция рекламаларининг ваколатли молиявий маслаҳатчиларидан шундай тасдиқни талаб этади.

1985 йилги Компаниялар тўғрисидаги ҳужжат компанияларни ташкил этиш ва рўйхатдан ўтказиш жараёнларини тартибга солувчи асосий қонун ҳужжати бўлиб

[682] Қаранг: Palmers Company Law. Op. cit. – P.121.

ҳисобланади.[683] У сотиб олувчи компаниянинг 90 ёки ундан ортиқ фоиз акцияларни сотиб олган ҳолларда камчиликни ташкил этувчи акциядорларнинг акцияларини мажбурий сотиб олиш; акциядорлар томонидан ўрганилиши талаб этиладиган қоидаларни ўзида акс эттиради. Сотиб олинадига акциялар листингга киритилган ҳолларда сингишларни тартибга солиш учун Лондон фонд биржасининг (LSE) листинг қоидалари ҳам қўлланилади. Мазкур қоидалар масалан, белгиланган миқдордан ошадиган акциялар сотиб олинаётган ҳолларда компаниянинг акциялари сотиб олиниши унинг акциядорлари томонидан тасдиқланиши кабиларни талаб этади. Мазкур қонун ҳужжатларидан ташқари Европа кенгаши ва Буюк Британиянинг монополияга қарши кураш органларининг тасдиғини талаб этадиган компаниялар сингишини назорат қилувчи бошқа муҳим шартлар ҳам мавжуд.

Шаҳар кодекси таклиф ҳақида биринчи навбатда акциялари сотиб олинаётган компаниянинг бошқаруви ва унинг маслаҳатчилари хабардор қилинишини талаб қилади. (1-қоида). Душманлик руҳидаги сингишларда мазкур талаб кўп ҳолларда акциялари сотиб олинаётган компаниянинг директорини хабардор қилиш мақсадида оддий телефон қўнғироғи орқали амалга оширилади. Таклиф эса оммавий тарзда эълон қилинади. Эълон нусхаси Лондон фонд биржаси ва сингишлар бўйича экспертлар гуруҳига юборилади. Европа кенгашининг бошқа бир қатор юрисдикцияларидан фарқли равишда бошқа ҳар қандай органни олдиндан огоҳлантириш ёки бошқа ҳар қандай давлат органи томонидан тендер таклифини амалга ошириш шартларини тасдиқлашга зарурат қолмайди.[684]

Гарчи таклифнинг барча жиҳатларини тўлиқ эълон қилиш шарт бўлмаса-да, қуйидаги ҳолларда эълон бериш мажбурияти келиб чиқади:

– Бошқарувнинг тендер таклифига нисбатан субъектив муносабатидан қатъий назар, таклиф киритиш тўғрисидаги нияти ҳақида акциялари сотиб олинаётган компания

[683] Қаранг: Gower L.C.B. Op. cit. – P. 386.
[684] Қаранг: Palmers Company Law. Op. cit. – P.121.

бошқарувига ишончли манбадан хабар қилинган бўлса;

– Бошқа акциядорларнинг акцияларини мажбурий тарзда сотиб олиш мажбурияти келиб чиққан ҳолда;

– Компаниянинг бошқа компанияни қўшиб олиш мақсадида унинг акцияларини сотиб олиши мазкур компаниянинг акциялар нархида ифодаланган ҳолларда;

– Акциялари сотиб олинаётган компаниянинг миш-мишлар ва чайқовчилик предметига айланиш хавфи мавжуд бўлган ва бу потенциал тендер номзодининг ҳаракатлари натижаси ҳолларда (масалан, номзод таклифнинг молиявий масалалари ҳал қилингунга қадар таклиф ҳақидаги ахборотнинг оммавийлашишига йўл қўйган ҳолларда);

– Сингишлар бўйича музокара ва мунозаралар чекланган доирадаги шахслардан ташқари шахсларни жалб қилишга олиб келган ҳолларда.

– Талабгор тендер таклифи киритишни давом эттиришга асосли сабабга эга бўлган ҳоллардагина ўзининг таклиф киритиш ниятини эълон қилиши мумкин. Бу босқичда у ўзининг нияти ҳақида қуйидагиларни ўзида акс эттирадиган расмий эълон бераади (2.5. қоида):

– Таклиф шартлари ва тендер таклиф қилувчининг шахсияти. Агар мазкур мақсадда янги компания тузилган бўлса, ундаги эгаликнинг тузилиши ҳақидаги маълумотлар;

– Талабгор аллақачон эга бўлган ёки у сотиб олишга келиш акциялар улуши ҳақидаги ахборот. Сингдириб олувчи акциялари сотиб олинаётган компаниянинг акциялари билан боғлиқ бўлган ўзининг ҳар қандай ҳосила ҳуқуқлари (опционлар) ҳақидаги ахборотни ҳам ошкор этиши лозим.

Тендер таклифи киритиш тўғрисидаги эълон талабгорнинг ҳуқуқий ҳолатини сезиларли даражада ўзгартиради. Кейинги 28 кун ичида унинг тендер таклифини давом эттириш мажбурияти бундай ўзгаришлардан бири ҳисобланади. Шунинг учун талабгор акциядорларнинг эгалигидаги 100 фоиз акцияларни сотиб олиш учун тегишли ресурсларга эга бўлмаган ҳолларда тендер таклифи эъло қилинмаслиги лозим.[685]

[685] Қаранг: Farrar J.H. and Hannigan B.M. Op. cit. – P. 207.

Акциялари сотиб олинаётган компаниянинг бошқаруви сингишда аралашиб қолишига йўл қўймаслик ҳамда компаниянинг тақдирига нисбатан фонд бозоридаги ишончсизлик эҳтимолини чеклаш мақсадида АҚШда қабул қилинган нормалардан фарқли равишда Шаҳар кодекси корпоратив сингишлар бўйича барча ҳаракатлар учун қаттиқроқ жадвални назарда тутади.[686]

Дастлаб талабгор 2.5 қоидасига кўра, жадвалга мувофиқ сингиш ҳақида эълон қилади. Шундан сўнг у акциялари сотиб олинаётган компания акциядорларига таклифни жўнатишга киришади. Бу учун 28 кун унинг тасарруфида бўлади.(30.1-қоида). Шаҳар кодексида таклифда кўрсатилиши лозим бўлган ахборот рўйхати белгиланган. У талабгор ва акциялари сотиб олинаётган компанияга нисбатан кенг ахборот, таклиф шартлари, муддати, акциялар пакетига доир ахборот ва уни олиш жараёни ҳамда тарафлар ўртасидаги муносабатларга доир ахборотлардан ташкил топади. Таклиф у ҳақдаги ҳужжат почтаа орқали жўнатилга вақтдан бошлаб камида 21 кун қабул қилиш учун очиқ бўлиши керак. (31.1 қоида).

Акциялари сотиб олинаётган компаниянинг бошқаруви таклифга бўлган қарашлардан келиб чиққан ҳолда 14 кун мобайнида акциядорларга маслаҳат бериши лозим. Душманлик руҳидаги таклиф киритилган ҳолларда бундай маслағат акциялари сотиб олинаётган компанияни сингишдан ҳимоя қилиш усуллари тўғрисидаги ахборотдан иборат бўлади.

Шаҳар кодексига кўра талабгор компаниянинг 30 фоиздан ортиқ овоз берувчи акцияларини сотиб олиш ниятида бўлган ҳолларда таклиф тендер таклифи ҳисобланади.[687] Талабгор ўзининг ҳужжатини юборган кундан бошлаб 60 кун ичида (мазкур муддат турли асосларга кшра узайтирилмаган бўлса) унда кўрсатилган шартларни қабул қилиши мумкин.[688]

Буюк Британия амалиётида гарчи оферент 50 фоиз акцияларни сотиб олишга таклиф киритиш ҳуқуқига эга бўлса-

[686] Қаранг: Cheffins Brian R. Minority Shareholders and Corporate Governance // Company Lawyer. – 2000. – №21. – P.41.
[687] Қаранг: Gower L.C.B. Op. cit. – P. 389.
[688] Idem.

да, тендер таклифи одатда компаниянинг 90 фоиз акциясига нисбатан киритилади. Бу ҳол оферент томонидан тендер таклифини қабул қилмаган акциядорларнинг акцияларини мажбурий тарзда сотиб олиш тўғрисидаги қоидаларнинг ишлаб чиқилиши билан изоҳланади. Кодексда кўрсатилишича, сотиб олинган акциялар 4 ой давомида 90 фоизга етган ҳолларда у таклифи акциядорлар томонидан қабул қилинганлиги тўғрисида хабар бериши мумкин.

Юқорида таъкидланганидек, агар талабгор акциялари сотиб олинаётган компаниянинг 30 фоиздан ортиқ оқоз берувчи акцияларини сотиб олган олган ҳолларда, у акцияларнинг қолган қисмига нисбатан таклиф бериши керак. (9.1-қоида). Талабгор билан ҳамкорликда ҳаракат қилувчи шахсларнинг тасарруфидаги акциялар миқдори 30 фоиздан 50 фоизгача бўлган ҳолларда ҳам бундай мажбурият мавжуд бўлади ва бунда улар компаниянинг қолган акцияларини сотиб оладилар. Бундай мажбурий таклиф нақд пуллар билан биргаликда амалга оширилиши лозим. Акциялар учун таклиф этилаётган нарх охирги 12 ой мобайнида компаниянинг ҳар қандай акцияси сотилган энг юқори нархга мос бўлиши керак. Мазкур қоида 50 фоиз акция эгалари мазкур таклифни қабул қилган ҳолларда мажбурий ҳисобланади. Таклиф қабул қилиниши шартлари қаноатлантирилгандан кейин монополияга қарши шарт каби тендер таклифининг бошқа шартларини амалга ошириш учун талабгорда 21 кун муддат бўлади.[689]

Киритилган таклиф давомида акциялар билан савдо қилиниши ҳам тендер таклифи шартларига таъсир кўрсатади. Таклиф этилаётган тендер баҳоси таклиф даври бошлангунга қадар сўнгги уч ой давомида компаниянинг ҳар қандай акцияси учун тўланган баҳодан паст бўлмаслиги керак. (6.1-қоида). Акциядорлар гуруҳи акциялари сотиб олинаётган компаниянинг акциядорларига нисбатан тенг муносабатни таъминлаш мақсадида акция баҳоси акцияларнинг шу вақтгача сотилган баҳосидан паст бўлмаслигини ҳам талаб қилиши мумкин. Талабгор ёки сингиш жараёнининг ҳар қандай иштирокчиси

[689] Қаранг: Hopt K., Wymeersch E. European Takeovers – Law and Practice. – 1992. – P.83.

таклиф даври мобайнида акцияларни сўралаётган нархдан юқори нархда сотиб олган ҳолларда, улар қолган бошқа акциядорларга нисбатан ҳам таклиф нархини оширишлари лозим. (6.2-қоида).

Гарчи дўстона сингишларнинг кўпчилиги душманлик руҳидаги таклифларга қарши қўлланишга мўлжалланган бўлса-да, уларга нисбатан ҳам шундай қоидалар қўлланилади. Таклиф бошқарув томонидан қабул қилинган ҳолларда таклиф ҳужжати бирлашган ҳужжат бўлади ва акциялари сотиб олинаётган компаниянинг таклифга бўлган муносабатини акс эттиради. Бу душманлик руҳидаги сингдириш бўлган ҳолларда бошқарувнинг фикри тендер таклифи олинган кундан бошлаб 14 кун мобайнида чиқариладиган алоҳида ҳимоя ҳужжатида акс эттирилади. Тендер таклифи тўғрисидаги ҳужжат акциялари сотиб олинаётган компанияга жўнатилган кундан 39 кун ўтгач акциялари сотиб олинаётган компания сингишдан ҳимояланиш бўйича янги ахборот чиқариш ҳуқуқига эга бўлмайди.

Шу билан бирга акциялари сотиб олинаётган компания бошқарувининг душманлик руҳидаги сингдиришдан ҳимояланиш қобилияти корпоратив ҳуқуқ ва Шаҳар кодекси билан чекланган. Масалан, директорлар акциядорларнинг манфаати учун «заҳарли дорилар» каби ўзларининг барча ваколатларидан фойдаланадиган америка ҳуқуқидан фарқли равишда британия ҳуқуқи бу борада АЖ бошқарувининг эркинлигини чеклайди.[690] Лекин шунга қарамасдан, акциялари сотиб олинаётган компания ўзи учун сингишнинг салбий оқибатлари олдини олиш мақсадида баъзи бир ҳаракатлар қилишига йўл қўйилади. Бундай ҳаракатларга ҳимоя бўйича қўмита тайинлаш, акциядорлар танишишлари учун банкнинг ҳимояга ёрдам берадиган ҳужжатларини тўплаш. Асосий институционал акциядорлар ва молиявий мутахассислар билан ўзаро тўғри алоқани қўллаб-қувватлаш (лекин Шаҳар кодекси ва бошқа ҳужжатларда белгиланган чекловларга риоя этган ҳолда) бу борада энг муҳим ҳимоя стратегияси бўлиб

[690] Қаранг: Weston Fred J., Chung Kwang S., Hoag Susan E. Mergers, Restructuring, and Corporate Control. – 1990. – P.8.

ҳисобланади.[691]

Кўпинча мазкур қоидалар британия компанияларига АҚШда одат тусига айланган ҳимоя тактикаларини қўллашда тўсқинлик қилади деган фикрлар билдирилади. Лекин амалиётда сингишларда бошқарувнинг роли билан боғлиқ ушбу барча чекловлар акциядорларнинг розилиги билан енгиллаштирилиши мумкин. Бошқарув томонидан ҳимоя тактикаси қўлланилишининг мунтазам эмаслиги сингиш ҳолларида акциядорларнинг АЖ бошқарувига юқори даражада ишончга эга эмасликларининг натижаси бўлиши мумкин, чунки бундай ҳолларда бошқарув аъзолари ўзларининг иш жойлари, обрўлари кабилар ҳақида ғамхўрлик қила бошлайдилар.

Шунга қарамасдан, сингишлар таҳдиди мавжуд бўлган ҳолларда бошқарув мажбуриятларини тартибга солиш учун воситалар тузилиши Шаҳар кодексида ўрнатилган бир қатор моддий ва процессуал қоидалардан иборат бўлади.

Биринчидан, Буюк Британиянинг умумий ҳуқуқи директорлар компания ва акциядорлар манфаатларида ҳаракат қилишлари учун улар зиммасига тегишли корпоратив мақсадларни амалга ошириш тамойили (a proper corporate purpose test) каби фидуциар мажбурият юклайди. Шундай қилиб, директорлар компаниянинг таъсис ҳужжатларидан четга чиқмаган ҳолда ҳалол ниятларда ҳаракат қилишлари лозим. Тегишли корпоратив мақсадларга эришиш тамойили бошқарувнинг барча ҳаракатларини, шу жумладан душманлик руҳидаги сингишларга қарши ҳимоя воситаларини қўллаш билан боғлиқ ҳаракатларини тартибга соладиган «ваколатлардан тегишли тарзда фойдаланмаслик» таъқиқи билан боғлиқ.[692]

Иккинчидан, Шаҳар кодексининг 7-умумий тамойили ва 21-қоидасига кўра акциялари сотиб олинаётган компаниянинг директорлари виждонсиз таклиф киритилган ҳолларда компания учун зарарли бўлган ҳар қандай ҳаракатдан ўзларини тийишлари лозим. Шаҳар кодекси янги акциялар, шунингдек акция ёки бошқа қимматли қоғозлар чиқариш учун опционлар

[691] Қаранг: Farrar J.H. and Hannigan B.M. Op. cit. – P.394.
[692] Қаранг: Cheffins Brian R. Op. cit. – P.41.

чиқариш, бизнеснинг одатий амалиётига тўғри келмайдиган ҳамда активлар ва моддий воситалар нархини пасайтирган ҳолда тасарруф этилишига олиб келадиган ҳар қандай битимлар тузишни таъқиқлайди. «Компания учун зарарли бўлган ҳаракатдан тийилиш мажбурияти – ўта муҳимлик қоидаси» сингиш тўғрисида таклиф киритилган компания бошқаруви ҳаракатларига тадбий этилади.[693] Бунда акциядорларнинг манфаатларига жавоб бериши мумкин бўлган бундай таклифларни рад этишнинг мақбул эмаслиги назарда тутилади, чунки бу компания ишларининг ривожланишига, демак унинг даромадлари ошишига ёрдам беради.

Учинчидан, 9-умумий тамойил тендер таклифи ҳақида акциядорларга хабар қилиш чоғида компания директорлари акциядорлар ва кредиторлар манфаатларини ўз манфаатларидан устун қўйган ҳолда ҳалол ниятларда ҳаракат қилишларини талаб этади.

Ва ниҳоят, Шаҳар кодекси сингиш билан боғлиқ уринишларга оид барча фактларнинг тўлиқ ошкор этилишини таъминлаш мақсадига эга бўлган бир қатор қоидаларни ўзида акс эттиради. Таклиф даврида чиқарилган барча ҳужжатлар ва реклама эълонлари аниқликнинг энг юқори стандартларига жавоб бериши ва ўз вақтида. Ҳақиқатга тўғри келадиган тарзда тақдим этилиши лозим. (19.1-қоида). Тендер таклифи муносабати билан чиқарилган барча ҳужжатлар ва реклама эълонлари мазкур компания директорларининг жавобгарлиги ва унинг тақдирини назарда тутиши лозим. (19.2-қоида). Акциядорлар сингдирилаётган компания директорларидан уларнинг таклифни рад этишлари ва мавжуд бошқарувни қўллаб-қувватлашлари асослаб берилган ҳужжатлар олишлари керак. Бошқарув томонидан қўлланиладиган ҳимоя тактикаси тегишли тарзда асослантирилиши ва акциядорлар томонидан тасдиқланиши лозим.

Шундай қилиб, компания учун зарарли бўлган ҳаракатларни амалга оширишни таъқиқлайдиган сингишларни тартибга солиш бўйича британия концепцияси, «компанияни

693 Idem.

сингишлардан ҳимоя қилишга қаратилган ҳар қандай қарор акциядоларнинг муҳокамасига қўйилиши ва уларнинг манфаатлари ҳамда корпорациянинг муваффақитли фаолияти билан боғлиқ мақсадларига жавоб бериши лозим» деган ғояга асосланади.

Германияда корпорациялар сингишининг ҳуқуқий тартибга солиниши. 2000 йил баҳорда Германия Ҳукумати тендер таклифлар учун ҳуқуқий қоидалар ўрнатишга бўлган эҳтиёжни ўрганиш учун экспертлар Комиссиясини тузди. Шу билан бирга бундай қоидаларга эҳтиёж мавжудлиги аниқланган тақдирда сингишлар тўғрисидаги Актни тайёрлаш тўғрисида таклиф киритиш ҳақида қарор қабул қилди.[694] Экспертлар комиссияси академик доирадаги етакчи шахслар, тадбиркорлар ва касаба уюшмалари вакиллари, Германия молия вазирлиги ходимлари, судялар ва иқтисодчилардан иборат таркибда ўз фаолиятини бошлади. 2000 йил майда экспертлар Комиссияси Сингишлар тўғрисидаги Актни қабул қилишни тезлаштириш тўғрсида тавсия берди ва мазкур актнинг мазмуни бўйича таклифлар киритди.[695]

2000 йил июнда Германия молия вазирлиги тегишли қонуннинг биринчи лойиҳасини ишлаб чиқди.[696] Германияда сингишлар сони йилдан йилга ошиб бораётганлиги сабабли вазирлик Европа Кенгаши томонидан бу турдаги акт қабул қилинишигача кутиб туриш мақсадга мувофиқлиги тўғрисида қарор қилди.[697] Бир неча қайта ишлашлардан сўнг 2001 йил мартда “Қимматли қоғозлар сотиб олиш учун оммавий оферталар ва компанияларнинг сингишини тартибга солувчи Акт” (Act Governing Public Offers for the Purchase of Securities and Company Takeovers) ёки “Сингишлар тўғрисида”ги Акт

[694] Қаранг: Weston J. Fred, Juan A. Siu and Brian A. Johnson. Takeovers, Restructuring and Corporate Governance. – 3rd ed. – Upper Saddle River (NJ): Prentice Hall, 2001. – P.56.

[695] Қаранг: Schmid Frank A. and Mark Wahrenburg. Mergers and Acquisitions in Germany // Working Paper. Johann Wolfgang Goethe-University. – Frankfurt, 2002. – P.76. http://frankschmid.com/mergers.pdf

[696] Қаранг: Jeffrey N. Gordon. Economic Nationalism and Corporate Governance: German Shareholder Capitalism in the European Union // Working Paper. – 2003. – P.151.

[697] Қаранг: Beinert Dieter. Corporate Acquisitions and Mergers in Germany. 3rd ed. – The Hague: Kluwer Law International, 2000. – P.59.

(Takeovers Act) қабул қилинди.[698]

Мазкур ҳужжат таклифларни икки турга бўлади: акциялар ва қимматли қоғозлар ҳосилаларини сотиб олиш тўғрисидаги ихтиёрий таклиф ва сингишлар бўйича мажбурий тендер таклифи.[699] Иккинчи тури, уларнинг муваффақиятли якуни натижасида тендер таклифларининг ҳосилалари ҳисобланади.[700] Бунда қуйидагилар инобатга олинади:

– акция ва бошқа қимматли қоғозларга нисбатан барча оммавий оферталарни қамраб оладиган ихтиёрий сотиб олиш;

– олдинги сотиб олинган акцияларни инобатга олган ҳолда компаниянинг камида 30 фоиз овоз берувчи акцияларини қўлга киритиш орқали унинг устидан назоратни ўрнатишга йўналтирилган сингиш тўғрисидаги таклиф;

– компаниянинг 30 ёки ундан кўп фоиз овоз берувчи акциялари сотиб олингандан кейин сингишлар тўғрисидаги Актга асосан барча акциядорларга қаратиладиган мажбурий таклиф.[701]

Германия сингишлар тўғрисидаги ҳужжати Шаҳар кодекси сингари сингишларни қўллаш ва амалга оширишнинг қуйидаги тамойилларидан келиб чиқади:

1) акциялари сотиб олинаётган компаниянинг барча акциядорларига нисбатан тенг муносабатда бўлиш мажбурияти;

2) акциялари сотиб олинаётган компаниянинг барча акциядорлари таклифга нисбатан бир қарорга келишлари учун уларга етарли вақт ва мазкур таклифга алоқадор ахборот тақдим этиш;

3) акциялари сотиб олинаётган компания бошқаруви, шунингдек кузатув кенгашининг компания манфаатларида ҳаракат қилиш мажбурияти;

---

[698] Қаранг: Act on the Regulation of Public Offers for the Acquisition of Securities and Corporate Takeovers. The Federal Parliament. Germany. – 12 March 2001. (Unofficial translation by Ashurst Morris Crisp). http//ssrn.com

[699] Idem. – Chapters 3–5.

[700] Idem. – §35.

[701] Қаранг: Assmann Hans-Dieter Erwerbs. Übernahme und Pflichtangebote nach dem Wertpapiererwerbs und Übernahmegesetz aus der Sicht der Bietergesellschaft // Die AktienGesellschaft. – 2002. – №AG3. – P.114–121.

4) таклиф киритувчи ва акциялари сотиб олинаётган компания томонидан тегишли муддатларда сингиш жараёнларининг амалга оширилиши. Оммавий оферталар давомида акциялари сотиб олинатган компаниянинг тадбиркорлик фаолияти билан шуғулланишига тўсқинлик қилмаслик лозим, чунки акс ҳолда тендер таклифи рақобатчилар томонидан тўсқинлик қилиш воситаси сифатида фойдаланилиши хавфи бўлиши мумкин;

5) акциялари сотиб олинаётган компаниянинг қимматли қоғозлари билан савдо қилиш, таклиф киритувчи ёки у билан боғлиқ компанияларнинг ҳаракатлари қимматли қоғозлар бозори фаолиятининг ёмонлашиши, таклифни амалга ошириш билан боғлиқ ёлғон ёки тўлиқ бўлмаган ахборот ёхуд миш-мишларнинг келиб чиқишига олиб келмаслиги керак.[702]

Германия актидаги кўпгина қоида ва талаблар Британиядаги шундай қоида ва талабларга ўхшайди. Умуман акт икки турдаги оммавий оферталарни тартибга солади: Шаҳар кодекси тили билан айтганда компанияда ставка олишни билдирадиган(stake building)[703] акцияларни сотиб олиш тўғрисидаги оддий оммавий оферта ва Актда компания устидан назорат ўрнатиладиган сингиш деб белгиланган компаниянинг 30 фоиздан ортиқ овоз берувчи акцияларини сотиб олиш.[704] Таъкидлаш жоизки, Ирландия, Янги Зеландия каби кўпгина давлатларда акцияларни сотиб олиш 30 фоиз қилиб белгиланган.[705] Шундай қилиб, агар Германияда оммавий оферта 30 фоиздан ошадиган бўлса, у ҳолда бундай сотиб олиш сингдириш деб ҳисобланади ва унга нисбатан сингишлар тўғрисидаги актнинг алоҳида бобби қўлланилади. Одатий таклифлардан фарқли равишда Акт сингишлар учун бир қатор

[702] Қаранг: German Takeover Act. Clent Note. – Lovells, 2002.

[703] Қаранг: Ministerial Draft of 12 March 2001 of the Future German Securities Purchase and Takeover Act. – Clifford Chance Punder, 2001.

[704] Қаранг: Georgen Mark and Renneboog Luc. Shareholder Wealth Effects in Large European Takeover Bids // Working paper. – 4 February 2002. – P.16–17.

[705] Во Франции это значение составляет 33,33%, т.е. ровно треть всех голосов, что по сути близко к указанным значениям.

чекловларни назарда тутади.[706]

Биринчидан, акциялар пул ёки сотиб олувчи компаниянинг акциялари билан сотиб олиниши керак, яъни бу ҳолда акциялар учун масалан, алоҳида мулкий баҳолашни талаб этадиган кўчмас мулк таклиф этилиши мумкин эмас.[707]

Иккинчидан, оферент томонидан таклиф этилаётган нарх акциялари сотиб олинаётган компания акцияларининг таклиф киритиш тўғрисидаги қарор чоп этилгунга қадар уч ой ичидаги ўртача баҳосидан паст бўлмаслиги керак. Шу жиҳатдан Германия акти таклиф киритилгунга қадар мавжуд нархдан юқори нархни талаб этувчи америка қонунчилигига нисбатан қаттиқ талаб қўймайди.

Учинчидан, оферент сингишда иштирок этувчи бошқа шахс сотиб олинаётган акцияларга таклиф этиш тўғрисидаги қарор чоп этилгунга қадар уч ой давомида тўлаши мумкин бўлган нархдан кам нарх таклиф этмаслиги керак.

Тўртинчидан, дастлабки офертани қабул қилмаган қолган акциядорлар, сингиш даври тугашига икки ҳафта қолган муддат давомида буни амалга оширишлари мумкин. Лекин бу қоида сингиш натижасида компаниянинг 30 фоиз акциялари сотиб олинган ҳолларга нисбатан қўлланилмайди.

Бешинчидан, компания бошқаруви директорлар кенгаши ёки акциядорлар умумий йиғилиши тасдиғисиз сингиш жараёнларига нисбатан ҳимоя тактикасини қўллай олмайди.[708]

Актнинг алоҳида боби компания устидан назорат ўрнатилган, яъни компания сингдирилган ҳоллардаги мажбурий офертага бағишланган.[709] Назоратни қўлга киритган шахс бу ҳақдаги ахборотни чоп этгандан кейингина сингдирилган компаниянинг қолган акцияларини сотиб олиши тўғрисида оммавий оферта йўллаши мумкин.

Сингишлар тўғрисидаги актга асосан оммавий оферта оферта жараёни тўғрисида қарор қабул қилинган вақтдан

[706] Қаранг: Developments in German Takeovers and Squeeze-Outs // Investment Banking Briefing. – Ashurst Morris Crisp. – April 2002.
[707] Қаранг: German Takeover Act. Clent Note. – Lovells, 2002.
[708] Қаранг: Act on the Regulation of Public Offers for the Acquisition of Securities and Corporate Takeovers. – §33.
[709] Idem. – Chapter 5.

бошланади. Ўзининг бу ҳақдаги қарорини чоп этгунга қадар потенциал оферент фонд биржалари ва Германия молиявий назорат бўйича федерал органларини (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht) хабардор этиши лозим бўлади. Ундан кейин оферент ўзининг қарори ҳақида биржа хабарлари чоп этиладиган миллий газетада хабар эълон қилиши керак. Шунингдек у ўзининг қарори ҳақида акциялари сотиб олинадиган кмпания бошқарувини расмий равишда хабардор этиши шарт. Хабар чоп этилгандан кейин 4 ҳафта мобайнида оферент молиявий назорат федерал органлари рухсат берган акцияларни сотиб олиш тўғрисидаги оммавий офертага рухсат бергандан кейин дарҳол чоп этилиши лозим бўлган оферта ҳужжатларини тайёрлайди. Бундай чоп этиш акцияларни сотиб олиш ҳақидаги оммавий оферта ҳисобланади. У оферент, унинг манзили, оферта киритилаётган акцияларнинг нархи ва тури, оферта қабул қилиниши бошланиши ва тугаш муддати, молиялаштириш усуллари, оферентнинг акциялари сотиб олинадиган компанияга нисбатан келажакдаги тадбиркорлик режалари, компания бошқарувига бериладиган махсус мукофот (“парашютлар”), шунингдек уларнинг сингишдан оладиган фойдаси, оферент ёки оферта иштирокчиси эгалик қилаётган акциялар сони ҳақидаги ахборотларни ўзида акс эттириши керак.

Оферта чоп этилгандан кейин акциялари сотиб олинаётган компаниянинг акциядорлари чоп этилган кундан бошлаб 4 ҳафтадан 10 ҳафтагача бўлган муддатда офертани қабул қилиш тўғрисидаги масалани ҳал этишлари лозим. Мазкур муддатнинг давомийлиги оферент томонидан белгиланади. Оферент акцепт даври бошлангунга қадар оферта шартларини ўзгартириши мумкин. Бошқа ҳолларда оферта шартларининг ўзгартирилиши акциядорларга нисбатан тенг муносабатда бўлиш тамойилини бузади, чунки оферта шартлари ўзгаришигача бўлган вақтда ва ундан кейин ўз акцияларини турли шартлар бўйича сотадилар. Акт шунингдек акциялари сотиб олинаётган компания бошқаруви ва кузатув кенгашининг оммавий оферта бўйича ўзларининг шарҳларини чоп этиш билан боғлиқ мажбуриятини ҳам назарда тутади. Мазкур

шарҳда офертанинг тури ва нархи, акциялари сотиб олинаётган компания учун унинг оқибатлари каби маълумотлар ўз аксини топган бўлиши лозим. Кўриниб турганидек, буларнинг барчаси бир меъёрда фаолият юритаётган компания ва акциядорлар манфаатларини ҳимоя қилишга қаратилган.

5.3. Акциядорлик жамиятларини қайта ташкил этиш жараёнларини ҳуқуқий тартибга солиш муаммолари

Амалиёт таҳлили натижалари Ўзбекистонда қайта ташкил этиш билан боғлиқ битимлар кенг тус олмаганлигини кўрсатди. Лекин шунга қарамасдан, Ўзбекистон Республикасининг акциядорлик жамиятларини қайта ташкил этиш ва бу жараёнда акциядорларнинг ҳуқуқларини ҳимоя қилиш тўғрисидаги қонунчилигини кўриб чиқиш, назаримизда, фойдадан холи бўлмайди.

Шу муносабат билан таъкидлаш жоизки, ЎзР Давлат мулк қўмитаси маълумотларига асосан биргина 2003 йилда Ўзбекистондаги 2261 та акциядорлик жамиятлари турли кўринишдаги қайта ташкил этиш тўғрисида қарор қабул қилишган.[710] Мазкур ҳолатнинг ўзи ҳам ушбу жараёнларни тартибга соладиган қонун нормаларига қатъий риоя қилиниши лозимлигидан дарак беради.

РФ сингари Ўзбекистон Республикасида ҳам акциядорлик жамиятларини қайта ташуил этиш жараёнларини ҳуқуқий тартибга солишдаги асосий ҳужжат бўлиб Фуқаролик кодекси ҳисобланади. Лекин РФ фуқаролик кодексининг 104-моддаси 1-бандида “акциядорлик жамияти акциядорлар умумий йиғилиши қарорига кўра ихтиёрий тарзда қайта ташкил этилиши ёки тугатилиши мумкин” деб кўрсатилган.[711] Мазкур модданинг 3-бандида эса акциядорлик жамиятининг масъулияти чекланган жамият ёки ишлаб чиқариш кооперативига айланиши

[710] Қаранг: ЎзР ДМҚнинг 2003 йилги ахборот-таҳлилий бюллетени. – Т., 2003. – Б.10.

[711] Комментарий к Гражданскому кодексу Российской Федерации, Части первой (постатейный)/Под руководством д.ю.н., проф. О.Н. Садикова. – М.: Юридическая фирма Контракт; ИНФРА М, 1997. – XXII. – С.213.

мумкинлиги назарда тутилган. РФ да акциядорлик жамиятларини қайта ташкил этиш муносабатларида асосан РФ ФКнинг 57-61-моддалари (юридик шахсларни қайта ташкил этиш) қўлланилади.

ЎзР ФКсида эса акциядорлик жамиятларини қайта ташкил этиш бўйича бундай махсус норма мавжуд бўлмаганлиги сабабли, бундай муносабатлар 49-52-моддаларда назарда тутилган барча юридик шахсларни қайта ташкил этишга тегишли умумий қоидалар билан тартибга солинади. ФКнинг 49-моддасида кўрсатилишича, “Юридик шахсни қайта ташкил этиш (қўшиб юбориш, қўшиб олиш, бўлиш, ажратиб чиқариш, ўзгартириш) унинг муассислари (иштирокчилари) ёки таъсис ҳужжатларида шунга вакил қилинган юридик шахс органи қарорига мувофиқ амалга оширилиши мумкин”. Демак, “Акциядорлик жамиятлари ва акциядорларнинг ҳуқуқларини ҳимоя қилиш тўғрисида”ги қонуннинг 65-моддасига асосан акциядорлик жамияти қайта ташкил этиладиган ҳолатда тегишли қарор АЖ иштирокчилари, яъни акциядорлар томонидан қабул қилинади. Бунда Қонуннинг 66-моддаси 6-қисмига асосан қайта ташкил этиш тўғрисидаги масала юзасидан қарор акциядорлар умумий йиғилиши томонидан акциядорларнинг умумий йиғилишида иштирок этаётган овоз берувчи акцияларнинг эгалари бўлмиш акциядорларнинг тўртдан уч қисмидан иборат кўпчилик овози билан қабул қилинади. Қонуннинг 29-моддаси 7-қисмига кўра АЖни қайта ташкил этиш масаласи бўйича акциядорлар умумий йиғилишида овоз бериш ҳуқуқига имтиёзли акциялар эгалари эга бўлгаликлари сабабли, АЖни қайта ташкил этиш тўғрисидаги қарорни қабул қилиш учун керак бўладиган 3/4 овоз нафақат овоз берувчи оддий акцияларга эга бўлган акциядорлар сонидан, балки умумий йиғилишда иштирок этган барча акциядорлар сонидан келиб чиқиб белгиланади.[712]

“Акциядорлик жамиятлари ва акциядорларнинг ҳуқуқларини ҳимоя қилиш тўғрисида”ги Қонун акциядорлик жамиятларини қайта ташкил этиш бўйича Ўзбекистон Республикасида амал

[712] Қаранг: Звоненко Д.П. Реорганизация акционерного общества: права заинтересованных лиц. http://www.krikunov.ru/publications/pressa.html

қилаётган барча ҳужжатлар ичида мазкур муносабатларни нисбатан батафсил тартибга соладиган меъёрий ҳуқуқий ҳужжат ҳисобланади. Қонун АЖ ҳуқуқий мақоми ўзгариши нуқтаи назаридан қайта ташкил этишнинг икки турини фарқлайди. 1) Қўшиб юбориш, бўлиш, ажратиб чиқариш ва ўзгартириш шаклидаги қайта ташкил этиш бўлиб, унда давлат рўйхатидан ўтказишни талаб этадиган янги АЖ ёки бошқа турдаги юридик шахс пайдо бўлади. 2) Бир АЖ бошқа бир юридик шахсни ўзига қўшиб олиши натижасида қўшиб олинган юридик шахс тугатилганлиги сабабли, тегишли органларда рўйхатдан ўтказишни талаб этадиган қўшиб олиш.

Таъкидлаш жоизки, РФда йирик акциядорлар мол-мулк тегишли бўлган акциядорлик жамиятининг акцияларини сотиб олиш орқали мол-мулкнинг қимматли қисмларини қўлга киритганлар. Кичик акциядорларга эса ликвидли бўлмаган мол-мулк қолар эди. Натижада РФ федерал қонунининг 18-моддаси 3-бандига қуйидаги таҳрирдаги норма киритилди: ”қайта ташкил этиш масаласи бўйича қарши овоз берган ёки овоз беришда иштирок этмаган қайта ташкил этилаётган жамиятнинг ҳар бир акциядори қўлидаги акцияларга мутаносиб тарзда бўлиниш натижасида пайдо бўлаётган ҳар бир жамиятнинг акциясини олиши керак”.

ЎзР қонунида бундай норма мавжуд эмас, яъни бу ерда камчиликни ташкил этувчи акциядорлар қайта ташкил этиш ҳолатида йирик акциядорлар томонидан АЖнинг ўзбошимчалик билан бундай бўлиниши натижаларидан ҳимояланмаган. Шунинг учун фикримизча, қонуннинг 98-моддасига (жамиятнинг бўлиниши) жамиятнинг мулкини йирик ва кичик акциядорлар ўртасида деярли тенг тақсимланишини таъминлайдиган нормани киритиш мақсадга мувофиқ ҳисобланади.

Қонунга асосан қайта ташкил этиш масалалари акциядорларнинг умумий йиғилишида кўриб чиқилади. Бунда умумий йиғилиш кун тартибидаги масала шаклидаги қайта ташкил этиш тўғрисидаги ташаббус акциядорлар[713] томонидан

[713] Қонуннинг 70-моддасига асосан жамият овоз берувчи акцияларининг камида бир фоизига эга бўлган акциядор (ёки акциядорлар).

ҳам, АЖ бошқаруви[714] томонидан ҳам киритилиши мумкин. Лекин АЖ хўжалик фаолияти билан ижро органи шуғулланганлиги боис, қайта ташкил этилаётган АЖ тадбиркорлик фаолиятининг ҳолати кўпроқ жамиятнинг доимий органлари ҳисобланган кузатув кенгаши ва ижро органига маълум бўлади. Шу билан бирга акциядорлар АЖ бошқаруви томонидан ошкор этилган ахборотларгагина эга бўлади, бу ахборот таркибига эса тижорат сирини ташкил этувчи ахборот кирмайди. Натижада АЖ қайта ташкил этилишининг деярли ягона ташаббускори унинг бошқаруви бўлиб қолади. АҚШда корпоратив қайта ташкил этишлар ташаббуси билан чиқиш ҳуқуқи АЖнинг директорлар кенгашига тегишли бўлиб, акциядорлар тасдиқлаш ёки вето ҳуқуқига эга бўладилар, бу эса корпорация фаолиятида ҳар бир иштирокчининг ролини янада кучлироқ акс эттиради.[715] Лекин бу ерда акциядорлар нисбатан кенг ҳимоя ваколатларига эга бўлиб ҳисобланади. Яъни бу ерда акциядорлар ҳуқуқлари ҳимоя қилинишининг муайян кафолатлари мавжуд.

Фикримизча, АЖни қайта ташкил этиш чоғида ижро органининг роли аниқ белгиланмаганлиги, акциядорлик жамиятлари қайта ташкил этилишларини тартибга солиш борасида амалдаги қонунчиликдаги камчилик бўлиб ҳисобланади. Акциядорлик жамиятларининг кундалик хўжалик фаолиятига кузатув кенгашидан фарқли равишда айнан ижро органи раҳбарлик қилиши туфайли, акциядорлик жамиятининг келажакдаги фаолият йўналиши ва унинг АЖ учун фойдалилиги ҳақида айнан ижро органи нисбатан хабардор ҳисобланади. Англо-американ тизимида акциядорлик жамиятининг ички бошқарув органини акциядорларнинг умумий йиғилиши ва директорлар кенгаши деб номлашдан келиб чиқиб Россия федерациясида кузатув кенгаши директорлар кенгаши деб номланди. Аслида эса Ўзбекистонда ва Россия федерациясида

[714] Қонунга кўра акциядорлик жамиятининг иккала органи ҳам навбатдан ташқари умумий йиғилишни чақириш ва тегишли равишда унинг кун тартибига таклиф киритиш ваколатига эга.

[715] Қаранг: Nunes K., Vogel L., Linn C. and Kostrant P. French and SEC Securities Regulation: The Search for Transparency and Openness in Decision Making // Vand. J. Transnat'l L. – 1993. – №26. – P.217, 219.

кузатув кенгаши (директорлар кенгаши) роли англо-американ тизимидаги мустақил директорлар ролига яқин. Бежиз Францияда акиядорлик жамиятини уч босқичли тизим асосида қуриш чоғида умумий йиғилиш ва ижро органи ўртасида турувчи орган кузатув кенгаши деб аталади. Англо-американ тизимига асосланган икки босқичли тизим қўлланилганда эса умумий мажлисдан кейин иккинчи орган директорлар кенгаши деб номланади. Акциядорлик жамиятларининг Германия моделидан фарқли равишда англо-американ моделидаги директорлар кенгаши жорий хўжалик фаолиятига иштирок этишгача бўлган нисбатан кенг ваколатларга эга бўлади. Мустақил директорлар акциядорлик жамияти бошқарилиши устидан кузатувни амалга оширишади. Кузатув кенгаши бу акциядорларнинг умумий йиғилиши бажарадиган баъзи вазифаларни бажарадиган акциядорларнинг вакиллик органидир. Лекин шу билан бирга кузатув кенгаши ижро органидан фарқли равишда жорий хўжалик фаолиятидан четда туриши лозим.

Таъкидланганлардан акциядорлик жамиятларини қайта ташкил этишда ижро органи муҳим аҳамиятга эга деган хулосага келиш мумкин. Масалан, АҚШда акциядорлик жамиятларини қайта ташкил этиш билан бевосита ижрочи директорлар шуғулланади. Худди шундай вазифа уларга тугатиш ва банкротлик жараёнларида ҳам юклатилади. Бу мазкур органларнинг бундай ишлар ҳақида хабардорлиги ва тажрибага эгалигидан далолат беради. Бу АҚШ прецедент қонунчилигида ўз аксини топган самарали тадбиркорлик қарори тўғрисидаги қоида орқали ифодаланди. Ўзбекистонда бундай қоида ҳозирча мавжуд эмас. Лекин шунга қарамасдан бугунги кунда акциядорлар манфаатлари ҳамда самарали тадбиркорлик фаолиятини ҳуқуқий таъминлашдан келиб чиқиб бизнинг қонунчилик ривожланмоқда.

Бизнинг фикримизча акциядорлик жамиятиларини қайта ташкил этиш жараёнларида ижро органининг ролини ўрганиш ва бундай ҳолларда мазкур органнинг ҳуқуқ ва мажбуриятларини батафсил тартибга солиш акциядорлар ҳуқуқларини ҳимоя қилиш ва қайта ташкил этишларнинг

самрадорлигига ижобий таъсир кўрсатади.

Назаримизда Ўзбекистон Республикаси қонунчилиги бўйича акциядорлик жамиятларини қайта ташкил этиш муносабатларини тартибга солишда бошқарувнинг роли ҳам муҳим масала бўлиб ҳисобланади. Бундай турдаги қайта ташкил этишларга қўшиб юбориш ва бирлаштириш киради. Қонунда кўрсатилишича, «ўз фаолиятини тугатган икки ёки бир неча жамиятнинг барча ҳуқуқлари ва мажбуриятларини ўтказиш йўли билан янги жамиятни вужудга келтириш жамиятларнинг қўшиб юборилиши деб ҳисобланади»[716]. «Бир ёки бир нечта жамият фаолиятини тўхтатиб, ўларнинг ҳуқуқлари ва мажбуриятларини бошқа жамиятга ўтказиш эса- жамиятни бирлаштириш деб ҳисобланади»[717]. Қайта ташкил этишнинг мазкур иккала шаклида ҳам фақат битта АЖ тузилади ёки қолади. Бу ерда қайта ташкил этилаётган АЖ бошқарувлари қўшиб юбориш ёки бирлаштириш тўғрисидаги шартнома тузишни хоҳлайдиларми дега савол туғилади. Ахир қонун бўйича айнан АЖнинг кузатув кенгашигина қайта ташкил этиш ташаббуси билан чиқади. Лекин масалан, бирлаштириш шаклидаги қайта ташкил этиш АЖнинг олдинги икки ооргани ўрнида битта ижро органи ва кузатув кенгаши тузилишини билдиради. Бунда олдинги икки АЖда директорлар кенгаши, айтайлик, 15 кишидан иборат таркибда бўлса, янги ташкил этилган АЖда кузатув кенгаши 30 кишидан иборат бўлади. Бу ҳатто йирик акциядорлик жамиятлари учун ҳам жуда кўп ўлиб ҳисобланади. Шунга кўра, олдинги икки АЖ органлари аъзоларининг бир қисми ўз ишини йўқотиш билан боғлиқ муаммога дуч келади. Бундай ҳолда АЖ бошқаруви аъзолари кам ҳолларда ишсиз қолишни хоҳлашади.

Қўшиб юбориш ҳолатида кузатув кенгаши ҳам ташаббус билан чиқиши мумкин. Лекин қўшиб юбориш натижасида қўшиб юборилаётган АЖ бошқаруви ўзининг ишини йўқотади, чунки қўшиб олаётган АЖ ўзининг ходимларини сақлаб қолади ва бунинг натижасида низоли ҳолат вужудга келади.

Акциядорларга фойда, бошқарувчиларга эса ўз ишини

[716] Қаранг: Қонуннинг 96-моддаси, 1-қисми.
[717] Қаранг: Қонуннинг 97- моддаси 1-қисми.

йўқотишни олиб келувчи корпоратив сингишлар жараёнида ҳам худди шундай ҳолат вужудга келади.[718] Лекин қайта ташкил этишдан фарқли равишда сингиш жараёнида дастлабки босқичдан бошлаб нисбатан оммавий характер касб этади ва шунинг учун бу ҳолатда бошқарувнинг ҳалол ниятларда ҳаракат қилиши янада сезиларли бўлади.

Акциядорлик жамиятини қайта ташкил этишда жамиятнинг ўз акцияларини сотиб олиши акциядорлар ҳуқуқларини ҳимоя қилишнинг муҳим воситаси ҳисобланади. Қонуннинг 44-моддасига асосан «овоз берувчи акция эгаси ҳисобланган акциядорлар акциядорлик жамияти қайта ташкил этилаётган, жамият уставига акциядорларнинг ҳуқуқларини чеклайдиган ўзгартишлар ва қўшимчалар киритилганда ёки жамиятнинг устави уларнинг ҳуқуқларини чеклайдиган тарзда янги таҳрирда тасдиқланганда, башарти акциядорлар тегишли қарорлар қабул қилинишига қарши овоз берган бўлсалар ёки овоз беришда узрли сабабларга кўра иштирок этмаган бўлсалар, ўзларига қарашли зкцияларнинг ҳаммаси ёки муайян қисми жамият томонидан қайтариб сотиб олинишини талаб қилишга ҳақлидир». Акциядорларнинг ўзларига қарашли акцияларни жамиятнинг қайтариб сотиб олиши тўғрисидаги талаблари акциядорлар умумий йиғилишининг тегишли қарори қабул қилинган кундан эътиборан кечи билан 45 кун ичида жамиятга тақдим қилинмоғи лозим. Мазкур муддат тугаганидан сўнг жамият қайтариб сотиб олиш талабини қўйган акциядорлардан акцияларини 30 кун ичида сотиб олиши шарт. Шундай қилиб, акциядорларнинг акцияларини сотиб олишнинг бутун жараёни акциядорлар умумий йиғилиши томонидан жамиятни қайта ташкил этиш тўғрисидаги қарор қабул қилинган кундан бошлаб 75 кундан ошмаслиги лозим.

Таъкидланганидек, кўпгина муаммолар қайта ташкил этилаётган акциядорлик жамиятларининг улушларини ноҳақ тақсимлаш натижасида келиб чиқади. Мазкур ҳолатда қайта ташкил этиш тўғрисида тўғри қарор қабул қилишда акциядорларга ёрдам берадиган, мол-мулкни тақсимлаш

[718] Мазкур ишнинг 5-боби 1 параграфига батафсил қаранг.

тўғрисида акциядорларнинг умумий йиғилишида олдиндан келишиб олиш муҳим масала бўлиб ҳисобланади. Юқоридагиларнинг барчаси акциядорлик жамиятларини қайта ташкил этиш жараёнида низолар келиб чиқишининг асосий сабаби тегишли ахборотни самарасиз ошкор этиш бўлиб ҳисобланишидан далолат беради.

Фикримизча, акциядорлик жамиятларини қайта ташкил этишга нисбатан, ҳатто қайта ташкил этиш бошлангандан кейин ҳам акциядорларнинг вето ҳуқуқини киритиш мақсадга мувофиқ ҳисобланади. Чунки айнан акциядорлар, айниқса камчиликни ташкил этувчи акциядорлар АЖ фаолияти ҳақида кам ахборот билан таъминланган бўлади, қайта ташкил этиш жараёнида эса улар бу жараённинг ўз манфаатлари учун зарарли эканлигини аниқлашлари мумкин. Бунда қайта ташкил этишнинг муайян босқичига қадар камчиликни ташкил этувчи акциядорларни ҳимоя қилишнинг мазкур икки усулини қўллаш мақсадга мувофиқ деб ҳисобланади. Лекин бундай вето ҳуқуқибошқа акциядорларнинг манфаатларига зарар етказиши мумкин бўлган, қайта ташкил этишни амалга оширишга кетадиган ҳаражатларни ошириб юбормаслии лозим.

Фикримизча, топшириш-қабул қилиш далолатномаси тузилгандан кейин ҳам, лекин қайта ташкил этилаётан АЖдаги ўзгаришлар давлат рўйхатидан ўтказилгунга қадар вето ҳуқуқидан фойдаланишни ўрнатиш мумкин. Лекин бундай далолатнома тузилгандан кейин вето ҳуқуқидан фойдаланиш бухгалтерлик ва бошқа ҳисоб-китобларни қайта ўтказишни, бу эса вақт жиҳатдан ҳам, молиявий жиҳатдан ҳам қўшимча харажатларни талаб этади. Бундай вето ҳуқуқи киритилган ҳолларда мазкур ҳуқуқ амалда бўладиган муддатни белгилаш лозим бўлади. Лекин, ҳар қандай ҳолда ҳам бундай ҳуқуқ АЖ ва бошқа акциядорлар учун харажат талаб этадиган ҳуқуқ бўлиб ҳисобланади. Шунинг учун, фикримизча, бундай ҳуқуқни ўрнатиш билан бир қаторда ундан фойдаланишни хоҳловчи акциядор зиммасига АЖни тўғрисида қабул қилинган қарорнинг унинг мулкий манфаатлари учун зараралилигини исботлаш мажбурияти юкланиши лозим.

Қонуннинг 44-моддаси, 3-қисмида кўрсатилишича, «жамият

акцияларни бозор қиймати бўйича қайтариб сотиб олади, бу қийматни аниқлаш чогида жамиятнинг акцияларни баҳолашни ва қайтариб сотиб олишни талаб қилиш ҳуқуқи вужудга келишига сабаб бўладиган ҳаракатн натижасида унинг қиймати ўзгариши ҳисобга олинмайди». Акцияларни сотиб олишнинг бозор баҳоси қандай аниқланишининг белгиланмаганлиги мазкур нормадаги асосий камчилик бўлиб ҳисобланади. Акциялар уларнинг фонд бозоридаги бозор қиймати бўйича сотиб олиниши керакми, ёки жамият соф активлари қийматининг сотиб олишни талаб қилаётган акциядор улушига нисбатан белгиланадиган баҳоси бўйича сотиб олинадими? Мазкур ҳолатда фикримизча, акцияларнинг иккала қиймати ҳам бир хил даражадаги муҳимликка эга.

Айтайлик баҳоловчи сотиб олинаётган акцияларни уларнинг фонд бозоридаги нархидан келиб чиққан ҳолда баҳолади. Лекин бу вақтда АЖ фаолиятининг сўннги вақтдаги самарасизлиги ёки қайта ташкил этиш тўғрсидаги ахборотнинг тарқалганлиги туфайли унинг акциялари нархи икки баравар тушиб кетган бўлиши мумкин. Жамиятнинг соф активлари эса нисбатан юқори қимматга эга бўлади ва узоқ муддатли истиқболга эга бўлади. Бундай ҳолда фонд бозоридаги нархга асосан баҳолаш акциядор учун фойдасиз бўлиб ҳисобланади.

Бунинг акси бўлган ҳолат ҳам вужудга келиши мумкин. Айтайлик баҳоловчи сотиб олинаётган акцияларни АЖнинг соф активлари қийматига қараб баҳолади. Лекин сўнгги йилларда АЖ фаолиятининг юқори даромадлилиги туфайли фонд бозорида унинг акциялари нархи соф активларига қараганда анча қимматлашиб кетди. Акциядор учун бундай ҳолатнинг мураккаблиги шундаки, акцияддор улушининг бундай баҳоланиши бозордаги акцияларнинг баҳосига таъсир қилади ва акциядорда ўз акцияларини нисбатан паст нархда фақат ўзининг акциядорлик жамиятига сотиш қолади холос.

Қонуннинг мазкур камчилигини инобатга олган ҳолда қонуннинг 44-моддаси, 3-қисмида белгиланган акцияларни баҳолаш тўғрисидаги қоидани қуйидаги таҳрирда баён этиш мақсадга мувофиқ деб ҳисоблаймиз: «Акцияларни сотиб олиш жамиятнинг кузатув кенгаши томонидан белгиланган, лекин

жамият соф активларидаги акциядор улушининг бозор қийматидан шунингдек, акцияларнинг қимматли қоғозлар бозоридаги сўнгги 3 ойда амал қилган нархи ва акцияларни сотиб олишни талаб қилиш ҳуқуқини келтириб чиқарган жамиятнинг ҳаракатлари натижасида келиб чиқадиган ўзгаришларни инобатга олмаган ҳолда баҳоловчи томонидан аниқланадиган қайта ташкил этиш ўтказилиши эълон қилинишидан 2 ой олдин мавжуд бўлган нархдан кам бўлмаган нархда амалга оширилади».

Юқоридаги таклифдан кўриниб турганидек, акцияларнинг нархи қайта ташкил этиш эълон қилингунга қадар бўлган унинг курси бўйича аниқланиши лозим. Мазкур қоида акциядорлик жамияти учун ҳам муҳим, чунки қайта ташкил этиш эълон қилингандан кейин унинг акциялари нархи аксинча, кўтарилиши ва бу АЖнинг қолдиқ қийматига таъсир этиши мумкин. Биз томонидан таклиф этилаётган 3 ойлик муддат шартли бўлиб ҳисобланади. Биз уни қайта ташкил этишлар бўйича Голландия қонунчилигидан келиб чиққан ҳолда таклиф этдик. Мазкур муддатни аниқ белгилаш Ўзбекистон қимматли қоғозлар бозоридаги аниқ шароитларни ўрганишни талаб этади. Икки ойлик муддат эса фикримизча, холис баҳолаш учун зарур бўлиб ҳисобланади, чунки қимматли қоғозлар бозорига бўлажак қайта ташкил этиш тўғрисида исайдерлик ахбороти тарқалган бўлиши мумкин.

Қонун акциядорлик жамиятини қайта ташкил этиш жараёнида акциядорларнинг ҳуқуқларини суд орқали ҳимоя қилишни ҳам назарда тутади. Қонуннинг 66-моддаси, 10-қисми акциядор узрли сабабларга кўра акциядорлар умумий йиғилишида иштирок этмаган ёки бундай қарор қабул қилинишига қарши овоз берган ҳолларда унинг акциядорлар умумий йиғилишида қабул қилинган қарор устидан судга шикоят қилиш ҳуқуқини назарда тутади. Лекин бундай ҳолда акциядорлар умумий йиғилишининг қарори акциядорнинг қонуний ҳуқуқ ва манфаатларини бузиши лозим бўлади. Суд ишнинг барча ҳолатларини инобатга олган ҳолда қуйидаги шартлар бўлган ҳолларда устидан шикоят берилган қарорни ўз кучида қолдириши мумкин:

– акциядорнинг позицияси овоз бериш натижаларига таъсир этмайдиган бўлган бўлса;

– йўл қўйилган қонунбузарликлар жиддий бўлмаса;

– қарор мазкур акциядорга зарар етказилишига олиб келмаган бўлса.[719]

РФ федерал қонунида акциядорлик жамиятини қайта ташкил этиш натижасида тузиладиган мол-мулк ҳисобидан мулк шакллантиришга оид мажбурий қоида акциядорлар ҳуқуқларини ҳимоя қилишнинг воситаси бўлди.[720] Бундай қоида Ўзбекистон Республикасининг қонунида ўз аксини топмади. Бу вужудга келаётган жамиятлар устав капиталини алоҳида акциядорлар ҳисобидан кўпайтириш имкониятини инкор этади.

Фикримизча, бунда қонун АЖни қайта ташкил этиш натижасида пайдо бўлган воситалари унинг кейинги фаолияти учун етишмаслиги имкониятини назардан четда қолдиради. Қонуннинг 95-моддаси, 6-қисмига кўра Қайта ташкил этиш тўғрисида қарор қабул қилинган санадан эътиборан жамият 30 кундан кечиктирмай ўз кредиторларини бу ҳақда ёзма равишда хабардор этади. Кўриниб турганидек, бундай хабарнома қайта ташкил этиш тўғрисида қарор қабул қилинганидан кейин юборилади. Албатта, бунда кредиторлар мажбуриятларни муддатидан олдин ижро этишни талаб қилмасликлари ҳам мумкин. Лекин кредиторлар оммавийталаб қўйган ҳолларда АЖ қўшимча воситаларни жалб қилиш билан боғлиқ муаммога дуч келади. Худди шундай муаммога қайта ташкил этилаётган АЖнинг акциядорлари ҳам дуч келишлари мумкин. Қайта ташкил этишга рози бўлмаган акциядорлар АЖдан ўзларининг акцияларини соиб олишини талаб қилиши мумкин. Масалан, 10 фоиз акцияларга эга бўлган акциядорлар қайта ташкил этишга қарши бўлган бўлса, бу ҳол АЖ устав фондининг камайиши ва янги ташкил этилгган АЖ воситаларининг етмаслиги ёки унинг устав фонди камайишига олиб келиши мумкин. Кўп ҳолларда қайта ташкил этилаётган АЖ ўзининг фаолиятини сақлаб қолиши туфайли, тезлик билан

[719] Қаранг: Звоненко Д.П. Ўша асар.

[720] Қаранг: 07.08.2001 йилда амалга киритилган РФ федерал қонунининг 15-моддаси, 3-банди.

молиявий ресурсларни жалб этиш зарурати келиб чиқади.

Таъкидланганлардан келиб чиққан ҳолда юқоридаги нормани енгиллаштириш ва уни қуйидаги таҳрирда баён этиш мақсадга мувофиқ ҳисобланади: «мазкур қонуннинг 44-моддасида назарда тутилган шароитлар вужудга келиши натижасида ўзининг акцияларини сотиб олиш ҳолларидан ташқари, Қайта ташкил этиш натижасида тузиладиган жамиятнинг мол-мулкини шакллантириш фақат қайта ташкил этилаётган жамият мол-мулки ҳисобидан амалга оширилади». Лекин мазкур норма акциядорлик жамиятида эгаликнинг тўпланишига олиб келади.

ХУЛОСА

Юқорида билдирилган фикрлардан кўриниб турганидек, сингишлар у ёки бу мамлакатда тадбиркорлик фаолияти мақсад ва шартларининг табиий натижаси бўлиб ҳисобланади. Шунинг учун уларга мураккаб иқтисодий ёки ҳуқуқий муаммо сифатида қарамаслик лозим, чунки улар «корпоратив назорат бозори» орқали корпоратив сектордаги муносабатларни тартибга солишга қаратилиши билан бир қаторда АЖ самарадорлигини ошириш мақсадларида капитални бирлаштириш ва йириклаштиришга имкон яратган ҳолда иқтисод учун фойдали бўлиб ҳисобланади.

Ҳар бир яхши тартибга солинмаган соҳа каби сингишларни тартибга солиш ҳам акциядорларнинг, айниқса миноритар акциядорларнинг ҳуқуқлари бузилиши каби салбий оқибатларга олиб келиши мумкин. Бугун буни биз мазкур муносабатларни тартибга солиш яхши йўлга қўйилмаган бир қатор мамлакатларда кўришимиз мумкин. Ўзбекистон Республикасида сингишларни тартибга солишдан асосий мақсад монополияга қарши йўналтирилганлик, яъни муайян соҳада рақобатнинг чекланишига олиб келадиган компаниялар сингишининг олдини олиш бўлиб ҳисобланади. Одатда сингишнинг “ихтиёрий таклиф этилиши” моддий хусусият касб этади ва бозор иқтисодиётининг қонунлари натижасида келиб чиқади ва бутун иқтисодий

фаолият сингари у тегишли тарзда ҳуқуқий тартибга солиш ва вужудга келаётган низоларнинг ижобий ҳал этилишини талаб этади.

Сингишлар акциядорлар учун салбий оқибатларга олиб келиши ҳам мумкин. Лекин Буюк Британия ва Германия тажрибасидан келиб чиқиб, АЖ бошқаруви томонидан сингишларга қарши қўлланиладиган чораларга қонун орқали рухсат берилиши мақсадга мувофиқ ҳисобланмас эди.

Шунингдек назоратни қўлга киритиш муаммосини қонун даражасида ҳал қилиш лозим. Ўзбекистон Республикасидаги турли норматив актларда бу масала турлича ҳал этилади. Қонунда бу 20 фоиз қилиб, монополияга қарши ҳужжатларда эса 35 фоиз қилиб белгиланган.

Мазкур масалани монополияга қарши кураш нуқтаи назаридан келиб чиққан ҳолда бир хил ҳал этиш лозим. Шу билан бирга фаолият юритаётган акциядорлик жамиятларининг бозор иқтисодиёти шароитида мамлакат иқтисодиётидаги салмоғини инобатга олган ҳолда уларнинг самарали фаолиятини таъминловчи ҳуқуқий асосни мустаҳкамлаш орқали акциядорларнинг қонуний ҳуқуқ ва манфаатлари ҳимоясини янада ошириш.

Сингишларни тартибга солиш бўйича юқорида кўриб чиқилган ҳуқуқий тизимларни умумий тарзда икки турга бўлиш мумкин: 1) сингишлар жараёнини батафсил тартибга солмайдиган ва сингишлар даврида бошқарувчиларга кенг ҳуқуқлар ва ҳимоя берадиган америка тизими ва 2) сингишлар жараёнинни батафсил тартибга соладиган ва сингишлар даврида бошқарувчиларга сезиларли ваколатлар бермайдиган Буюк Британия ва Германия тизими. Америка модели корпоратив ҳуқуқнинг бошқарувчиларга йўналтирилганлиги, қимматга тушадиган сингишлар жараёни ва бошқарувчиларнинг акциядорлар олдидаги фидуциар мажбуриятлари тамойилига асосан сингишлар даврида уларга қарор қабул қилиш ҳуқуқининг берилиши каби хусусиятлари Билан ажралиб туради. Тегишли равишда бундай тизимнинг қўлланилиши катта прецент тажрибаси ва ривожланган суд тизими мавжудлигини талаб этади. Бу эса Германия сингари

Ўзбекистонга ҳам тўғри келмайди. Бизнинг мамлакатимиз учун сингишлар жараёнини тўлиқ тарзда қонун орқали тартибга солиш ва бу жараёнда бошқарувчиларнинг ваколатларини аниқ белгилаш мақсадга мувофиқ ҳисобланади.

Учала мамлакат қонунчилиги таҳлилидан кўриниб турганидек, сингишлар жараёни деярли қуйидаги босқичлардан иборат бўлади:

1. Тендер таклифини тайёрлаш ва монополияга қарши кураш ҳамда қимматли қоғозларнинг ҳаракатини назорат қилувчи ваколатли органлардан тегишли рухсатномаларни олиш.

2. Таклиф ва у ҳақдаги хабарни акциядорлар ва корпорацияга чоп этиш орқали эълон қилиш. Бунда таклифда оферент, у сотиб олмоқчи бўлган акциялар ҳажми, акцияларни сотиб олиш мақсади, корпорацияни бошқариш бўйича оферентнинг кейинги тадбиркорлик режалари каби маълумотлар акс эттирилади.

3. Акциялари сотиб олинаётган компаниянинг акциядорлари бир қарорга келишлари учун вақт бериш.

4. Оферент томонидан мазкур компания барча акцияларининг сотиб олиниши. Бунда улар томонидан барча акциядорларга таклиф этилган нарх бир хил бўлиши ва оферта эълон қилингунга қадар муайян муддат (3 ойдан 6 ойгача) қимматли қоғозлар бозорида шаклланган мазкур акцияларнинг нархидан кам бўлмаслиги керак. Чунки бу оферентни акциялар билан алдамчилик фактини содир этиш имкониятидан маҳрум этади ва сингиш шартларини қийинлаштириб юборади.

5. Овоз берувчи акцияларнинг белгиланган миқдоридан ортиқ акциялар сотиб олинган ҳолларда тендер жараёни шартларининг ўзгариши.

Фикримизча, мазкур қоидаларни, айнан шундай кетма-кетликда Ўзбекистон қонунчилигида мустаҳкамланиши, акциядорларнинг ўз акцияларини адолатли нархларда сотиш жиҳатидан ҳуқуқларини таъминлаган бўлар эди. Умуман сингишлар жараёнини тартибга солувчи бундай нрмалар мажмуаси самарали фаолият юритаётган акциядорлик жамиятлари учун зарур бўлиб ҳисобланади, чунки бу нормалар

уларга бозорда монопол мавқега эришишга интилувчи рақобатчиларининг сингдириш билан боғлиқ ҳаракатларидан ҳимояланиш ҳамда қонунга риоя қилган ҳолда ўз акциядорларининг манфаатларида ҳаракат қилиш имкониятини беради. Бундай ҳимоя компания ва унинг акциядорлари олдида ўз мажбуриятларини ҳалол ва фаол бажараётган бошқарувчиларнинг моддий ва бошқа манфаатларига ҳам тўғри келади.

Таъкидланганлардан кўриниб турганидек, Қонун Ўзбекистонда қайта ташкил этиш жараёнида акциядорларнинг ҳуқуқларини ҳимоя қилувчи асосий ҳужжат бўлиб ҳисобланади. Унда акциядорлар АЖнинг қайта ташкил этилишига норози бўлган ҳолларда жамият томонидан ўз акцияларининг мажбурий сотиб олиниши назарда тутилади. РФ федерал қонунида миноритар акциядорлар манфаатларини ҳимоя қилишга қаратилган яна бир қоида киритилган. Унга асосан акциядорлар қайта ташкил этишга норози бўлган ҳолларда бўлиниш натижасида тузилаётган ҳар бир жамиятнинг олдинги акция бўйича тегишли ҳуқуқларни берадиган акцияларини сотиб олиш ҳуқуқи мустаҳкамланган. Фикримизча, бундай қоидани Ўзбекистон Республикаси Қонунининг 95-моддасида мустаҳкамлаш мақсадга мувофиқ бўлар эди.

Назаримизда, Қонунда қайта ташкил этиш жараёнида ижро органининг роли етарли даражада белгилаб берилмаган.

Қонунда шунингдек қўшиб юбориш ва бирлаштириш жараёнларида қайта ташкил этилган АЖ бошқаруви аъзоларининг ўз иш жойларини йўқотишлари билан боғлиқ АЖ ва бошқарув ўртасида низоли ҳоллар вужудга келиши мумкинлиги назарда тутилмаган. Бундай низолар вужудга келиши мумкин бўлган ҳолларини хорижий мамлакатларнинг сингишлар бўйича тажрибасида ҳам учратиш мумкин. Шунинг учун фикримизча, қонун бундай ҳолатни инобатга олиши ва бундай турдаги қайта ташкил этишларда акциядорларга кенг ваколатлар бериши лозим.

Фикримизча, қайта ташкил этиш вақтида акциядорлар ҳуқуқларини ҳимоя қилишнинг қуйидаги иккин воситаси, яъни жамият томонидан ўз акцияларининг сотиб олиниши ва акцияларнинг камчиликни ташкил қилувчи акциядорлар

ўртасида тенг тақсимланиши ўзаро боғлиқ эмас ҳамда улардан қайси бири, кимнинг иродасига кўра фойдаланилиши аниқ эмас.

Камчиликни ташкил этувчи акциядорларнинг ҳуқуқларини мустаҳкамлаш учун АЖни қайта ташкил этиш тўғрисида қарор қабул қилинганидак кейин, лекин қайта ташкил этилаётган АЖ давлат рўйхатидан ўтказилгунга қадар акциядорларнинг вето бериш ҳуқуқини киритиш мақсадга муовифиқ ҳисобланади. Лекин бундай ҳуқуқ ортиқча харажат талаб этиши туфайли ундан фойдаланувчи акциядор зиммасига АЖни қайта ташкил этиш тўғрисидаги қарор унинг мулкий манфаатларига зарар етказганлигини исботлаш мажбурияти юклатилиши лозим.

Фикримизча, акциядор қайта ташкил этишга норози бўлган ҳолларда унинг акциясини сотиб олишда баҳолаш қоидалари Қонунда етарли даражада тартибга солинмаган. Шундан келиб чичиб биз Қонуннинг 44-моддаси 3-қисмини қуйидаги таҳрирда ўзгартириш таклифини киритмоқдамиз: «Акцияларни сотиб олиш жамиятнинг кузатув кенгаши томонидан белгиланган, лекин жамият соф активларидаги акциядор улушининг бозор қийматидан шунингдек, акцияларнинг қимматли қоғозлар бозоридаги сўнгги 3 ойда амал қилган нархи ва акцияларни сотиб олишни талаб қилиш ҳуқуқини келтириб чиқарган жамиятнинг ҳаракатлари натижасида келиб чиқадиган ўзгаришларни инобатга олмаган ҳолда баҳоловчи томонидан аниқланадиган қайта ташкил этиш ўтказилиши эълон қилинишидан 2 ой олдин мавжуд бўлган нархдан кам бўлмаган нархда амалга оширилади».

Назаримизда Қонуннинг 95-моддаси, 6-қисмида назарда тутилган АЖни қайта ташкил этиш натижасида тузиладиган мулкни фақат қайта ташкил этилаётган жамиятлар ҳисобидан шаклланиши тўғрисидаги қоидани енгиллаштириш лозим. Мазкур норма ўзининг мослашувчан бўлмаганлиги сабабли АЖ қайта ташкил этилаётган вақтда молиявий ресурслар етишмаган кўп ҳолларда АЖнинг самарали тадбиркорлик фаолиятига салбий таъсир кўрсатиши мумкин.

Бундан ташқари, бизнинг фикримизча Ўзбекистонда акциядорлик жамиятлари ва бошқа юридик шахсларни қайта ташкил этиш ва тугатиш тўғрисида махсус қонун қабул қилинишининг вақти етди. Мазкур қонунда дунёнинг

ривожланган мамлакатлари тажрибасини инобатга олган ҳолда замонавий бозор иқтисодиёти шароитларида тадбиркорликни ривожлантириш ва мамлакат иқтисодиётини янада юксалтириш манфаатларидан келиб чиққан ҳолда қайта ташкил этиш ва тугатиш жараёнларида корпоратив фаолият иштирокчиларнинг қонуний ҳуқуқ ва манфаатларини ҳимоя қилиш билан боғлиқ нормаларнинг киритилиши мақсадга мувофиқ ҳисобланади.

ХУЛОСА

Мазкур тадқиқот ишида таҳлил этилган назарий концепциялар, миллий ва хорижий мамлакатлар қонунчилиги нормалари, шунингдек, уларни амалда қўллашнинг ҳақиқий натижаларини умумлаштирган ҳолда қуйидаги хулоса ва тавсияларни таклиф қилиш мумкин:

1. Суверен Ўзбекистоннинг мулкчиликнинг турли шаклларига асосланган бозор муносабатларига ўтиши ва тадбиркорлар – якка ва корпоратив хўжалик объектларининг мулкдорлари синфини ташкил этиш сари интилиши, сифат жиҳатдан янги қонунчилик асосида фаолият юритувчи акциядорлик жамиятлари сонининг кун сайин ошишига олиб келди. Шунга асосан Ўзбекистон республикасида бундай корпоратив ташкилотларни ташкил этиш ва қайта тузиш тартиби, уларнинг фаолияти, мақоми, акциядорлар ва корпоратив муносабатлар бошқа иштирокчиларининг ҳуқуқ ва мажбуриятлари каби бундай муносабатларнинг асосий жиҳаларини тартибга солувчи корпоратив ҳуқуқ нормалари мажмуаси шакллантирилди.

Лекин мамлакатимизда корпоратив қурилиш ҳозирча янгилик ҳисобланиб, кўпгина муносабатларда бир-бирига зид тарзда ривожланмоқда. Амалдаги қонунчиликда ҳам, уни амалга ошириш механизмларида ҳам, акциядорлик жамиятлари фаолияти амалиётида ҳам уларнинг самарали фаолиятига ва киритилган инвестициялардан кутиладиган фойданинг тегишли тарзда қайтишини таъминлашга ҳамда акциядорларнинг (айниқса миноритар акциядорларнинг),

шунингдек, корпорация фаолияти бошқа иштирокчиларининг ҳуқуқ ва қонуний манфаатларини кафолатлашга тўсқинлик қилувчи бир қатор жиддий камчиликлар мавжуд. Бундан ташқари, компаниялар ва уларнинг акциядорлари суд ва бошқа ҳуқуқни муҳофаза қилувчи органлардан ҳар доим ҳам малакали ҳимоя ола олмайдилар.

Буларнинг барчаси корпоратив қурилиш жараёнларига салбий таъсир қилиши билан бир қаторда кўпгина акциядорларга катта зарар етказади, инвестицияларнинг кириб келиш оқимига салбий таъсир кўрсатади ҳамда ҳозирги кунда Ўзбекистоннинг иқтисодий асосини сезиларли даражада хусусий мулк (давлат тасарруфидан чиқариш ва хусусийлаштириш натижасида шаклланган якка тартибдаги ва акциядорлик мулклари) ташкил этиши туфайли бу ҳол мамлакатнинг ижтимоий-иқтисодий жиҳатдан ривожланишидаги долзарб масалаларни ҳал этишни тўхтатиб туради. Афсуски, мазкур ҳолат жамиятимизнинг муайян қисми, шу жумладан давлат бошқарув органларининг баъзи ходимлари томонидан англанмаяпди. Бу АЖ ишларига давлат аралашувининг сезиларли даражани ташкил этиши; АЖ ва унинг акциядорлари ҳуқуқларини ҳимоя қилишдаги камчиликлар; корпоратив қурилишнинг турли жиҳатларини тартибга солувчи қонунчиликда мавжуд бир қатор камчиликлар кабиларга олиб келмоқда.

Фикримизча, мамлакатимиз акциядорлик жамиятлари ривожланиш йўлида турган мазкур тўсиқларнинг бартараф этилиши ҳамда акциядорлар ва корпоратив фаолият бошқа иштирокчилари ҳуқуқ ва манфаатларининг ҳимоя қилиниши биринчи навбатда корпоратив қурилишни яхлит тарзда ва унинг барча долзарб жиҳатларини мазмунан, кенг қамровли ва назарий жиҳатдан ўрганишни талаб этади. Ушбу мақсадларда корпоратив муносабатларни тартибга солишга қаратилган нафақат миллий қонунчиликни, балки хорижий қонунчилик ва амалиётни ҳам қиёсий-ҳуқуқий таҳлил нуқтаи назаридан чуқур ўрганиш мақсадга мувофиқ ҳисобланади.

2. Фикримизча, биринчи навбатда корпорацияларнинг назарий жиҳатдан моҳиятини аниқлаш, акциядорлар ва улар

томонидан ташкил этиладиган акциядорлик жамиятларининг хусусиятларини ва мулк-эгалик-бошқарув тизимидаги уларнинг ўзаро муносабатларини қатъий белгилаш лозим. Мазкур асосий масалаларни назарий жиҳатдан тўғри тушуниш, назаримизда, кўп жиҳатдан корпоратив муносабатларнинг қонун орқали тартибга солиниши ва уларнинг акциядорлик жамиятларини ривожлантириш, акциядорлар ва корпоратив фаолият бошқа иштирокчиларининг манфаатларини ҳимоя қилишда амалга оширишга боғлиқ бўлади.

Бунда биз иқтисоднинг ривожланиши барча замонавий мулк шаклларининг шаклланиши ва ривожланишига асосланишидан келиб чиқмоқдамиз. Бундан корпоратив ҳуқуқ томонидан тартиба солинадиган муносабатлар ҳам кирадиган мулкчилик муносабатларини самарали ҳуқуқий тартибга солиш энг аввало ҳуқуқий тизим рўй бераётган иқтисодий муносабатларни қанчалик ўзида акс эттирганлигига боғлиқ бўлади деган хулосага келиш мумкин. Бошқача қилиб айтганда, самарали ҳуқуқий тизимни шакллантириш, тегишли ҳуқуқий тартибга солинишга муҳтож бўлган мавжуд ижтимоий муносабатларнинг энг муҳим иқтисодий эҳтиёжларига боғлиқ бўлади.

Бугунги кунда Ўзбекистон корпоратив ҳуқуқ қурилишининг дастлабки босқичида турганлиги сабабли мамлакатда акциядорлик қонунчилигининг ривожланиши ва ҳуқуқий меъёрларни амалда қўллашнинг пировард натижалари кўп жиҳатдан корпоратив ҳуқуқнинг асосий тамойилларини ишлаб чиқишга боғлиқ бўлади.

3. Корпоратив ҳуқуқнинг вужудга келиши ва ривожланиши мазкур ҳуқуқий муносабатлар субъектларини аниқ белгилашни талаб этади. Лекин бу ерда айнан акциядорлик жамиятининг субъект ҳисобланиши борасида назарий жиҳатдан ҳам, амалий жиҳадан ҳам қарама-қашиликлар мавжуд.

Назаримизда, корпорациялар бозор муносабатларининг иштирокчилари ҳисобланган, ҳақиқий мавжуд бўлган юридик шахслар бўлганлиги сабабли, бу ҳол уларнинг мақоми, ҳуқуқ ва мажбуриятларини аниқ белгилаш ва ушбу ташкилотларни тузадиган акциядорларнинг ҳуқуқларини ҳимоя қилиш билан биргаликда унинг ҳам ҳуқуқларини ҳимоя қилувчи нормалар

қабул қилишни талаб этади.

4. Маълумки, бугунги кунда акциядорлар устунлигининг афзаллиги борасида кескин мунозаралар давом этмоқда, корпорациянинг қандай субъект ҳисобланиши борасида турли қарашлар билдирилмоқда.

Акциядорларнинг бирламчилиги ғоясини танқид қилувчи назария асосида инсонлар ўзлари келишиши мумкин бўлган нарсалар билангина таъминланадилар деган фикрни инкор этиш туради. Гўёки акциядорлар бу - шахсий манфаатларда ҳаракат қилувчи корпорацияда тўпланган инсонлар бўлиб, корпоратив ҳуқуқнинг мақсади уларнинг ушбу мақсадларига эришиш бўлиб ҳисобланади. Акциядорларнинг бирламчилиги ғояси танқидчилари корпорация иштирокчиларига умумий жиҳатдан корхона билан боғлиқ бўлган ва ўз мақсадларига эришиш бир-бирларининг ҳаракатларидан келиб чиқадиган субъектлар сифатида қарашади.

Кўриниб турганидек, корпоратив шахс моҳияти ҳуқуқ ва иқтисод фанида низоли бўлиб келмоқда. Бир вақтлар корпорация ўзининг иштирокчиларидан алоҳида субъект ҳисобланади деган фикр илгари сурилган бўлса, яқинда корпорацияни реал шахс сифатида инкор этувчи, корпоратив шахснинг агрегатив назариясига асосланган мунозаралар келиб чиқди.

5. Фикримизча, корпорациясини оддий “ҳуқуқий уйдирма” сифатида қармаслик лозим. Корпорациялар дунёда реал мавжуд ва улар нафақат бизнес соҳасида иштирок этмоқда, балки жамиятнинг моддий ва интеллектуал қадриятларга бўлган эҳтиёжларини қондирган ҳолда муҳим ижтимоий-иқтисодий муаммоларни ҳал қилишда, шу жумладан мулкдорлар синфини шакллантиришда ўзининг ҳиссасини қўшмоқда.

Албатта, акциядорлар ўзлари киритган мулкка нисбатан мулк ҳуқуқига эга бўладилар, лекин бу корпорациянинг умуман олганда мулк ҳуқуқи мавжудлигига қарши бўлмаслиги лозим. Бу ерда яхлит тарзда умумийлик ва уни ташкил этувчи элементлар ўртасидаги ўзаро муносабатлар тўғрисидаги қонун яққол намоён бўлади. Турли иттифоқлар, ҳамжамиятлар ва

бирлашмаларга кириш орқали турил субъектлар ўз ҳуқуқ, манфаат ва мажбуриятларини ўзлари ташкил этган юридик шахслар ҳуқуқ, манфаат ва мажбуриятлари билан уйғунлаштиришлари лозим. Ҳар қандай ҳамжамият, унга уни ташкил этган шахсларнинг муайян ҳуқуқлари тегишли бўлганлиги учун мавжуд бўлади. Бу эса акциядорлар директорлар, бошқарувчилар ва корпоратив фаолиятнинг бошқа иштирокчиларига муайян доирадаги ўзига хос ҳуқуқлар беришидан далолат беради. Лекин, пировард натижада албатта акциядорлар акциядорлик жамиятини ташкил этувчи ва унинг мулкдори ҳисобланадилар. Корпорация (унга тегишли барча мол-мулк, ҳуқуқ кабилар билан биргаликда) шубҳасиз уларга тегишли бўлади ва шунга асосан уларнинг мақомини оддий инвесторларга тенглаштириб бўлмайди. Акс ҳолда корпорация фаолиятини ташкил этиш борасидаги уларнинг ҳаракати ўзининг бутун аҳамиятини йўқотади.

6. Корпорациялар давлат томонидан қабул қилинган қонун ва қонун ости ҳужжатларига асосан тузилиб, фаолият юритиши туфайли, давлат иродасига боғлиқ бўладилар. Бу борада давлат томонидан тартибга солишнинг роли жуда юқори бўлиб, корпорацияларни ташкил этишнинг халқаро тажрибаси ҳам бунинг яққол исботи ҳисобланади. Ўзбекистонда турли корпорацияларнинг ташкил этилиши Конституция ва кўпгина қонун ости ҳужжатлари билан белгиланган, яъни уларнинг фаолиятига давлат томонидан рухсат берилган бўлиб, уларнинг мақоми давлат томонидан қабул қилинган ҳужжатлар билан тартибга солинади. Шундан келиб чиқиб, корпорациялар ўз фаолиятларини эркин тарзда, лекин қонун доирасида амалга оширадилар. Яъни улар фаолиятининг эркинлиги нисбий бўлиб, корпорацияларнинг давлатдан мутлақ мустақиллиги ҳақида гапиришнинг ўзи мантиқсиз бўлиб ҳисобланади. Лекин бу ерда давлатнинг иродасини унинг алоҳида органи ёки мансабдор шахслари ўзбошимчалиги билан чалкаштириб юбормаслик лозим. Уларнинг корпорация ва унинг иштирокчилари ҳуқуқ ва қонуний манфаатларини бузишга қаратилган ҳаракатлари ноқонуний бўлиб ҳисобланади.

7. Корпорация ҳеч қандай ижтимоий йўналтирилган

мақсадларга эга эмас ва шунинг учун у ҳеч қандай ижтимоий вазифаларни амалга ошираслиги лозим, бу давлат ва унинг таъминот органлари ва жамоат ташкилотларининг вазифаси деб ҳисоблайдиган қарашлар ҳам етарли даражада асосланмаган ҳисобланади. Жамиятда яшаш билан бир вақтда ундан эркин бўлиш мумкин эмас. Корпорациялар ўз фаолиятлари жаарёнида бир қанча ижтимоий муаммоларни ҳал этадилар. Масалан, хорижий корпорациялар турли жамғармалар орқали ҳомийлик билан шуғулланадилар ва уларнинг бундай кўнгилли фаолиятлари давлат томонидан рағбатлантирилади (имтиёзли солиқ ўрнатиш кабилар орқали) ва жамият томонидан юқори баҳоланади. Лекин буларнинг барчаси улар томонидан ихтиёрий тарзда, моддий-молиявий имкониятларидан келиб чиққан ҳолда амалга оширилади. Корпорациянинг асосий вазифаси ҳисобланган акциядорларнинг даромадларини ошириш эса корпорациялар томонидан ўзларининг жамият олдидаги бурчларини бажариш, яъни ижтимоий муаммоларни ҳал этишга қаршилик қилмайди.

Юқоридагиларга асосан, “корпорация” тушунчаси масаласидаги турли қарашларнинг ижобий жиҳатларини инобатга олган ҳолда бизнинг мутахассислар томонидан мазкур турдаги юридик шахсларнинг ҳуқуқий мақоми, фаолият тамойиллари, бошқа ижтимоий ҳодисалар, давлат ва умуман жамият билан бўладиган муносабатлари моҳиятидан келиб чиқадиган воқеликка нисбатан мос келадиган корпорацияларнинг моҳияти ва вазифаларини белгилаб берувчи нуқтаи назарн ишлаб чиқиш мақсадга мувофиқ ҳисобланади.

Бунда қуйидагиларни инобатга олиш лозим деб ҳисобланади:

1. Корпорация – фаолият юритишида акциядорлар, бошқарув аппарати кабилар иштирок этувчи мураккаб организм бўлиб, мазкур иштирокчилар фаолияти нафат корпорациянинг ичида, балки унинг ташқарисида ҳам – инвесторлар, кредиторлар кабилар ўртаисдаги муносабатлар билан мустаҳкам боғлиқ бўлиб ҳисобланади. Уларнинг ҳар бири объектив равишда эътиборга, тўғри ҳисобга олиниши лозим бўлган ўз ҳуқуқ ва

манфаатларига эга бўлади. Бунда корпорация ўзининг мақсад ва вазифаларига эга бўлган мустақил юридик шахслиги ҳамда ҳамма муносабатларда ҳам у ўзининг фаолиятида иштирок этувчи шахслар (акциядорлар, директорлар ва бошқарувчилар кабилар) ҳолати билан бир хил бўлмаслигини инобатга олиш лозим. Бу ерда шунингдек, бир бири билан мустаҳкам боғлиқ бўлган яхлит тизим ва унинг тузилишини ташкил этувчи элементлар ўртасидаги умумийлик, хусусийлик ва алоҳидаликка асосланган ўзаро муносабатларни ҳам назардан четда қолдирмаслик лозим. Шундай қилиб, корпорация объектив реаллик бўлиб, “бўш тухум пўчоғи” эмас. Чунки акс ҳолда турли мамлакатларнинг қонунлари корпорацияларнинг мақомини муайян ташкил тузилиш, ҳуқуқ ва мавбуриятларга эга бўлган, реал мавжуд юридик шахслар сифатида белгиламасди.

2. Корпорацияни ташкил этган акциядорлар шубҳасиз унинг мол-мулки мулкдори ҳисобланадилар, лекин корпорацияни бошқариш мураккаб вазифа бўлиб, тегишли билим ва тажрибани талаб этиши сабабли у профессионал директорлар, бошқарувчилар кабиларни жалб этишни талаб этади. Уларга тегишли ҳуқуқ ва мажбуриятлар берилгандан кейин улар юқори даражадаги фаоллик ва ташаббускорлик билан ҳаракат қилишлари лозим. Шунинг учун ҳам акциядорлар (айниқса иштирокчилари кўпчиликни ташкил этадиган йирик корпорациялар акциядорлари) корпоратив, ишлаб чиқариш, молия, бозор фаолияти каби соҳалардаги профессионалларни шартнома асосида директорлар кенгаши (кузатув кенгаши), бошқарув органи кабиларга жалб қиладилар ва уларга АЖ устави, қонун ва бошқа ҳужжатларда назарда тутилган ҳуқуқ ва ваколатларни берадилар. Демак, акциядорлар корпорациянинг муваффақиятли фаолияти манфаатларида, яъни ўзларининг манфаатларида ўз ҳуқуқларининг бир қисмини директорлар, бошқарувчилар каби мазкур бошқарув аппаратининг ходимларига берадилар, чунки бусиз бошқарувчилар ўзларининг мажбурияларини бажара олмайдилар. Уларнинг ҳуқуқлари акциядорлар ҳуқуқлари ҳосиласи бўлиб ҳисобланади. Шу билан бирга корпорациянинг мол-мулки гарчи акциядорларнинг улушлари орқали ташкил этилса-да, жамоавий

характерга эга бўлганлиги сабабли у қандайдир даражада мулкдордан – акциядордан бегоналашган бўлади. Ушбу мулкни бошқариш бўйича акциядорлар биргаликда ҳаракат қилар экан, демак мазкур мулк бир вақтнинг ўзида ҳар бир акциядорга ҳам тегишли, ҳам тегишли эмас бўлиб чиқади. Акциядорлар мазкур мулкдан фақатгина биргаликда фойдалана оладилар. Бошқарув аппарати акциядорлардан уларга тегишли муайян ҳуқуқ ва тегишли ваколатларни олганлиги сабабли директорлар ва бошқарув акциядорлик жамиятининг мол-мулк ва воситаларини тасарруф этиш, улар билан боғлиқ операцияларни амалга ошириш ҳуқуқига эга бўлади. Айнан шундан эгалик-бошқарув-тасарруф занжири келиб чиқади.

8. Юқорида таъкидланганидек, корпоратив фаолиятнинг ҳар бир иштирокчиси нафақат ҳуқуқларга, балки пировард мақсади даромадларни кўпайтиришдан иборат бўлган ўзининг манфаатларига ҳам эга бўлади. Бу манфаатлар табиий равишда ҳар бир шахсда турли хил бўлади. Лекин манфаатлардаги бундай хилма-хиллик корпоратив тўқнашувлар ҳамда директорлар, бошқарувчилар ва инсайдерлар каби шахслар томонидан суиистеъмолчиликларнинг вужудга келишига сабаб бўлади.

Юқоридагилардан корпоратив ҳуқуқни янада такомиллаштириш, корпорация бошқарув аппаратининг барча ходимлари ҳуқуқ, мажбурият ҳамда ваколатларини аниқ белгилаш, корпорация фаолиятининг ошкоралигини таъминловчи нормаларни янада ривожлантириш, бошқарув аппарати фаолияти устидан самарали назоратни ўрнатиш, акциядорларнинг умумий йиғилиши, тафтиш комиссияси, аудит ва АЖ фаолияти мониторингини такомиллаштириш зарур деган хулосага келиш мумкин.

9. Корпорация фаолияти иштирокчиларининг турли моделлари мавжуд. Улар орасида нисбатан кенг тарқалганлари бошқарувчиларга йўналтирилган модел, фидуциар шаклдаги модел ва ходимларга йўналтирилган моделлардир.

Корпорацияларнинг фидуциар модели акциядорлик жамиятининг директорлар кенгашини компания фаолияти барча иштирокчиларининг улушлари ва улар қайтарилишининг

мувофиқлаштирувчиси сифатида эътироф этади. Мазкур моделга асосан иштирокчилар ва бошқа инвесторлар корпорациянинг кузатув кенгашида тўғридан-тўғри вакилга эга бўлмайдилар. Шу билан бирга уларга баъзи мажбуриятлар ёки директорлар кенгашида акциядорларнинг манфаатларини ифода этиш кўринишидаги муайян имтиёзлар берилади. Бундан, фидуциар модел корпорация фаолияти бошқа иштирокчиларининг манфаатларини таъминлаш мақсадида кенгаш зиммасига катта мажбурият юклайди деган хулосага келиш мумкин.

Ходимларга мўлжалланган модел корпорацияларнинг кузатув кенгашларида ходимлар учун муайян мажбурий квоталарни сақлаш орқали корпорацияни бошқаришда корпорация ходимларининг кенг иштирокини назарда тутади.

Иккинчи жаҳон урушидан кейин давлатга йўналтирилган модел кенг тус ола бошлади. Мазкур моделга кўра хусусий компаниялар ижтимоий манфаатларга хизмат қилишига эришган тарзда йирик корпорацияларнинг ишида давлатнинг роли устун бўлиши лозим.

Тадқиқот ишида корпорация фаолияти иштирокчилари турли моделларининг таҳлили, замонавий шароитларда рақобат муҳити, нисбатан паст нархдаги акциядорлик капитали, янги маҳсулот бозорларининг жадал суръатлар билан ривожланиши, корпорацияларни ривожлантиришга нисбатан кучли рағбатни таъминлайдиган корпоратив бошқарувнинг стандарт модели нисбатан афзал модел ҳисобланишини кўрсатди.

Стандарт модел асосида фаолият юритувчи компанияларнинг самарадорлиги Ўзбекистон сингари ривожланаётган мамлакатларда тобора ошиб бормоқда.

10. Бугунги кунда Ўзбекиистонда корпоратив ҳуқуқнинг давлатга йўналтирилган модели нисбатан кенг тарқалган бўлиб, бу акциядорлик жамиятлари фаолиятларида давлатнинг фаол таъсирида намоён бўлади. Лекин ўз қўлларида давлатнинг акция пакетларини тўплаган ҳолда корпорацияларнинг раҳбарлари бошқарувнинг эски маъмурий-буйруқбозлик усулини қўллаш орқали хусусийлаштириш

жараёнини сунъий равишда тўхтатиб турадилар, корхоналарнинг иқтисодий эркинлигини чеклайдилар ва улар ташаббусининг ривожланишига йўл қўймайдилар.

Шундан келиб чиққан ҳолда корпорацияларнинг фаолиятида давлатнинг аралашувини чеклаш лозим. Давлатнинг роли хусусий секторни қўллаб-қувватлаш, тадбиркорлар зиммасидаги солиқ мажбуриятини камайтириш кабилардан иборат бўлиши керак.

11. Юқоридагиларни инобатга олган ҳолда, Ўзбекистонда корпоратив ҳуқуқ ривожланиши учун жамиятнинг ижтимоий-иқтисодий эҳтиёжларига нисбатан яхши жавоб берган стандарт моделдан фойдаланиш мақсадга мувофиқ ҳисобланади. Бунинг учун корпоратив қурилишнинг самарадорлигини оширишга ва мамлакат иқтисодиётининг ривожланишига имконият яратадиган, давлатнинг корпоратив манфаатларга ноқонуний аралашувини бартараф этиш мақсадида Ўзбекистон Республикасининг амалдаги қонун ҳужжатларини қайта кўриб чиқиш лозим.

12. Ҳуқуқий адабиётларда акциядорлик жамияти ва акциядорлар ўртасидаги муносабат борасида якдил фикр мавжуд эмас. Бизнинг фикримизча, АЖ ҳуқуқнинг алоҳида субъекти ҳисобланади. У акциядорлардан мулк олади, акциядорлар эса тегишли равишда ўзларининг воситаларини АЖ номига расмийлаштирадилар ҳамда бундан дивиденд олишга умид қиладилар. Шундай қилиб, акциядорларнинг акциядорлик жамиятидан дивиденд олиш ҳуқуқи акциядорлик жамиятининг мазкур дивидендларни тўлаш мажбуриятини билдиради. Бундан ташқари, мазкур ҳолат акциядорлар ва АЖ ўртасидаги ўзаро муносабатларни мажбурият муносабатлари сифатида расмийлаштиришни шарт қилиб қўяди. Лекин шунга қарамасдан, анъанавий фуқаролик – ҳуқуқи АЖ ва унинг иштирокчилари ўртасидаги муносабатларни акциядорлар АЖ бошқарувида иштирок этишлари туфайли мажбурият муносабатлари ҳисобламайди. Агар АЖ ва унинг иштирокчилари ўртасидаги дивиденд олиш билан боғлиқ муносабатлар мажбурият муносабатлари ҳисобланса, у ҳолда АЖнинг акциядорлар томонидан бошқарилиши билан боғлиқ

муносабатларни корпоратив муносабатлар сифатида таснифлаш мумкин. Демак, АЖдаги мазкур мулкий муносабатлар классик мажбурият ҳуқуқи институтига мос келмайди, чунки корпоратив муносабатларнинг ўзига хос хусусиятлари фуқаролик ҳуқуқининг мазкур институти ва цивилистиканинг классик объектига хос эмас. Шу билан бирга, акциядорларнинг корпоратив ҳуқуқлари бузилган ҳолларда, ҳаракатлари мазкур ҳуқуқлар бузилишига сабаб бўлган шахсларгина мажбуриятни ижро этиш субъектлари бўлиши мумкин.

13. Корпоратив ҳуқуқнинг муҳим вазифаларидан яна бири акциядорларнинг ҳуқуқларини ҳимоя қилиш бўлиб ҳисобланади. Шу мақсадда суд ва давлатнинг ҳуқуқни қўллаш тизимига таянган ҳолда акциядорларнинг корпоратив ҳуқуқ манфаатларини ҳимоя қилишнинг аниқ самаралари нормаларини ўзида акс эттирувчи корпоратив бошқарувнинг мослашувчан моделини ишлаб чиқиш ва амалиётга киритиш ҳамда агентлик муаммосини чуқур тадқиқ қилиш лозим.

14. АЖ фаолияти ва корпорацияга қўшимча молиявий ресурслар жалб қилиш усули ва мулкка эгалик қилиш ҳуқуқини ҳимоя қилиш воситаси ҳисобланган улар томонидан қимматли қоғозлар эмиссия қилиниши тўғрисидаги ахборотни ошкор этиш зарурати корпоратив бошқарув билан боғлиқ бўлган муҳим муаммолардан бири ҳисобланади. Бу борада ЎзР қонунчилигига қимматли қоғозлар эгаларининг ҳуқуқларини ҳимоя қилиш билан боғлиқ қўшимчалар киритиш мақсадга мувофиқ ҳисобланади. Бунда қимматли қоғозлар бўйича ахборотларни ошкор этиш соҳасидаги замонавий халқаро талабларни инобатга олиш муҳим аҳамиятга эга бўлади.

Ахборотнинг ўз вақтида, тўлиқ ва лозим даражада ошкор этилиши бошқарувчилар фаолияти устидан корпоратив назоратни тауомиллаштириш, акциядорларнинг ҳуқуқ ва манфаатларини ҳимоя қилиш, компанияга инвестиция киритиш имкониятини ошириш, бошқарувчилар томонидан ўзларининг фидуциар мажбуриятларини ҳалол бажаришлари каби жиҳатларда корпоратив бошқарувни такомиллаштиришга ёрдам беради.

Шу билан бирга қимматли қоғозлар бўйича ахборотларни

ошкор этиш борасидаги ЎзР амалдаги қонунчилигининг таҳлили унда бир қатор камчиликлар борлигини кўрсатди. Хусусан, ташкилотнинг тижорат сирини ўзида акс эттириши мумкин бўлган мазкур ахборотнинг табиати инобатга олинмайди. Амалдаги қонунчилик ахборотни олиш мақсадларидан қатъий назар, уни олишдан манфаатдор бўлган шахсларнинг ҳам ахборотга эга бўлишини назарда тутади. Одатда ахборотни ошкор этиш жараёни кўп харажат талаб этганлиги сабабли қонунчиликда мазкур ҳолатни ҳам назардан четда қолдирмаслик лозим.

ЎзРда АЖ фаолияти тўғрисидаги ахборотни ошкор этиш бўйича бир хиллаштирилган ҳужжатнинг мавжуд эмаслиги, мазкур институт ривожланишини секинлаштиради. Қимматли қоғозлар эмитентлари томонидан ахборотни ошкор этиш тўғрисидаги қонунчиликка ахборотни ошкор этмаганлик, нотўғри ёки тўлиқ бўлмаган ахборотни бериш ёхуд тегишли ахборотни ўз вақтида ва тегишли тарзда бермаганлик учун акциядорлик жамиятининг бундай ахборотни тайёрлаш ва тақдим этиш учун масъул бўлган мансабдор шахсларини жавобгарликка тортишни назарда тутадиган қоида киритилиши ва бундай жавобгарлик тўғрисидаги норма Қонунда тўғридан-тўғри назарда тутилиши лозим.

15. Қимматли қоғозлар билан битим тузиш жараёнида “инсайдерлик ахбороти” муаммоси келиб чиқади. Ҳозирча ЎзР қонун ҳужжатларида инсайдерлик ахборотидан фойдаланган ҳолда тузилган битимлар учун жавобгарликка тортиш механизми белгиланмаган.

Шу муносабат билан биз “инсайдер” тушунчасига эмитентнинг қимматли қоғозлари ҳақидаги сир тутилган ахборотга эга бўлган ва мазкур ахборотдан хабардор бўлганлиги сабабли ушбу қимматли қоғозларнинг бозордаги нархига таъсир этиши мумкин бўлган шахс сифатида таъриф бердик. Фикримизча, Қонунда инсайдер ҳисобланадиган шахслар доирасини аниқ белгилаш, “Инсайдерлик ахбороти ва инсайдерлик битимлари тўғрисида”ги махсус қонунни ишлаб чиқиш (биз томондан ишлаб чиқилган қонун лойиҳаси иловада берилмоқда) ва унинг тегишли тарзда амалда қўлланилишини

таъминлаш лозим.

16. Амалиётда корпорациялар сингишининг турли кўринишлари маълум. Кўп ҳолларда улар корпоратив муносабатларни тартибга солишда ёрдам беради ва бу билан мамлакат иқтисодиёти учун фойдали бўлиб ҳисобланади. Корпорацияларнинг сингиши ишлаб чиқариш ташкил этилишини такомиллаштириш ва АЖ фаолиятининг самарадорлигини ошириш мақсадида капитални бирлаштириш ва мустаҳкамлаш имкониятини яратади.

Корпорациялар сингишини ҳуқуқий тартибга солишнинг жаҳон амалиёти ўз олдига акциядорларнинг манфаатларини ҳимоя қилиш ва соғлом қимматли қоғозлар бозорини ривожлантириш билан боғлиқ икки асосий мақсадни қўяди.

Шу билан бирга корпорациялар сингиши жараёнларини қонунда мустаҳкамлаш мақсадга мувофиқ ҳисобланади, чунки кўп ҳолларда улар мураккаб корпоратив тўқнашувларни келтириб чиқаради. Корпорациялар сингишини амалга ошириш учун шундай ҳуқуқий муҳит лозимки, унда иқтисодий самарадорлик чегараларидан четга чиқиш, акциядорлар манфаатларига зарар етказадиган тарзда ҳаракат қилиш имкониятлари чекланган бўлиши керак. Бунда ривожланган мамлакатларнинг корпорациялар сингишини тартибга солиш бўйича ҳуқуқий амалиёти қуйидаги икки тизимга асосланишини инобатга олиш лозим:

– корпорацияларнинг сингишларини тартибга солмасдан, сингиш жараёнида бошқарувчиларга кўпроқ ваколат ва ҳимоя берадиган Америка тизими;

– корпорацияларнинг сингиши жараёнларини батафсил тартибга соладиган ва сингишлар жараёнида бошқарувчиларга сезиларли даражадаги ваколатлар бермайдиган Европа тизими.

Биринчи модел акциядорлар олдидаги фидуциар жавобгарлик тамойилига асосланиб, уни қўллаш сезиларли даражадаги прецедент тажрибаси ва ривожланган суд тизимини талаб этади.

Мазкур тадқиқот ишида сингиш жараёнларида акциядорлар қўлидаги акцияларнинг ҳақиқий баҳосини таъминлаш орқали

уларнинг ҳуқуқларини ҳимоя қилиш мақсадида корпорациялар сингишини тартибга солиш бўйича Ўзбекистон қонунчилигида ўз аксини топиши лозим бўлган дастлабки қоидалар ва уларнинг кетма-кетлиги берилган.

17. Акциядорлик жамиятининг кундалик хўжалик фаолиятига ижро органи раҳбарлик қилиши сабабли айнан мазкур орган ташкилотдаги ишлар ҳолати ҳақида нисбатан кўпроқ хабардор бўлади ва АЖ тақдири кўп жиҳатдан мана шу органга боғлиқ бўлади. Шунинг учун АЖни қайта ташкил этиш жараёнида ижро органининг ролини чуқур ўрганиш, унинг мазкур жараёндаги ҳуқуқ ва мажбуриятларини батафсил мустаҳкамлаш акциядорлар манфаатларини тўлиқ таъминлаш имкониятини яратади.

Шунингдек, Қонунда АЖни қайта ташкил этишга нисбатан акциядорларнинг вето бериш ҳуқуқини ҳам назарда тутиш лозим. Бундай вето АЖ фаолияти тўғрисида кам хабардор қилинган акциядорлар томонидан, АЖ қайта ташкил этилиши уларнинг манфаатларига зарар етказган ҳолларда берилиши мумкин. Лекин вето ҳуқуқини амалга ошириш билан боғлиқ харажатлар бошқа акциядорларнинг манфаатларига зарар етказадиган тарзда қайта ташкил этиш харажатларидан ошмаслиги лозим.

Фикримизча, топшириш-қабул қилиш далолатномаси имзоланган кейин ҳам, лекин қайта ташкил этилаётган АЖдаги ўзгаришларни давлат рўйхатига олингунга қадар вето ҳуқуқидан фойдаланишни белгилаш мақсадга мувофиқ ҳисобланади. Вето ҳуқуқи киритилган тақдирда, мазкур ҳуқуқ амалда бўладиган муддатни аниқлаш лозим бўлади. Бундай ҳуқуқни белгилаш билан бир қаторда ундан фойдаланувчи акциядорлар зиммасига АЖни қайта ташкил этиш тўғрисидаги қарорнинг унинг мулкий манфаатлари учун зарарли эканлигини исботлаш мажбурияти юклатилиши лозим.

18. Қайта ташкил этиш жараёнида акциядорлар ҳуқуқларини ҳимоя қилишнинг Қонунда белгиланган қуйидаги икки асосий воситаси: жамият томонидан ўз акцияларини сотиб олиш ва қайта ташкил этишга қарши овоз берган ёки овоз беришда иштирок этмаган, камчиликни ташкил этадиган акциядорлар ўртасида акцияларни тенг тақсимлаш, назармизда бир-бири билан ўзаро боғлиқ эмас ва улардан қайси бирини қўллаш кимнинг иродасига боғлиқлиги ҳам аниқ белгиланмаган. Шунинг

учун биз Қонунда қуйидаги нормани назарда тутиш лозим: жамиятни қайта ташкил этиш масаласи бўйича қарши овоз берган ёки овоз беришда иштирок этмаган, қайта ташкил этилаётган жамиятнинг ҳар бир акциядори ўз иродасига кўра қуийдаги ҳуқуқларга эга:

– бўлиш натижасида пайдо бўлаётган, акциядорга қайта тузилган жамиятнинг акцияси берган ҳуқуқларни берадиган ҳар бир жамиятнинг акцияларига эга бўлиш ёки ўзига тегишли акцияларнинг барчасини ёки уларнинг бир қисмининг жамият томонидан сотиб олинишини талаб этиш.

19. Назаримизда, Қонунда акциядор қайта ташкил этишга қарши бўлган ҳолларда унинг қўлидаги акцияни баҳолаш қоидаси етарли даражада тўғри белгиланмаган. Бизнинг фикримизча, Қонуннинг 44-моддаси 3-қисмида назарда тутилган нормани қуйидаги таҳрирда ўзгартириш мақсадга мувофиқ ҳисобланади: «Сотиб олиш жамиятнинг директорлар кенгаши (кузатув кенгаши) томонидан белгиланган, лекин акциядор эгалик қиладиган акцияларга мутаносиб тарзда унинг жамият соф активларидаги улушининг бозор баҳосидан паст бўлмаган нархда, шунингдек, акцияларнинг қимматли қоғозлар бозоридаги нархига асосан, лекин 3 ой мобайнида ҳамда баҳолашни ва акцияларни сотиб олишни талаб қилиш ҳуқуқи келиб чиқишига сабаб бўлган жамиятдаги ҳаракатлар натижаларини ҳисобга олмаган ҳолда мустақил баҳоловчи томонидан аниқланадиган қайта ташкил этиш эълон қилинишидан икки ой олдин мавжуд бўлган нархдан паст бўлмаган нархда амалга оширилади”.

20. Фикримизча, Қонуннинг 95-моддаси, 6-қисмида назарда тутилган АЖни қайта ташкил этиш натижасида қайта ташкил этилаётган жамиятларнинг мол-мулки ҳисобидан шакллантириладиган мулк билан боғлиқ қоидани енгиллаштириш лозим. Кўп ҳолларда, айниқса қайта ташкил этишда АЖнинг молдиявий ресурслари етишмаган ҳолларда АЖ тадбиркорлик фаолиятига салбий таъсир кўрсатиши сабабли мазкур норма мослашувчан ҳисобланмайди.

21. Назаримизда, Ўзбекистонда АЖ ва бошқа юридик шахсларни қайта ташкил этиш ва тугатиш тўғрисидаги махсус қонунни қабул қилиш вақти келди. Фикримизча, мазкур қонунда корпоратив фаолият иштирокчиларининг ҳуқуқ ва

манфаатларини ҳимоя қилиш, самарали фаолият юритаётган АЖларни сақлаб қолишини таъминловчи ҳамда тадбиркорликни такомиллаштириш орқали мамлакат иқтисодиётининг ривожланиши таъминлашга қаратилган нормаларнинг киритилиши мақсадга мувофиқ ҳисобланади.

Тадқиқот ишида ЎзРда корпоратив қонунчилик ва АЖ фаолиятини такомиллаштириш, корпоратив қурилишни ривожлантириш, унинг самарадорлигини ошириш ва мамлакат иқтисодиётини юксалтириш мақсадларида уни амалда тадбиқ этиш билан боғлиқ бошқа бир қатор таклиф ва тавсиялар асослаб берилган.

ИЛОВА

ЛОЙИҲА

ЎЗБЕКИСТОН РЕСПУБЛИКАСИНИНГ ҚОНУНИ

"ИНСАЙДЕРЛИК АХБОРОТИ ВА ИНСАЙДЕРЛИК БИТИМЛАРИ ТЎҒРИСИДА"

1- модда. Қонуннинг мақсади

Мазкур Қонуннинг мақсади қимматли қоғозлар бозори фаолият юритиши ва қимматли қоғозлар бозорида нархларнинг шаклланиши, қимматли қоғозлар билан битим тузаётган шахсларнинг ҳуқуқ ва қонуний манфаатларини ҳимоя қилиш ҳамда инсайдерлик ахборотидан фойдаланиш ва уни тасарруф этиш бўйича чекловлар ва бундай чекловларни бузганлик учун жавобгарлик белгилаш асосида қимматли қоғозлар бозорида инсайдерлар фаолияти устидан назорат қилишнинг Ўзбекистон Республикаси қонунчилиги билан ўрнатилган тартибини таъминлаш бўлиб ҳисобланади.

2- модда. Қонуннинг предмети ва қўлланилиш соҳаси

Мазкур Қонун билан қуйидагилар ўрнатилади:

– инсайдерлик ахборотидан фойдаланиш, шунингдек, инсайдерлик ахборотини ноқонуний тарзда учинчи шахсларга бериш орқали тузиладиган ҳар қандай битим амалга оширилишини таъқиқлаш;

– қимматли қоғозлар бозорида инсайдерлик ахбороти ва инсайдерларнинг қимматли қоғозларга оид битимлари ҳақидаги ахборотни ошкор этиш тартиби;

– инсайдерлик ахборотидан ноқонуний фойдаланиш ва уни тасарруф этишга йўл қўймаслик мақсадида қимматли қоғозлар бозорининг профессионал иштирокчилари ва бошқа шахсларга қўйиладиган махсус талаблар;

– қимматли қоғозлар бўйича Ўзбекистон Республикаси давлат ҳокимияти органининг инсайдерлик ахборотидан

ноқонуний фойдаланиш ва уни тасарруф этиш ҳолатлари бўйича текшириш ўтказиш ҳамда инсайдерлик ахборотидан ноқонуний фойдаланиш ва уни тасарруф этиш ҳолатларини аниқлаш мақсадида қимматли қоғозлар бозорида битимлар тузилиши мониторингини амалга ошириш ваколати;

– қимматли қоғозлар бозори профессионал иштирокчилари ўзини-ўзи бошқариш органларининг ўз аъзолари устидан назоратни амалга ошириш ва инсайдерлар устидан назоратни амалга ошириш борасида ўз стандартларини белгилаш ваколатлари;

– мазкур Қонун нормаларини бузганлик учун жавобгарлик чоралари;

– қимматли қоғозлар бозорида битим тузадиган шахсларнинг қонуний ҳуқуқ ва манфаатларини ҳимоя қилиш борасидаги бошқа чоралар.

Ушбу қонун қимматли қоғозлар бозорида савдони ташкил этувчилар иштирокида амалга ошириладиган қимматли қоғозларга, шунингдек эмитент томонидан қимматли қоғозлар бозорида савдони ташкил этувчилар иштирокида амалга оширилиши тўғрисида қарор қабул қилинган қимматли қоғозларга оид битимлар тузиш билан боғлиқ муносабатларда қўлланилади. Мазкур қонун шунингдек, давлатнинг пул-кредит сиёсати ва Ўзбекистон Республикасининг давлат қарзларни бошқариш мақсадларида тузиладиган битимлардан ташқари, Ўзбекистон Республикасининг ваколатли давлат органлари ёки Марказий банки томонидан битимлар тузиш чоғида вужудга келадиган муносабатларда ҳам қўлланилади.

Ушбу қонун кредит ташкилотларининг депозит ва омонат сертификатлари, чек ҳамда векселлари муомаласи билан боғлиқ муносабатларга нисбатан қўлланилмайди.

3- модда. Қонунда қўлланиладиган асосий тушунчалар

Мазкур қонунда қуйидаги тушунчалар қўлланилади:

– *қимматли қоғозлар бозори* – Асосий активлари қимматли қоғозлар ҳисобланган стандарт контрактлар ва муддатли битимлар тузилишини инобатга олган ҳолда Ўзбекистон Республикасида барча эмитентлар қимматли қоғозларининг

муомалада бўлиш соҳаси;

– *инсайдерлик ахбороти* – эмиссия қимматли қоғозлари ва уларга оид битимлар, шунингдек мазкур қимматли қоғозлар эмитенти ҳамда учинчи шахсларга маълум бўлмаган ва ошкор этилиши уни ошкор этган шахснинг қимматли қоғозлар бозорида устун мавқеини таъминлаши ва мазкур қимматли қоғозларнинг бозор нархига сезиларли даражада таъсир кўрсатиши мумкин бўлган у томонидан амалга оширилаётган фаолият тўғрисидаги ҳар қандай ахборот;

– *инсайдер* – эмитент ёки унга тегишли аффиланган шахснинг устав капиталида иштирок этиш, эмитент ёки унга тегишли аффиланган шахс бошқарув органларининг аъзоси бўлиш, эмитент ёки унга тегишли аффиланган шахс билан тузилган ҳамда давлат ёки маҳаллий ўзини-ўзи бошқариш органининг мансабдор шахси ваколатини берадиган меҳнат ёки фуқаролик-ҳуқуқий характердаги битим тузиш орқали инсайдерлик ахборотини олиш имкониятига эга бўлган ҳар қандай шахс.

Мазкур қонун мақсадларида эмитент, қимматли қоғозлар бозорининг профессионал иштирокчиси, қимматли қоғозлар бозорида савдони ташкил этувчи, қимматли қоғозлар бозори профессионал иштирокчиларининг ўзини-ўзи бошқариш органлари тушунчалари, Ўзбекистон Республикасининг қимматли қоғозлар бозорига оид тегишли қонунчилигида берилган таърифларга асосан қўлланилади.

4- модда. Инсайдерлик ахбороти

Ўзбекистон Республикасининг фуқаролик қонунчилигига асосан тижорат сирини ташкил этувчи ахборот, шунингдек Ўзбекистон Республикасининг қимматли қоғозлар бозори тўғрисидаги қонунчилигига асосан ошкор этилиши лозим бўлган ахборот ошкор этилгунга қадар, инсайдерлик ахбороти ҳисобланади.

Махфий, ноқонуний тарзда ошкор этилган ёки оммавий ахборот воситаларида эълон қилинган ахборот инсайдерлик ахбороти ҳисобланмайди.

Қимматли қоғозлар қиймати ва/ёки эмитентнинг молиявий

аҳволини баҳолашга доир, барча олиши мумкин бўлган ахборотдан келиб чиқадиган маълумотлар инсайдерлик ахбороти ҳисобланмайди.

5- модда. Инсайдерлик ахборотидан фойдаланиш ва уни тасарруф этишдаги чеклов

Инсайдерлар қуйидагиларга ҳақли эмас:

– инайдерлик ахборотидан фойдаланган ҳолда ўз манфаатлари ёки учинчи шахслар манфаатларида қимматли қоғозлар билан боғлиқ битимлар тузиш;

– Қонунда назарда тутилган ҳоллардан ташқари, инсайдерлик ахбороти ёки унга асосланган ахборотни учинчи шахсларга бериш ёки уни учинчи шахслар эркин оладиган қилиб қўйиш;

–инсайдерлик ахборотига асосланган қимматли қоғозлар билан боғлиқ битимлар тузишда учинчи шахсларга тавсиялар бериш.

Мазкур модданинг 1-қисмида назарда тутилган қоидалар инсайдер бўлмаган, лекин инсайдерлик ахбороти маълум бўлиб қолган бошқа шахсларга нисбатан ҳам қўлланилади.

6- модда. Инсайдерларнинг битимлари тўғрисида ахборот

Инсайдерлар қимматли қоғозларга оид тузаётган битимлари, олиш имкониятига эга бўлган инсайдерлик ахбороти ёки эмитент тўғрисида қимматли қоғозлар бозорини тартибга солувчи органни хабардор қилишлари ҳамда бундай битимлар тузилган вақтдан бошлаб кўпи билан беш кун ичида мазкур битимлар тўғрисидаги ахборотни чоп этишлари шарт. Мазкур ахборот қимматли қоғозлар муомаласи иштирокчиси ҳисобланган савдони ташкил этувчи томонидан ҳам ошкор этилиши мумкин.

Мазкур модданинг 1-қисмида назарда тутилган ахборот битимнинг тарафлари, предмети, баҳоси ва қимматли қоғозлар бозорини тартибга солувчи орган томонидан белгиланган бошқа шартлар ҳақидаги маълумотларни ўзида акс эттириши лозим.

7- модда. Инсайдерлик ахборотини ошкор этиш

Инсайдерлик ахбороти маълум бўлиб қолган қимматли қоғозлар бозорининг профессионал иштирокчиси, Ўзбекистон Республикаси қонунчилигига асосан ошкор этилиши мумкин бўлмаган махфий ахборотни истисно этган ҳолда, мазкур ахборотни беш кун ичида Ўзбекистон Республикасининг қимматли қоғозлар тўғрисидаги қонунчилигида белгиланган тартибда ошкор этиши лозим.

Эмитентнинг мулкий ва молиявий ҳолатига кўра унинг фаолият соҳасига тегишли бўлган ва умумий фойдаланишда бўлмаган ахборот эмитент қимматли қоғозлари нархига сезиларли даражада таъсир кўрсатиши мумкин бўлган ҳолларда эмитент беш кун ичида бундай ахборотни Ўзбекистон Республикасининг қимматли қоғозлар бозори тўғрисидаги қонунчилигида белгиланган тартибда ошкор этиши шарт. Эмитент шунингдек, бундай ахборот тўғрисида унинг қимматли қоғозлари муомаласида иштирок этадиган, қимматли қоғозлар бозорида савдони ташкил этувчини хабардор қилиши шарт.

Қимматли қоғозлар бозорини тартибга солувчи орган мазкур ахборотни ошкор этиш эмитентга зарар етказадиган ҳолларда уни бундай ахборотни ошкор этиш мажбуриятидан озод этиши мумкин. Эмитент томонидан мазкур модданинг 2-қисмида назарда тутилган қоидалар бузилган тақдирда у бунинг натижасида учинчи шахслар кўрган зарар бўйича жавобгар бўладилар.

8- модда. Қимматли қоғозлар бозорида битимлар устидан назорат

Қимматли қоғозлар бозорини тартибга солувчи орган Ўзбекистон Республикасининг қонун ва бошқа норматив ҳужжатларида белгиланган тартибда қимматли қоғозлар билан тузиладиган барча битимларнинг нархи ва ҳажми юзасидан назоратни амалга оширади.

Қимматли қоғозлар бозорида инсайдерлик ахборотидан фойдаланган ҳолда тузилган битимларни аниқлаш мақсадида қимматли қоғозлар бозорини тартибга солувчи орган қимматли қоғозлар бозори мониторинги тизимини, шу жумладан

қимматли қоғозлар бозори ҳолатини кузатувчи автоматлаштирилган, ахборот-таҳлилий ва маълумот базалари билан боғлиқ тизимлар тузиш ва ундан фойдаланиш ҳуқуқига эга.

9- модда. Инсайдерларга нисбатан текширишлар ўтказиш

Инсайдерлик ахборотидан фойдаланган ҳолда битимлар тузилганлиги ҳақида маълумотлар бўлган ҳолларда қимматли қоғозлар бозорини тартибга солувчи орган мазкур маълумотлар тўғри ёки нотўғрилигини аниқлаш мақсадида инсайдерларга нисбатан текшириш ўтказиш ҳуқуқига эга бўлади.

Текшириш жараёнида қимматли қоғозлар бозорини тартибга солувчи орган бундай битимни тузган ёки унинг тузилишига ёрдам берган қимматли қоғозлар бозорининг профессионал иштирокчиларидан, ўзининг ёки бошқа шахслар ҳисобидан қуйидагилар тўғрисидаги маълумотларни тақдим этишни талаб қилиш ҳуқуқига эга:

– битимнинг баҳоси;

– битим предмети бўлган қимматли қоғозларнинг тоифалари ва турлари;

– қимматли қоғозлар эмитентнинг номи;

– битим тузган ёки фойдасига битим тузилган қимматли қоғозлар бозори профессионал иштирокчисининг мижози;

– битим бўйича мажбурият олган шахслар;

– манфаатларида битим тузилган шахслар.

Қимматли қоғозлар бозорини тартибга солувчи орган инсайдерлик ахборотидан фойдаланган ҳолда тузилган деган маълумотлар мавжуд бўлган битим бўйича барча ҳужжатлар тақдим этилишини талаб қилиш ҳуқуқига эга.

Мазкур модданинг 1-қисмида назарда тутилган маълумотлар ушбу қонун талабларини бузган ҳолда инсайдерлик ахборотидан фойдаланилганлигига гувоҳлик берган ҳолларда қимматли қоғозлар бозорини тартибга солувчи орган қимматли қоғозлар бозори профессионал иштирокчисидан охирги олти ой ичида унинг мижози томонидан ёки мижоз ҳисобидан тузилган мазкур модданинг 1-қисмида назарда тутилган қимматли қоғозларга оид битимлар тўғрисида

ахборот тақдим этилишини талаб қилиш ҳуқуқига эга.

Қимматли қоғозлар бўйича ижро органининг ваколатли мансабдор шахслари инсайдерлик ахборотидан фойдаланган ҳолда қимматли қоғозларга оид битим тузилишига йўл қўйган қимматли қоғозлар бозори профессионал иштирокчисига нисбатан сайёр текширишлар ўтказиш ҳуқуқига эга.

Инсайдерлик ахборотини ноқонуний тасарруф этганлик ёки ундан ноқонуний фойдаланганлик тўғрисида гувоҳлик берувчи маълумотлар бўлган ҳолларда қимматли қоғозлар бозорини тартибга солувчи орган мазкур қимматли қоғозлар эмитентидан инсайдер ҳисобланган шахслар тўғрисида ахборот тақдим этишни талаб қилиш ҳуқуқига эга.

Қимматли қоғозлар бозорини тартибга солувчи орган инсайдерлик ахборотидан ноқонуий фойдаланишда гумон қилинаётган шахслар тўғрисидаги маълумотларни тўплаш ва сақлаш ҳуқуқига эга. Инсайдерлик ахборотини ноқонуний тасарруф этганлик ёки ундан ноқонуний фойдаланганлик тўғрисидаги маълумотлар текшириш жараёнида ўз тасдиғини топмаган ёки гумон қилинаётган шахс суд томонидан айбсиз деб топилган ҳолларда мазкур маълумотлар йўқ қилиниши лозим.

Инсайдерларга нисбатан текшириш тугагандан кейин қимматли қоғозлар бозорини тартибга солувчи орган жиноят аломатлари мавжуд бўлган инсайдерлик ахборотини ноқонуний тасарруф этганлик ёки ундан ноқонуний фойдаланганлик тўғрисидаги ахборотни тергов органларига беради.

Қимматли қоғозлар бозорини тартибга солувчи орган инсайдерлик ахборотидан фойдаланган ҳолда битим тузилганлиги тўғрисида маълум берган ёки текшириш жараёнида унга ёрдам берган шахсларга ундирилган жарима суммасининг 10 фоизи миқдорида мукофот бериши мумкин. Мукофот ҳуқуқбузарлик содир этган шахс томонидан тўланган жарима маблағлари ҳисобидан тўланади.

10- модда. Инсайдерлик ахборотидан фойдаланган ҳолда тузилган битимларни назорат қилишда қимматли қоғозлар бозори профессионал иштирокчиларининг ўзини-ўзи бошқариш ташкилотлари ваколатлари

Қимматли қоғозлар бозори профессионал иштирокчиларининг ўзини-ўзи бошқариш ташкилотлари (кейинги ўринларда ўзини-ўзи бошқариш ташкилоти) қуйидагиларга ҳақли:

– қимматли қоғозлар бозорини тартибга солувчи орган томонидан ўзини-ўзи бошқариш ташкилоти аъзоларига нисбатан ўтказилган текшириш натижалари ҳақида ахборот олиш;

– мазкур қонунга асосан ўз аъзоларига нисбатан инсайдерлик ахборотидан фойдаланган ҳолда битимлар тузилишини таъқиқловчи талаблар ишлаб чиқиш;

– ўз аъзоларининг инсайдерлик ахборотидан фойдаланиш ва уни тасарруф этиш бўйича мазкур қонунда белгиланган таъқиқларга риоя қилинишини назорат қилиш ҳамда уларни бузганлик, шунингдек мазкур қонунга асосан инсайдерлик ахборотини ўз вақтида ошкор этмаганлик учун санкциялар ўрнатиш.

Ўзини-ўзи бошқариш органи аъзоларининг касбий этика қоидалари улар томонидан қимматли қоғозлар бозорида профессионал фаолият юритиш давомида уларга маълум бўлиб қолган ахборотнинг сир тутилишини назарда тутиши лозим. Ўзини-ўзи бошқариш органи аъзоси инсайдерлик ахборотини учинчи шахсларга берилиши, шунингдек мазкур ахборотдан битим тузиш чоғида фойдаланилишига йўл қўймаслик борасида барча чораларни кўриши лозим.

11- модда. Қимматли қоғозлар бозори профессионал иштирокчиларига нисбатан махсус талаблар

Қимматли қоғозлар бозорининг профессионал иштирокчиси ўзининг мижозларига тегишли қимматли қоғозларга оид битимлар тузилаётган вақтда инсайдерлик ахборотидан ноқонуний фойдаланиш ва уни ноқонуний тасарруф этишнинг олдини олувчи шароитларни таъминлаши лозим.

Давлатга тегишли қимматли қоғозларни ишончли бошқараётган ёки хусусийлаштиришга оид битимларни тузиш ва тайёрлашда иштирок этаётган қимматли қоғозлар бозорининг профессионал иштирокчиси, қимматли қоғозларга

оид битимлар тузаётган вақтда ўзига маълум бўлган давлат ва хизмат сирларига оид ахборотлар ҳақида қимматли қоғозлар бозорини тартибга солувчи органга хабар бериши лозим.

Қимматли қоғозларни ишончли бошқариш шартномасида белгиланган мажбуриятларига давлат хизматчиси билан бўладиган бошқа соҳалардаги ўзаро муносабатлар, шу жумладан ахборотни тақдим этишда алоҳида муносабатларни ўрнатишнинг дастлабки шарти сифатида қаралмаслиги лозим.

Қимматли қоғозлар бозорининг профессионал иштирокчиси табиий нарх шаклланиши ва бозорнинг барқарорлигини бузувчи ҳаракатларга йўл қўймасдан, шартномада назарда тутилган қимматли қоғозларга оид операцияларни бозор баҳоси асосида амалга ошириши лозим.

Қимматли қоғозлар бозорининг профессионал иштирокчиси ҳисобланган юридик шахс таркибида асосий вазифаси профессионал фаолият Ўзбекистон Республикасининг қимматли қоғозлар бозори тўғрисидаги қонунчилигига мослигини назорат қилишдан иборат бўлган ички назорат хизмати ташкил этилиши лозим

Қимматли қоғозлар бозорининг профессионал иштирокчиси ахборотнинг махфийлигини таъминлаш ва ундан фойдаланишни чеклаш мақсадида бундай ахборотдан профессионал иштирокчи, унинг ходими ёки учинчи шахслар томонидан унинг мижозлари манфаатларига зарар етказадиган тарзда фойдаланишга йўл қўймайдиган, ички назорат қоидаларини белгилаб берувчи ички ҳужжатларни ишлаб чиқиши ва тасдиқлаши лозим.

12- модда. Жисмоний шахс бўлган инсайдерларга нисбатан махсус талаблар

Қимматли қоғозларга оид операцияларни амалга ошириш чоғида инсайдерларнинг шахсий манфаатлари ўртасида тўқнашувлар келиб чиқишининг олдини олиш мақсадида улар қуйидагиларни амалга оширмасликлари лозим:

– инсайдер ёки унинг оиласи шахсий ёхуд молиявий манфаатга эга бўлган шахс жалб этилган битимда иштирок этиш;

– битимлар тузишда хизмат ахборотидан фойдаланиш, шунингдек учинчи шахслар билан битим тузиш учун хизмат ахборотини бериш.

Қимматли қоғозлар бозорининг профессионал иштирокчиси ходими ҳисобланган инсайдер ўзининг ҳаракатлари натижасида манфаатлар тўқнашуви вужудга келади деб ўйлаган ҳолларда, бу ҳақда у қимматли қоғозлар бозорининг профессионал иштирокчисининг ички назорат хизматига хабар бериши лозим.

13- модда. Ички назорат хизмати

Қимматли қоғозлар бозори профессионал иштирокчиси ходимлари фаолияти устидан назорат ички назорат хизмати томонидан амалга оширилади. Ички назорат хизмати манфаатлар тўқнашувининг олдини олиш, қимматли қоғозлар бозори профессионал иштирокчиси ходимлари ва бўлинмалари ўртасида хизмат ва махфий ахборот алмаштирилишини чеклаш, шунингдек улар иштирокида амалга ошириладиган операцияларнинг қонунийлигини таъминлаш мақсадида қимматли қоғозлар бозори профессионал иштирокчиси ходимлари томонидан қимматли қоғозлар бозори тўғрисидаги қонун нормалари, мазкур қонунда белгиланган махсус талаблар, уларнинг фаолиятини тартибга солувчи хизмат йўриқномаларига риоя қилинишини текширади.

Ички назорат хизматининг фаолият тартиби ва ваколатлари қимматли қоғозлар бозори профессионал иштирокчиси бошқарув органлари томонидан тасдиқланадиган ҳамда қимматли қоғозлар бўйича ижро органининг норматив ҳуқуқий ҳужжати асосида қабул қилинадиган ички назорат хизмати тўғрисидаги Низом асосида белгиланади.

Ички назорат хизмати ходимлари қимматли қоғозлар бозори профессионал иштирокчиси бошқарув органларида бошқа мансабни эгаллашлари мумкин эмас. Ички назорат хизмати ходимлари ўзларига юклатилган мажбуриятларни бажармаганлик учун амалдаги қонунчиликда белгиланган тартибда жавобгарликка тортиладилар.

14- модда. Мазкур қонунни бузганлик учун жавобгарлик

Қимматли қоғозлар бўйича тартибга солувчи орган қуйидаги ҳолларда қимматли қоғозлар бозорининг юридик шахслари, уларнинг мансабдор шахслари ва бошқа иштирокчиларига энг кам ойлик иш ҳақининг 100 бараваридан 1000 бараваригача бўлган миқдорда жарима солади:

– қимматли қоғозлар бозорида битимлар тузиш учун мазкур қонуннинг 5-моддасида белгиланган шаклда инсайдерлик ахборотидан фойдаланиш, бунда жиноят аломатлари бўлмаган ҳолларда;

– инсайдерлик ахбороти ёки унга асосланган ахборотни ноқонуний тарзда учинчи шахсларга бериш;

– учинчи шахсларга инсайдерлик ахборотларига асосланган қимматли қоғозларга оид битимларни тузиш тўғрисида тавсиялар бериш;

– эмитентлар ва қимматли қоғозлар бозори профессионал иштирокчилари томонидан инсайдерлик ахбороти тўлиқ ва ўз вақтида ошкор этилмаган тақдирда;

– инсайдер томонидан қимматли қоғозларга оид битимлар тузилганлиги тўғрисидаги ахборотни эълон қилиш (чоп этиш) билан боғлиқ мажбурият бажарилмаган тақдирда;

– мазкур қонуннинг 9-моддасига асосан текшириш ўтказаётган қимматли қоғозлар бўйича ижро органи мансабдор шахсларига ҳужжатлар тақдим этилмаган ҳолларда.

Қимматли қоғозлар бўйича тартибга солувчи орган жиноят аломатлари мавжуд бўлган ноқонуний инсайдерлик битимлари тўғрисидаги материалларни тергов органларига тақдим этиши шарт.

15- модда. Инсайдерларнинг қонунга хилоф ҳаракатлари натижасида етказилган зарарни ундириш

Инсайдерлик ахборотидан ноқонуний тарзда фойдаланиш ёки уни ноқонуний тарзда тасарруф этиш натижасида зарар кўрган шахслар, ноқонуний ҳаракатлар содир этилишига йўл қўйган инсайдердан етказилган зарарни суд тартибида ундирилишини талаб қилишга ҳақли. Мазкур ҳаракатлар қимматли қоғозлар бозори профессионал иштирокчиси ходими томонидан содир этилган ҳолларда якка тартибдаги ижро

органи раҳбари, ички назорат хизмати бошлиғи, шунингдек қимматли қоғозлар бозори профессионал иштирокчиси солидар ва субсидиар жавобгар бўладилар.

Ўзбекистон Республикаси
Президенти

ФОЙДАЛАНИЛГАН МАНБАЛАР ВА АДАБИЁТЛАР РЎЙХАТИ

РАҲБАРИЙ АДАБИЁТЛАР

1. Каримов И.А. Ўзбекистон – келажаги буюк давлат (1992 йил 8-10 декабрда ЎзР Олий кенгашининг XI сессиясида сўзлаган нутқи). – Т.: "Ўзбекистон", 1993.
2. Каримов И.А. Ўзбекистон: миллий мустақиллик, иқтисод, сиёсат, мафкура. – 1-жилд – Т.: "Ўзбекистон". 1996.
3. Каримов И.А. Ўзбекистон иқтисодий ислоҳотларни чуқурлаштириш йўлида. – Т.: Ўзбекистон, 1995.
4. Каримов И.А. Бизнинг мақсадимиз – озод ва обод Ватан. – 2-жилд. Т.: Ўзбекистон, 1996.
5. Каримов И.А. Ватан саждагоҳ каби муқаддасдир. – 3- жилд – Т.: Ўзбекистон, 1996.
6. Каримов И.А. Бунёдкорлик йўлидан. – 4-жилд. – Т.: Ўзбекистон, 1996.
7. Каримов И.А. Мулкдорлар синфини ташкил этиш – ислоҳотлар муваффақиятининг асосий мезони // Халқ сўзи. 7.02.1997й.
8. Каримов И.А. Ўзбекистон XXI аср бўсағасида: хавфсизликка таҳдид, барқарорлик шартлари ва тараққиёт кафолатлари. – Т: Ўзбекистон, 1997.
9. Каримов И.А. Янгича фикрлаш ва ишлаш давр талаби. – 5-жилд – Т.: Ўзбекистон, 1997.
10. Каримов И.А. Хавфсизлик ва барқарор тараққиёт йўлида. –6-жилд. – Т.: Ўзбекистон, 1998.
11. Каримов И.А. Биз келажагимизни ўз қўлимиз билан қурамиз. – 7- жилд. – Т.: Ўзбекистон, 1999.
12. Каримов И.А. Озод ва обод Ватан, эркин ва фаровон ҳаёт пировард мақсадимиз. –8- жилд. – Т.: Ўзбекистон, 2000.
13. Каримов И.А. Ватан равнақи учун ҳар биримиз масъулмиз.– 9-жилд. – Т.: Ўзбекистон, 2001.
14. Каримов И.А. Инсонлар ғамхўрлиги ва манфаатлари билан яшаш фаолиятимизнинг асосий мезони: 18.07.2002 йилда Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг 2002 йил

бир ярим йиллигида мамлакат иқтисодий ривожланиши борасида белгиланган устувор вазифаларни бажарилишига бағишланган йиғилишида сўзлаган нутқи. // Халқ сўзи. 19.07.2002.
15. Каримов И.А. Мамлакатнинг иқтисодий салоҳиятини ошириш ислоҳотларимизнинг пировард мақсади. Мамлакатнинг 2002 йилдаги ижтимоий-иқтисодий ривожланиш якунлари ва 2003 йилда иқтисодий ислоҳотларни чуқурлаштиришнинг асосий йўналишларига бағишланган Вазирлар Маҳкамасининг йиғилишида сўзлаган нутқи. // Халқ сўзи. 18.02.2003.
16. Каримов И.А. 2003 йилнинг биринчи ярим йиллигида иқтисод ва ижтимоий соҳа ривожланишининг якунлари ва мазкур соҳаларда ислоҳотларнинг муҳим устувор йўналишлари бўйича чора тадбирларни амалга оширишга бағишланган Вазирлар Маҳкамасининг 18.07.2003 йилдаги йиғилишида сўзлаган нутқи. // Халқ сўзи. 19.07.2003.
17. Каримов И.А. Эришилган ютуқларни мустаҳкамлаш ва ислоҳотларни давом эттириш – бизнинг асосий мақсадимиз. Мамлакатнинг 2003 йилдаги ижтимоий-иқтисодий ривожланиш якунлари ва 2004 йилда иқтисодий ислоҳотларни чуқурлаштиришнинг асосий йўналишларига бағишланган Вазирлар Маҳкамасининг йиғилишида сўзлаган нутқи. // Халқ сўзи. 15.03.2004.

ХАЛҚАРО-ҲУҚУҚИЙ ҲУЖЖАТЛАР

18. EBRD Sound Business Standarts and Corporate Practices, 1997. http://www.ebrd.com
19. IOSCO Inetrnational Disclosure Standarts for Cross-Border Offerings and Initial Listing by Foreign Issuers. September 1998.
20. The Principles of Corporate Governance of the Council of the Organization on Economic Cooperation and Development (OECD) SG/CG / (99)5, adopted in May 1999, with amendments 22.04.2004. http://oecd.org
21. IOSCO Principles of Auditor Independence and the Role of Corporate Governance in Monitoring an Auditor’s Independence. A Statement of the Technical Committee of the International

Organization of Securities Commissions. October 2002. http://www.iosco.org
22. IOSCO General Principles Regarding Disclosure of Management's Discussion and Analysis of Financial Condition and Results of Operations. Report of the Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions. February 2003. http://www.iosco.org
23. Insider Trading: How Jurisdiction Regulate it Report of IOSCO Emerging Markets Committee Transparency of Corporate Bond Markets Report of the Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions. May 2004. http://www.iosco.org

ЎЗБЕКИСТОН РЕСПУБЛИКАСИ МЕЪЁРИЙ ҲУЖЖАТЛАРИ

24. Ўзбекистон Республикаси Конституцияси. − Т.: Адолат, 2003. (2003 йил 24 апрелда киритилган ўзгартириш ва қўшимчалар билан биргаликда).
25. Ўзбекистон Республикаси Фуқаролик кодекси. − Т.: Адолат, 1996.
26. Ўзбекистон Республикаси Фуқаролик процессуал кодекси. − Т.: Адолат, 1997.
27. Ўзбекистон Республикаси Хўжалик процессуал кодекси Республики Узбекистан. − Т.: Адолат, 1997
28. Ўзбекистон Республикаси Маъмурий жавобгарлик тўғрисидаги кодекси. 22.09.1994 йилдаги қонун билан тасдиқланган, 01.04.1995 йилдан амалга киритилган.
29. 31.10.1990 йилда қабул қилинган Ўзбекистон Республикасининг "Мулкчилик тўғрисида"ги қонуни.
30. 15.02.1991 йилда қабул қилинган Ўзбекистон Республикасининг "Ўзбекистон Республикасида корхоналар тўғрисида"ги қонуни. (Мазкур қонун 15.12.2000 йилдаги қонунга асосан ўз кучини йўқотди).
31. "Давлат тасарруфидан чиқариш ва хусусийлаштириш тўғрисида"ги Ўзбекистон Республикасининг 19.11.1991 йилги қонуни.

32. “Қимматли қоғозлар ва фонд биржаси тўғрисида”ги Ўзбекистон Республикасининг 02.09.1993 йилги қонуни.
33. “Банкротлик тўғрисида”ги Ўзбекистон Республикасининг 05.05.1994 йилги қонуни.(2003 йилги янги таҳрири билан).
34. “Акциядорлик жамиятлари ва акциядорларнинг ҳуқуқларини ҳимоя қилиш тўғрисида”ги Ўзбекистон Республикасининг 26.04.1996 йилги қонуни.
35. “Қимматли қоғозлар бозорининг фаолият кўрсатиш механизми тўғрисида”ги Ўзбекистон Республикасининг 25.04.1996 йилги қонуни.
36. “Қимматли қоғозлар бозорида инвесторлар ҳуқуқларини ҳимоя қилиш тўғрисида”ги Ўзбекистон Республикасининг 30.08.2001 йилги қонуни.
37. “Қимматли қоғозлар бозорида депозитарийлар фаолияти тўғрисида”ги Ўзбекистон Республикасининг 29.08.1998 йилги қонуни.
38. Ўзбекистон Республикаси Президентининг “Иқтисодий ислоҳотларни янада чуқурлаштириш, хусусий мулк манфаатларини ҳимоя қилиш ва тадбиркорликни ривожлантириш чора-тадбирлари тўғрисида”ги 21.01.1994 УП-745 сонли Фармони.
39. Ўзбекистон Республикаси Президентининг “Ўзбекистон республикасида мулкни давлат тасарруфидан чиқариш ва хусусийлаштириш жараёнини янада ривожлантиришнинг устувор йўналишлари тўғрисида”ги 15.03.1994 УП-789 сонли Фармони.
40. Ўзбекистон Республикаси Президентининг “Давлат мулки бўлган корхоналарни акциялаштиришни жадаллаштириш ва қимматли қоғозлар бозорини такомиллаштириш чора-тадбирлари тўғрисида”ги 12.06.1995 йилги УП-1164 сонли Фармони.
41. Ўзбекистон Республикаси Президентининг “Ташқи иқтисодий алоқалар вазирлигининг хўжалик ҳисобидаги бўлинмаларини давлат иссадорлик компанияларига айлантириш тўғрисида”ги 14.08.1995 йилги УП-1212 сонли Фармони.
42. Ўзбекистон Республикаси Президентининг “Қимматли қоғозлар бозорини ривожлантиришга оид қўшимча чора-

тадбирлар тўғрисида” 07.09.1995 йилги УП-1270 сонли Фармони.

43. Ўзбекистон Республикаси Президентининг “Фонд бозорини янада ривожлантириш ҳамда давлат мулки негизида ташкил этилган акциядорлик жамиятларини қўллаб-қувватлаш чора-тадбирлари тўғрисида”ги 04.03.1998 йилги УП-1939 сонли Фармони.
44. Ўзбекистон Республикаси Президентининг “Ўзбекистон иқтисодиётида хусусий секторнинг улуши ва аҳамиятини тубдан ошириш чора-тадбирлари тўғрисида”ги 24.01.2003 йилги УП-3202 сонли Фармони.
45. Ўзбекистон Республикаси Президентининг “Корхоналар банкротлиги ва санацияси масалалари бўйича ҳукумат комиссияси тўғрисида”ги 31.01.2003 йилги УП-3204 сонли Фармони.
46. Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг ““Тошкент" республика фонд биржасининг самарали фаолият кўрсатишини таъминлаш ва қимматли қоғозлар бозори инфраструктурасини ривожлантириш чора-тадбирлари тўғрисида”ги 08.06.1994 йилги 285-сонли қарори.
47. Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг “Мулкчилик ва хўжалик юритишнинг барча шакллардаги корхоналар ва ташкилотларнинг ягона давлат реестри тўғрисида”ги 17.11.1994 йилги 555- сонли қарори.
48. Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг “Давлат корхоналарини очиқ турдаги акционерлик жамиятларига айлантиришга оид ташкилий чора-тадбирлар тўғрисида”ги 15.06.1995 йилги 221- сонли қарори.
49. Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг “Вазирликлар, давлат қўмиталари, концернлар, ассоциациялар ва бирлашмаларининг бошқаруви ҳамда ишчи таъминоти бўлимларини хусусийлаштириш ва давлат тасарруфидан чиқариш тўғрисида”ги 30.06.1995 йилги 247-сонли қарори.
50. Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг “Республикада қимматли қоғозлар бозорининг фаолият кўрсатишини тартибга солиш ва уни янада ривожлантириш чора-тадбирлари тўғрисида”ги 07.09.1995 йилги 351- сонли

қарори.

51. Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг “Ўзбекистон республикаси давлат мулки қўмитаси ҳузурида қимматли қоғозлар бозори фаолиятини мувофиқлаштириш ва назорат қилиш марказини ташкил этиш масалалари тўғрисида”ги 30.03.1996 йилдаги 126-сонли қарори.
52. Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг “Акциялар пакетларини жойлаштиришни такомиллаштириш ҳамда давлат мулки негизида ташкил этилган акциядорлик жамиятларини бошқаришда акциядорлар ролини ошириш чора-тадбирлари тўғрисида”ги 18.08.1997 йилги 404 - сонли қарори.
53. Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг “Ўзбекистон республикаси давлат мулки қўмитаси ҳузуридаги қимматли қоғозлар бозори фаолиятини мувофиқлаштириш ва назорат қилиш марказининг қимматли қоғозлар комиссиялари халқаро ташкилоти (iosco)га кириши тўғрисида”ги 12.01.1998 йилги 16 - сонли қарори.
54. Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг “Давлат корхоналари негизида ташкил этилган акциядорлик жамиятларида акцияларни жойлаштиришнинг белгиланган тартибига риоя қилинишини текшириш натижалари тўғрисида”ги 05.03.1998 96-сонли қарори.
55. Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг “Хусусийлаштириладиган корхоналарнинг жисмоний шахслар томонидан текин олинган акцияларига солиқ солиш механизми тўғрисида”ги 29.06.1998 йилги 270 - сонли қарори.
56. Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг “Давлат тасарруфидан чиқариш ва хусусийлаштириш жараёнида ташкил этилган акциядорлик жамиятлари устав жамгармасидаги давлат улуши тўғрисида”ги 30.06.1998 йилги 272 - сонли қарори.
57. Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг “Акциядорлик жамиятларини бошқариш тизимини такомиллаштиришга доир чора-тадбирлар тўғрисида”ги 22.08.1998 361-сонли қарори
58. Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг “Қимматли қоғозларнинг марказий депозитарийсини ташкил

этиш ва унинг фаолияти масалалари тўғрисида”ги 21.05.1999 йилги 263 - сонли қарори.
59. Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг “Корхоналарнинг банкротлиги тўғрисидаги қонунчиликни амалга оширишга доир қўшимча чора-тадбирлар ҳақида”ги 26.07.1999 йилги 362 - сонли қарори.
60. Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг “Давлат мулкини бошқаришни такомиллаштириш чора-тадбирлари тўғрисида”ги 05.07.2000 йилдаги 257-сонли қарори.
61. Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг “Давлат тасарруфидан чиқариш ва хусусийлаштириш дастурлари амалга оширилишини, хорижий инвестицияларни жалб этиш фаоллаштирилишини таъминлашга доир қўшимча чора-тадбирлар тўғрисида”ги 26.03.2002 йилги 97 - сонли қарори.
62. Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг “2003-2004 йилларда корхоналарни давлат тасарруфидан чиқариш ва хусусийлаштириш дастури тўғрисида”ги 17.04.2003 йилги 185- сонли қарори.
63. Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг “Амалга оширилаётган иқтисодий ночор корхоналарни таркибий ўзгартириш ва молиявий соғломлаштириш самарадорлигини ошириш чора-тадбирлари тўғрисида”ги 18.04.2003 йилги 188-сонли қарори.
64. Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг “Хусусийлаштирилган корхоналарни корпоратив бошқаришни такомиллаштириш чора-тадбирлари тўғрисида”ги 19.04.2003 йилги 189- сонли қарори.
65. Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг “Қимматли қоғозлар иккиламчи бозорини янада ривожлантириш чора-тадбирлари тўғрисида”ги 29.04.2003 йилги 196- сонли қарори.
66. Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг “Корхоналар банкротлиги ва санацияси масалалари бўйича ҳукумат комиссияси тўғрисидаги низомни тасдиқлаш ҳақида”ги 30.06.2003 йилги 294- сонли қарори.

67. Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг “Корпоратив бошқарув марказини ташкил этиш тўғрисида”ги 04.07.2003 йилги 304- сонли қарори.
68. Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг “Қимматли қоғозлар бозорида касбий фаолиятни (инвестиция Институтларининг қимматли қоғозлар бозоридаги фаолиятини) лицензиялаш тўғрисидаги низомни тасдиқлаш ҳақида”ги 09.07.2003 йилги 308- сонли қарори.
69. Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг “Қимматли қоғозлар бозорида касбий фаолиятни (инвестиция Институтларининг қимматли қоғозлар бозоридаги фаолиятини) лицензиялаш тўғрисидаги низомни тасдиқлаш ҳақида”ги 09.07.2003 йилги 308- сонли қарорининг 1-иловаси.
70. Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг “Қимматбаҳо қоғозлар бланкаларини ишлаб чиқаришни лицензиялаш тўғрисидаги низомни тасдиқлаш ҳақида”ги 13.11.2003 йилги 506- сонли қарори.
71. Ўзбекистон республикаси монополиядан чиқариш ва рақобатни ривожлантириш давлат қўмитаси ҳамда Ўзбекистон республикаси давлат мулки қўмитаси ҳузуридаги Қимматли қоғозлар бозори фаолиятини мувофиқлаштириш ва назорат қилиш Марказининг 2001 йил 24 сентябрдаги 5, 2001-12-сон қарори билан тасдиқланган Хўжалик юритувчи субъектнинг 35 фоиздан ортиқ акцияларини сотиб олиш устидан назорат қилиш тартиби тўғрисида”ги Йўриқнома.
72. ЎзР давлат мулки қўмитаси ҳузуридаги қимматбаҳо қоғозлар бозорининг фаолиятини мувофиқлаштириш ва назорат қилиш маркази бош директорининг 2002 йил 13 мартдаги 2002-03-сон буйруғи билан тасдиқланган, ЎзР адлия вазирлиги томонидан 15.04.2002 йилда 1125-сон билан рўйхатга олинган “Нақд қимматбаҳо қоғозларни йўқ қилиш бўйича Йўриқнома”.
73. Вазирлар Маҳкамасининг 1994 йил 8 июндаги 285-сон қарорига 1-Иловаси билан тасдиқланган “Давлат корхоналарини қайта ўзгартириш натижасида ташкил этилган очиқ турдаги акционерлик жамиятларининг акцияларини рўйхатдан ўтказиш ва муомалага чиқариш тартиби тўғрисида” Низом.

74. Ўзбекистон Республикаси Адлия вазирлиги томонидан 13.10.1995 йилда 182-сон билан рўйхатга олинган, Ўзбекистон Республикаси Молия вазирлиги қошидаги қимматли қоғозлар ва фонд биржалари бўйича комиссия томонидан 19.09.1995 йилда 08-03-02/1553А-сон билан ва 13.10.1995 йилда Ўзбекистон Республикаси Давлат мулк қўмитаси томонидан 00-365-сон билан тасдиқланган “Асосий воситаларни қайта ҳисоблаш орқали акциядорлик жамиятининг устав капиталини ошириш тўғрисида”ги Низом.
75. Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг 30.03.1996 йилдаги 126-сонли қарори билан тасдиқланган, Ўзбекистон республикаси монополиядан чиқариш ва рақобатни ривожлантириш давлат қўмитаси ҳамда Ўзбекистон республикаси давлат мулки қўмитаси ҳузуридаги Қимматли қоғозлар бозори фаолиятини мувофиқлаштириш ва назорат қилиш Маркази тўғрисидаги Низом.
76. Ўзбекистон Республикаси Адлия вазирлиги томонидан 01.07.1997 йилда 351-сон билан рўйхатга олинган, Ўзбекистон Республикаси Давлат мулк қўмитаси томонидан 18.06.1997 йилда тасдиқланган “Айирбошланадиган қимматли қоғозларни жойлаштириш ва тақсимлаш тартиби тўғрисида”ги Низом.
77. Ўзбекистон Республикаси Адлия вазирлиги томонидан 10.07.1998 йилда 453-сон билан рўйхатга олинган, Ўзбекистон Республикаси Давлат мулк қўмитаси қошидаги қимматли қоғозлар бозори фаолияти устидан назорат қилиш ва мувофиқлаштириш Маркази томонидан 28.12.1998 йилда тасдиқланган “Ўзбекистон Республикасида қимматли қоғозларни чиқариш ва рўйхатдан ўтказиш тартиби тўғрисида”ги Низомга 1-сонли қўшимча.
78. Ўзбекистон Республикаси Адлия вазирлиги томонидан 03.03.1999 йилда 660-сон билан рўйхатга олинган, Ўзбекистон Республикаси Давлат мулк қўмитаси қошидаги қимматли қоғозлар бозори фаолияти устидан назорат қилиш ва мувофиқлаштириш Маркази томонидан 01.03.1999 йилда 42-сон билан тасдиқланган “Қимматли қоғозлар билан операцияларни амалга ошириш ҳуқуқига эга бўлиш учун

жисмоний шахсларни аттетация (қайта аттестация) қилиш тўғрисида”ги Низом.

79. Ўзбекисётон Республикаси Адлия вазирлиги томонидан 27.04.1999 йилда 710-сон билан рўйхатга олинган, Ўзбекистон Республикаси Давлат мулк қўмитаси томонидан 24.04.1999 йилда, Ўзбекистон Республикаси Макроиқтисодиёт ва статистика вазирлиги ва Ўзбекистон Республикаси Молия вазирлиги томонидан 25.04.1999 йилда тасдиқланган “Қимматли қоғозлар бўйича ҳисоботларни тузиш ва тақдим этиш тўғрисида”ги Низом.
80. Ўзбекистон Республикаси Адлия вазирлиги томонидан 28.12.1999 йилда 860-сон билан рўйхатга олинган, Ўзбекистон Республикаси Давлат мулк қўмитаси қошидаги қимматли қоғозлар бозори фаолияти устидан назорат қилиш ва мувофиқлаштириш Маркази томонидан 21.12.1999 йилда тасдиқланган “Қимматли қоғозлар бозорида андеррайтинг фаолияти тўғрисида”ги Низом.
81. ЎзР Давлат мулки қўмитаси ҳузуридаги қимматбаҳо қоғозлар бозорининг фаолиятини мувофиқлаштириш ва назорат қилиш Маркази бош директорининг 2002 йил 27 мартдаги 2002-06-сон буйруғи билан тасдиқланган ЎзР Адлия вазирлиги томонидан 18.04.2002 йил 1127- сон билан рўйхатга олинган “Қимматли қоғозлар бозори иштирокчилари томонидан ахборотни ошкор этиш тўғрисида”ги Низом.
82. Ўзбекистон Республикаси Давлат мулки қўмитаси хузуридаги Қимматли қоғозлар бозори фаолиятини мувофиқлаштириш ва назорат қилиш Марказининг 2002 йил 13 мартдаги 2002-4-сонли Буйруғи билан тасдиқланган, ЎзР Адлия вазирлиги томонидан 23.04.2002 йил 1131- сон билан рўйхатга олинган “Ўзбекистон Республикасининг "Қимматли қоғозлар бозори тўғрисида"ги Қонунини бузганлик учун ишларни кўриб чиқиш ва санкцияларни қўллаш тартиби тўғрисида”ги Низом.
83. Вазирлар маҳкамасининг 2003 йил 19 апрелдаги 189-сон қарори билан тасдиқланган “Давлатнинг акциядорлик жамиятларидаги ишончли вакиллари тўғрисида”ги Низом
84. Ўзбекистон Республикаси Адлия вазирлиги томонидан 17.02.2004 йил 1312-сон билан рўйхатга олинган “Қимматли

қоғозлар бланкаларига қўйиладиган техник талаблар тўғрисидаги низомни тасдиқлаш ҳақида”ги Ўзбекистон Республикаси Марказий банк бошқарувининг 27.12.2003 йилги 555 –сонли қарори.

85. Ўзбекистон Республикаси Адлия вазирлиги томонидан 17.02.2004 йил 1312-сон билан рўйхатга олинган “Қимматли қоғозлар бланкаларига қўйиладиган техник талаблар тўғрисидаги низомни тасдиқлаш ҳақида”ги Ўзбекистон Республикаси Марказий банк бошқарувининг 27.12.2003 йилги 555 –сонли қарори.
86. “Ўзбекистон Республикаси Давлат мулк қўмитаси қошидаги Қимматли қоғозлар бозори фаолиятини мувофиқлаштириш ва назорат қилиш Маркази тўғрисида”ги Низом.
87. “Ўзбекистон Республикаси ҳудудида қимматли қоғозлар билан боғлиқ битимларни тузиш ва рўйхатдан ўтказиш тартиби тўғрисида”ги Низом.
88. Ўзбекистон Республикаси Адлия вазирлиги томонидан 02.04.1997 йилда 320-сон билан рўйхатга олинган, Ўзбекистон Республикаси Давлат мулк қўмитаси томонидан 31.03.1997 йилда тасдиқланган Ҳосила қимматли қоғозларни чиқариш ва улар билан муомала қилиш Тартиби.
89. Ўзбекистон республикаси Адлия вазирлиги томонидан 21.09.1999 й. 820-сон билан рўйхатга олинган, Ўзбекистон республикаси Давлат Мулки қўмитаси томонидан 25.06.1999 й. 4/103 –сон билан тасдиқланган “Қимматли қоғозлар бозорида манипуляция қилишларнинг олдини олиш қоидалари”.
90. Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг 17.04.2003 йилдаги 185-сонли қарори билан тасдиқланган, Низом жамғармасида 25 фоиздан 51 фоизгача давлат улуши сақланадиган корхоналар рўйхати.
91. “Давлат акция пакетларини ишончли бошқарувга бериш Тартиби”, Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг 22.08.1998 йилдаги 361-сонли қарорининг 5-иловаси.

ХОРИЖИЙ МАМЛАКАТЛАР МЕЪЁРИЙ ҲУЖЖАТЛАРИ

92. 13A Me. Rev. Stat. Ann. §910; Pa. Cons. Stat. §§2541–48.
93. Act of Apr. 4, 1888, ch. 269, 1888 N.J. Laws 385; Act of Apr. 7, 1888, ch. 295, 1888 N.J. Laws 445.
94. Act on the Regulation of Public Offers for the Acquisition of Securities and Corporate Takeovers. The Federal Parliament. Germany. – 12 March 2001. (Unofficial translation by Ashurst Morris Crisp). http//ssrn.com
95. Canada Business Corporation Act. R.S., 1985, c. C-44, s.l; 1994, c. 24, s. 1 (F) http://www.canada.justice.cg.ca
96. City Code on Takeovers and Mergers // Schmithoff C.M. Palmer's Company Law. – L.: Stevens & Son, 1988. – Vol. 11. Pan D. Para. D – 001.
97. Delaware General Corporation Law §109. htpp://ssrn.com
98. Delaware General Corporation Law §251(a), (b). htpp://ssrn.com
99. Directive of the European Parliament and of the Council on the Prospectus to be published when Securities are offered to the Public or Admitted to Trading Comission of the European Communities Brussels, 30.05.2001 COM (2001) 280 final. 2001/aaaa (COD).
100. European Community Insider Dealing Directive (OJ Vol. 32, L.334. 11 11.1989) // Sermon G.A., Goebel R.J. European Community Law Selected Documents. American Casebook Series. – St. Paul, Minn.: West Publishing Co., 1993.
101. German Takeover Act. Clent Note. – Lovells, 2002.
102. Gesetz über den Wertpapierhandel und zur Änderung börsenrechtlicher und wertpapierrechtlicher Vorschriften (Zweites Finanzmarktförderungsgesetz) (Wertpapierhandelsgesetz) v. 30.7.1994, Bgbl I, 1749. См.: §3 этого акта.
103. Hart-Scott-Rodino. Antitrust Improvements Act (1976).
104. Insolvency Act 1986 // Schmithoff C.M. Palmer's Company Law. – L.: Stevens & Son, 1988. – Vol. 111. Part H. Para – H – 000/148.
105. Ministerial Draft of 12 March 2001 of the Future German

Securities Purchase and Takeover Act. – Clifford Chance Punder, 2001.
106. New York "Blue Sky" Provisions (Martin Act) of 1921 // Selected Corporation and Partnership, Statutes, Rules and Forms – St. Paul. Minn.: West Publishing Co., 1987.
107. New York Business Corporation Law §601. htpp://ssrn.com
108. Ohio Rev. Code Ann. §1701.59.
109. Recommendations of the Committee on Corporate Governance under M.Vjeno's presidency (in edition of 1995 and 1999), prepared by the Group created by National Council of the French Industry.
110. Regulation of the European Parliament and of the Council on the Application of international accounting Standards (2002/1606/EC), p. 1 O.J. September 11, 2002 (L 243).
111. Revised Model Business Corporation Act. S.8.30(a). – American Law Institute. Principles of Corporate Governance. – S.4.01.
112. Revised Model Business Corporations Act §10.20. htpp://ssrn.com
113. Securities Act 1933. Rule 14(d)–15(a).
114. Securities Exchange Act 1934. Section 13(d).
115. The European Union Council Directive on List of Information obliged to be published by the Company which Stocks are Listed in Stock Exchange. 15.02.1982 (82 / 121).
116. The Code of the Best Practice for the German Corporate Governance, prepared by the German Group on Corporate Governance in January 2000. http://www.rid.ru
117. The Eight European Union Council Directive on Requirements on Persons Carrying out the Audit of Joint-stock Companies 10.04.1984 (84 / 258).
118. The Forth European Union Council Directive on Accounting 25.07.1978 (78 / 660).
119. The Seventh European Union Council Directive on Consolidated Accounting 13.06.1983 (83 / 349).
120. The Third European Union Council Directive on Mergers of Joint-Stock Companies (OJ C885 09. 10.1978) of 09.10.1978.
121. UK Companies Act 1985. London.HMSO, Reprinted 1995.

122. UK Company Directors Disqualification Act 1986 // Schmithoff C.M. Palmer's Company Law. – L.: Stevens & Son, 1988. – Vol.111. – Pan H. Para. – H – 000/501.
123. US Securities Act of 1933 // Corporation, Partnerships and Security Law: Selected States? Rules and Forms. – St. Paul. Minn.: West Publishing Co., 1987.
124. Гражданский кодекс Российской Федерации от 30.11.1994. № 51-ФЗ.
125. Федеральный Закон РФ "Об акционерных обществах" от 26.12 1995 г. № 208-ФЗ // Российская газета. – М., 29.12.1995. – №248.
126. Федеральный Закон РФ "О рынке ценных бумаг", принят Государственной Думой 20.03.1996г., одобрен Советом Федерации 11.04.1996г. (в ред. Федеральных законов от 26.11.1998 N 182-ФЗ, от 08.07.1999 N 139-ФЗ, от 07.08.2001 N 121-ФЗ, от 28.12.2002 N 185-ФЗ).
127. Закон РФ "Об инвестиционной деятельности в Российской Федерации, осуществляемой в форме капитальных вложений" от 17.06.1998 (в ред. ФЗ от 02.01.2000, N22-ФЗ).
128. Федеральный Закон РФ "О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг", принят Государственной Думой 12.02.1999г., одобрен Советом Федерации 18.02.1999г. //Сборник законодательства РФ. – 08.03.99. –№ 10.
129. Федеральный Закон РФ "О несостоятельности (банкротстве)". – 2-е изд. – М.: "Ось-89", 2001. – 96 с.
130. Указ Президента РФ "О мерах по защите прав акционеров и обеспечению интересов государства как собственника и акционера" (в ред. Указа Президента РФ от 09.08.99 N 1022).

МЕЪЁРИЙ ҲУЖЖАТЛАРНИНГ ШАРҲЛАРИ

131. Блэк Б., Крэкман Р., Тарасова А. Комментарий Федерального Закона об акционерных обществах. Под общей редакцией Тарасовой А.С. – М.: "Лабиринт", 1999. – 720 с.

132. Комментарий к Гражданскому кодексу Российской Федерации, Части второй (постатейный). Изд. 3-е, испр. и доп. / Руководитель авторского коллектива и ответственный редактор Садиков О.Н. – М.: Юридическая фирма КОНТРАКТ; ИНФРА – М, 1998. – 799 с.
133. Комментарий к Гражданскому кодексу Российской Федерации, Части первой (постатейный). Изд. 3-е, испр. и доп. / Руководитель авторского коллектива и ответственный редактор Садиков О.Н. – М.: Юридическая фирма КОНТРАКТ; ИНФРА – М, 1998. – XXII, 778 с.
134. Комментарий к Гражданскому кодексу Российской Федерации, Части первой (постатейный)/Под руководством д.ю.н., проф. О.Н. Садикова. – М.: Юридическая фирма Контракт; ИНФРА–М, 1997. – XXII. – С.213.
135. Научно-практический комментарий (постатейный) к Федеральному закону "О несостоятельности (банкротстве)" / Под ред. Витрянского В.В. – М.: "Статут", 2003. – 1037 с.
136. Рахманкулов Х.Р. Ўзбекистон Республикаси Фуқаролик кодексининг Биринчи қисмига умумий тавсиф ва шарҳлар. – I жилд. – Т.: Иқтисодиёт ва ҳуқуқ дунёси, 1997. – 504б.
137. Ўзбекистон Республикаси Фуқаролик кодексининг Иккинчи қисмига умумий тавсиф ва шарҳлар/ Рахмонкулов Х.Р. умумий таҳрири остида. – II жилд. – Т.: Иқтисодиёт ва ҳуқуқ дунёси, 1998. – 426 б.

СУД АМАЛИЁТИ

138. Accardi vs. Control Data, 658 F. Supp. 881 (S.D.N.Y 1987), rev'dand rem'd, 836 Fed. 2d 126 (2d Cir. 1987)
139. Adcock vs. Firestone Tire & Rubber Co., 616 F. Supp. 409 (D.C. Tenn. 1985), aff'd in part and vacated in part, 822 F. 2d623 (6th Cir. 1987)
140. Automatic Self-Cleaning Filter Syndicate Co., Ltd. vs. Cunninghame: 2 Ch.34 (Великобритания, 1906). htpp://ssrn.com
141. B. E. Tilley vs. Mead Corp., 927 F. 2d 756 (4th Cir. 1991)
142. Blau vs. Del Monte Corp., 748 F. 2d 1348 (9th Cir. 1984)

143. Blessitt vs. Retirement Plan for Employees of Dixie Engin. Co., 817 F. 2d 1528 (11th Cir. 1987) rev'd in part and rem'd 836 F 2d 1571 vacated (11th Cir. 1988) 848 F. 2d 1164 (11th Cir. 1988)
144. Carter Hawley Hales Stores, Inc., No. LA 91-64140-JD (Bankr. C.D. Cal)
145. Charlestown Boot & Shoe Co. vs. Dunsmore: 60 N.H. 85 (США, 1880). htpp://ssrn.com
146. Chateaugay Corp., 115 B.R. 760 (Bankr. S.D.N.Y 1990)
147. Chiarella vs. U.S., 588 F. 2d 1358 (2nd Cir. 1978) certgranted 445 U.S. 222, 100 S. Ct. 1108, 63 L Ed. 2d 348 (1980), (U.S.N.Y 1980) (No. 78-1202)
148. Commissioner vs. Morris Trust, 367 F. 2d 794 (4th Cir. 1966)
149. Credit Managers Ass'n of Southern Cal. vs. Federal Co., 629 F. Supp. 175 (C.D. Cal. 1985)
150. Crowthers McCall Pattern Inc. vs. Lewis et al., 129 B.R. 992 (S.D.N.Y 1991)
151. CTS Corp. vs. Dynamics Corp. of America, 481 U.S. 69, 107 S. Ct. 1637, 95 L. Ed. 2d 67 (1987)
152. Delaware General Corporation Law §242(b); Revised Model Business Corporations Act §10.03; NY. Business Corporation Law §803 (a).
153. Dunn vs. Hovic, 1 F. 3d 1362 (3rd Cir. [Virgin Islands] 1993)
154. Edelman vs. Fruehauf Corp., 798 F. 2d 882 (6th Cir. 1986)
155. Edgar vs. MITE Corp., 457 U.S. 624, 102 S. Ct. 2629, 73 L. Ed. 2d 269 (1982)
156. Fall River Dyeing and Finishing Corp. vs. NLRB, 482 U.S. 27, 107 S. Ct. 2225, 96 L Ed. 2d 22 (1987)
157. Federated Dept. Stores, Inc., 132 B. R. 572 (Bankr. S.D. Ohio 1991)
158. Federated Dept. Stores, Inc., 1991 WL 79143 (Bankr. S.D. Ohio 1991)
159. Fisher vs. Horicon Iron & Mfg. Co. // 10 Wis. – 1860. – P.351, 355
160. Gaylord Container Corp., 130 Bankr. 304 (Bankr. E.D. Mo 1991)
161. General Utilities & Operating Co. vs. Helvering, 296 U.S. 200 (1936)
162. Gollust vs. Mendell, 498 U.S. 1023, 112 L. Ed. 2d 662, 111 S.

Ct. 669 (1991)
163. Graham vs. Allis-Chalmers Manufacturing Co. 188A. 2d. 125, Del. (1963).
164. Hanson Trust PLC vs. SCM Corp., 774 F. 2d 47 (2d Cir. 1985)
165. Holmes vs. Securities Investor Protection Corp., 112 S. Ct. 1311, 117 L. Ed. 2d 532 (U.S. Cal. 1992)
166. In re Caremark International Inc. Derivative Litigation, 698 A-2D 959 (1996)
167. In re Crystal Oil Co., 854 F. 2d 79 (5th Cir. 1988)
168. In re Family Health Services, Inc., 104 BR 279. See: In re Family Health Services, Inc. (Bankr. C. D. Cal. 1989)
169. In re Healthco International, Inc., Securities Litigation 208 B.R. 288, 300 (Bankr. D. Mass, 1997)
170. In re Mobile Communications Corp. of America, Inc. Consol. Litigation, 1992 Wl 53379, 608 A 2d 729 (Del. Supr. 1992)
171. In re O'Day Corp., 126 B.R. 370 (Bankr. D. Mass. 1991)
172. Indopco, Inc. vs. C.I.R., 112 S. Ct. 1039 (1992)
173. Joseph Angell & Samuel Ames. Treatise on the Law of Private Corporations. Aggregate 1. 10th ed. –1875. – P.231.
174. K.M.C. Co., Inc. vs. Irving Trust Co., 757 F. 2d 752 (6th Cir. 1985)
175. Kaiser Steel Resources, Inc. vs. Pearl Brewing Co., In re Kaiser Steel Corp., 952 F. 2d 1230 (10th Cir. 1991), cert., den'd, 112 S. Ct. 3015, 120 L Ed. 2d 887 (U.S. Colo. 1992)
176. Koopers Co., Inc. vs. American Express Co., 689 F. Supp. 1371 (W. D. Pa 1988)
177. Kupetz vs. Wolf, 845 F. 2d 842 (9th Cir. 1988)
178. Lampf, Pleva, Lipkind, Prupis & Petigrow vs. Gilbertson, 111 S. Ct. 2773, 115 L Ed. 2d 321 (U.S. Or. 1991)
179. Levinson vs. Basic, Inc., 786 F. 2d 741 (6th Cir. 1986), vacated 485 U.S. 224
180. Litton Industries, Inc. vs. Lehman Brothers Kuhn Loeb Inc., 967 F. 2d 742 (2nd. Cir. 1992)
181. Litwin vs. Allen. 25 NYS 2d 667. Supreme Court (1940).
182. Manson vs. Curtis. 223 N.Y. 313, 322, 119 N.E. 559, 562 (1918).
183. Martin Marietta Corp. vs. Bendix Corp., 549 F. Supp. 623 (D.

Md. 1982)
184. Moran vs. Household International Inc., 500 A. 2d 1346 (Del. 1985)
185. Newark Morning Ledger Co. vs. United States, 113S. Ct. 1670 (1993)
186. Northeast Bancorp. Inc. vs. Board of Governors 472 U.S. 159 (1985)
187. Olin Corporation vs. Federal Trade Commission, 986 F. 2d. 1295 (9th Cir. 1993)
188. Paramount Communications Inc. vs. Time Inc., 517 A. 2d 1140 (Del. 1990)
189. People vs. Assessors of Watertown // 1 Hill. – P.616, 620–621 (N.Y. Sup. Ct., 1841).
190. Pryorv. USX, 806 F. Supp. 460 (S.D.N.Y 1992)
191. QVC Network Inc. vs. Paramount Inc., Viacom Inc., Etal., 637 A-2d 34 (Del. 1994) aff'ing 635 2d 1245 (Del. Ch. 1993)
192. Revlon, Inc. vs. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc., Del. Supr., 506 A. 2d 173 (1986)
193. Riviera Club, Inc., 280 F. Supp. 741 (W.D. Mo 1967)
194. S.E.C. vs. Warde, 97-6190 (2d Cir. 1998)
195. SEC vs. Texas Gulf Sulphur, 401 F. 2d 833 (2d Cir. 1968)
196. Smith vs. Van Gorkom, Del. Supr, 488 A 2d 858 (1985)
197. Southland Corp., 124 B.R. 211 (Bankr. N.D. Tex. 1991)
198. Square D Co. vs. Schneider S.A. SOD., 760 F. Supp. 362 (S.D.N.Y 1991)
199. Strong vs. Rapid, 213 U.S. 419, 29 S. Ct. 521, 53 L Ed. 853 (U.S. Phil. Islands 1909)
200. Texaco Inc. vs. Pennzoil Co., 729 S. W. 2d 768 (Tex. App. 1987), cert, dism'd, 485 U.S. 994, 108 S. Ct. 1305, 99 L. Ed. 2d 686 (1988)
201. The Business Roundtable vs. S.E.C., 905 F. 2d (D.C. Cir. 1990) 406
202. Trans World Airlines, 22 Bankr. Ct. Dec 1236 (Bankr. D. Del. 1992)
203. Treadway Companies, Inc. vs. Care Corp., 638 F. 2d 357 (2d Cir. 1980)
204. Trustees of Dartmouth College vs. Woodward. 17 U.S. (4

Wheat.). – 1819. – P.518, 636–637.
205. United States vs. Bestfoods, et al., No. 97-454, 1998 WL 292076 (1998)
206. United States vs. Gleneagles Inv. Co., 565 F. Supp. 556 (M.D. Pa. 1983), 571 F. Supp. 935 (1983), 584 F. Supp. 671 (1984), aff'd sub not. United States vs. Tabor Court Realty Corp., 803 F. 2d 1288 (3d Cir. 1986)
207. United States vs. O'Hagan. 117 S.Ct. 2199, 2211 (1997) (quoting the Eighth Circuit's Opinion in O'Hagan. 92 F.3d at 618).
208. United States vs. Philadelphia National Bank et. al., Bank 374 U.S. 321, 83 S. Ct. 1715, 10 L. Ed. 2d 915 (1963).
209. Unocal Corp. vs. Mesa Petroleum Co. 493 A.2d.946 (Dec.1985).
210. Virginia Bankshares, Inc. vs. Sandberg, 501 U.S. 1083 (1991)
211. Арбитражный суд Ростовской обл. http://ugfcsm.aaanet.ru/justice.htm.
212. Горин Д.К. Выкуп дробных акций у миноритарных акционеров дочерними организациями ТНК суд признал незаконным. www.lin.ru
213. Долженко А.Н., Резников В.Б., Хохлова Н.Н. Судебная практика по гражданским делам. – М.: ПБОЮЛ Гриженко Е.М., 2001. – 1144 с.
214. Пресс-релиз: иск против "Сургутнефтьгаз" (09.03.2004). http://www.corp-gov.ru
215. Ўзбекистон Республикаси Олий хўжалик суди Пленуми ва ҳайъати қарорлари тўплами. – Т.: Адолат, 2001.
216. Судебная практика к Федеральному Закону "О несостоятельности (банкротстве)" / Составители Лашков С.В. и др. – М.: Спарк, 2003. – 1008 с.
217. Судебная практика по хозяйственным делам / Сост. Ершова Е.В. – М.: Юриспруденция, 2001. – 624 с.
218. Ўзбекистон республикаси Олий хўжалик судининг 2001–2003 йил архив ҳужжатлари.
219. Тошкент шаҳар судининг 2001–2003 йил архив ҳужжатлари.
220. Тошкент шаҳар хўжалик судининг 2001–2003 йил архив ҳужжатлари.

ТАҲЛИЛИЙ МАТЕРИАЛЛАР

221. Building Institutions for Markets: World Bank Development Report. World Bank. – 2002. – P.68.
222. Carthill Assets Management Company. “Эмитентлар фаолияти ошкора бўлиши лозим” мавзусидаги ҳисобот. http://www.review.uz/home/writehtml.asp?id=896
223. Centre for Tomorrow’s Company (CTC). The Inclusive Approach and Business Success: the Research Evidence. – London, 1998.
224. Company Law Reform in OECD member- countries // OECD Report. – 2001.
225. Company Law Reform Steering Group. Modern Company Law for a Competitive Environment: The Strategic Framework. – March 1999. – P.39–46.
226. Corporate Disclosure Obligations. Securities Law Institute. – January 2001. – P.2. http://www.law.uc.edu/CCL/sldtoc.html
227. Corporate Governance in Russia // Troika Dialog Research Report. − 1999. http://www.troika.ru.
228. Developments in German Takeovers and Squeeze-Outs // Investment Banking Briefing. – Ashurst Morris Crisp. – April 2002.
229. EBRD Report on Central Asia, 2003. http://www.ebrd.com
230. EU Commission. Proposed Takeovers Directive: Question and Answers. – 03.07.2001. http://euc.com
231. Modern Company Law for a Competitive Economy. An International Survey of Companies Law in the Commonwealth, North America, Asia and Europe // DTI. − London. − August, 1998. − P.63−68.
232. OECD Principles of Corporate Governance. Organization for Economic Cooperation and Development. – 2004.
233. Proposal for a Fifth Company Law Directive. – O.J., 1983. – P.C240–C242.
234. The Control of Corporate Europe / Barca&Becht (eds.). – 2001. http://www.ssrn.com
235. Transition Report 1999 // European Bank for Reconstruction

and Development. − London, 1999. − P.42.
236. US Securities Exchange Commission Advisory Committee on Tender Offers. Report of Recommendations. – 1983. – P.XVI ff.
237. Uzbekistan and Kazakhstan – a Tale of two Transition Paths // World Bank Policy Research Working Paper. – November 1, 2000. – №WPS 2472.
238. World's Most Respected Companies // Financial Times Web Site. – December 17, 1999.
239. Внеочередное общее собрание акционеров компании ОАО"Калугаэнерго". http://www.ufs.com.ua/news/presshead.php?ReliseID=1769
240. Глазунов Д. Вопросы корпоративного управления и раскрытия информации в России // Россияда корпоратив бошқарув масалалари бўйича "Корпоратив бошқарув ва ҳисобдорликнинг сифатини оширишда ахборотни ошкор этишнинг роли" мавзусидаги учинчи давра суҳбати. – Москва, 15–16 ноябр 2000 й. http://www.russiacorporatelaw/ 23489/html
241. "Хусусийлаштириш ва иқтисоднинг хусусий секторини ривожлантириш" Ўзбекистон Республикаси Давлат мулк қўмитасининг 2003 йилги ахборот-таҳлилий бюллетени. – Т., 2004. http://www.uzsecurities.com
242. Ўзбекистон Республикаси Давлат мулк қўмитасининг 2003 йилги фаолияти тўғрисида ҳисобот. http://www.uzsecurities.com
243. Проект Федерального Закона РФ "Об инсайдерской информации" http://www.legislature.ru
244. Российский институт директоров. http://www.rid.ru/db.php?db_id=731&l=ru
245. Телюкина М.В. Комментарий к Федеральному Закону "О несостоятельности (банкротстве)". – М.: Юрайт-Издат, 2003. – 591 с. (Профессиональные комментарии).
246. Экспертное заключение на проект Федерального Закона "Об инсайдерской информации": http://www.legislature.ru/monitor/raznoe/17685-3ekspfund.html

МАХСУС АДАБИЁТЛАР

Рус тилидаги адабиётлар

247. Агарков М.М. Учение о ценных бумагах. – М.: "Финстатинформ", 1993.
248. Актуальные проблемы гражданского права: сборник статей. Вып. 7 / Под. ред. Шилохвоста. – М.: НОРМА, 2003. – 304 с.
249. Алексеев Г.В. и др. Корпоративные конфликты: причины возникновения и способы преодоления. – М.: УРСЕ, 2002.
250. Андреев В.К. Основы предпринимательского права России. – М., 1992.
251. Бандурин А.В., Зинатулин Л.Ф. Экономико-правовое регулирование деятельности корпораций в России. – М., 1999.
252. Башкинскас В.Ю., Дедов Д.И., Карелина С.А. Правовое регулирование деятельности акционерных обществ. – М., 1999.
253. Белов В.А. Рынок ценных бумаг. − М.: "ИНФРА-М", 1996.
254. Белов В.А. Ценные бумаги в российском гражданском праве. – М.: "Юринформ", 1996.
255. Белов В.А., Пестерева Е.В. Хозяйственные общества. – М.: АО "Центр ЮрИнфоР", 2002. – 333 с.
256. Беневоленская З.Э. Доверительное управление имуществом в сфере предпринимательства. – СПб.: "Юридический центр Пресс", 2002. – 282 с.
257. Богатых Е.А. Гражданское и торговое право. – М.: "ИНФРА-М", 1996.
258. Братусь С.Н. Юридические лица в советском гражданском праве. – М., 1947.
259. Гафуров Ш.Р., Безбородов А.Г., Хусанов Т.Х., Халбаев Р.А. Процесс акционирования и инвестиционная деятельность. − Т.: Мехнат, 1997. − С.56.
260. Голованов Н.М. Юридические лица. – СПб.: Питер, 2003. – 528 с.
261. Гололобов Д.Б. Акционерное общество против акционера: Противодействие корпоративному шантажу. 2-е. изд., стер. – М.: ЗАО Юстицининформ, 2004. – 312 с.
262. Грибанов В.П. Осуществление и защита гражданских прав. –

М.: "Статут", 2000.
263. Грибанов В.П. Осуществление и защита гражданских прав. Изд. 2-е, стереотип. – М.: "Статут", 2001. – 411 с. (классика российской цивилистики).
264. Губина Е.Л. Управление и корпоративный контроль в акционерном обществе: Практическое пособие. – М.: Юристъ, 1999.
265. Гулямов С.С. Правовые проблемы корпоративного управления: теория и практика. – Т.: ТГЮИ, 2004.
266. Долгопятова Т.Г. Модели и механизмы корпоративного контроля в российских предприятиях // Серия WP1 (Институциональные проблемы российской экономики). − М.: Препринт, 2002/05. − С.4.
267. Долинская В.В. Акционерное право. – М.: Юридическая литература, 1997.
268. Дубовицкая Е.А. Европейское корпоративное право: свобода перемещения компаний в Европейском Сообществе. – М.: Волтерс Клувер, 2004. – 224 с.
269. Жданов Д.В. Реорганизация акционерных обществ в Российской Федерации. Изд. 2-е. перераб. и доп. – М.: "Лекс-книга", 2002. – 303 с.
270. Иванов Ю.В. Слияния, поглощения и разделения компаний: стратегия и тактика трансформации бизнеса. – М, 2001.
271. Ионцев М.Г. Акционерные общества. – М.: "Ось-89", 2002.
272. Ионцев М.Г. Акционерные общества: Правовые основы. Имущественные отношения. Управление и контроль. Защита прав акционеров. – 2-е изд., перераб. и доп. – М.: "Ось-89", 2003. – 752 с.
273. Ионцев М.Г. Корпоративные захваты: слияния, поглощения, гринмэйл. – М.: Ось-89, 2003. – 167 с.
274. Иоффе О.С. Обязательственное право. – М.: “Юрид. лит.”, 1975.
275. Карагусов Ф.С. Правовое положение акционерного общества в Казахстане. – Алматы, 2000.
276. Карагусов Ф.С. Ценные бумаги и деньги в системе объектов гражданских прав. – Алматы, 2002.
277. Кашанина Т.В. Корпоративное право (Право хозяйственных

товариществ и обществ). – М.: НОРМА – ИНФРА - М, 1999.
278. Кибенко Е.Р. Корпоративное право Великобритании. Законодательство. Прецеденты. Комментарии. – Киев: "Юстиниан", 2003. – 368 с.
279. Козлова Н.В. Учредительный договор о создании коммерческих обществ и товариществ. – М., 1994.
280. Коновалов А.В. Владение и владельческая защита в гражданском праве. Изд. 2-е . – СПб.: "Юридический центр Пресс", 2002. – 337 с.
281. Корпоративное управление: владельцы, директора и наемные работники/Пер. с англ. Фордхемский ун-т./Под ред. М. Хесселя. – М.: Джон Уайли энд Санз, 1996.
282. Кулагин М.И. Избранные труды. – М.: Статут (в серии "Классика российской цивилистики"), 1997. – 330 с.
283. Лапач В.А. Система объектов гражданских прав: Теория и судебная практика. – СПб.: "Юридический центр Пресс", 2002. – 544 с.
284. Лаптев В.В. Акционерное право. – М.: Контракт ИНФРА - М, 1999.
285. Ломакин Д.В. Акционерное правоотношение. – М., 1997.
286. Мейер К. Корпоративное управление в условиях рыночной экономики и экономики переходного периода. – М., 1996.
287. Метелева Ю.А. Правовое положение акционера в акционерном обществе. – М.: Статут, 1999.
288. Нерсесов Н.О. Избранные труды по представительству и ценным бумагам в гражданском праве. – М.: "Статут", 1998.
289. Николаева С.А., Шебек С.Б. Корпоративные стандарты: от концепции до конструкции. – М.: Книжный мир, 2003.
290. Осиновский А.Д. Акционер против акционерного общества. – СПб.: ООО "Издательство ДНК", 2003.
291. Пенцов Д.А. Понятие "security" и правовое регулирование фондового рынка США. – СПб: "Юридический центр Пресс", 2003. – 302 с.
292. Петровичева Ю.В. Акционерное законодательство Англии и России: Сравнительно-правовой анализ. – М.: НОРМА, 2002. – 240 с.
293. Писемский П.А. Акционерные компании с точки зрения

гражданского права. – М., 1876.
294. Полковников Г.В. Английское право о компаниях: закон и практика. – М.: НИМП, 2002.
295. Правовое обеспечение деятельности акционерного общества/Под ред. Шиткиной И.С. – М.: Фонд "Правовая культура", 1997.
296. Прокудина Л.А., Простова В.Н., Попов А.Д. Участие прокурора в арбитражном процессе по делам о несостоятельности (банкротстве): Научно-практический комментарий. – М.: ООО Издательство "Юрлитинформ", 2001. – 288 с.
297. Пустовалова Е.Ю. Судьба требований кредиторов при банкротстве должника. – М.: "Статут", 2003. – 270 с.
298. Радыгин А., Энтов Р. Институциональные проблемы развития корпоративного сектора: собственность, контроль, рынок ценных бумаг. – М., 1999. См.: http://www.iet.ru
299. Радыгин А.Д., Энтов Р.М., Межераупс И.В. Особенности формирования национальной модели корпоративного управления. – М., 2003. http://www.iet.ru.
300. Решетникова И.В., Хинкин П.В., Ярков В.В. Защита прав инвесторов. / Под ред. Яркова В.В. – М.: Деловой экспресс, 1998.
301. Рональд Коуз. Фирма, рынок и право. – М.: Catallaxy, 1993.
302. Саидов А.Х. Сравнительное правоведение (Основные правовые системы современности). – М.: Юристь, 2000.
303. Семенов А.С., Сизова Ю.С. Корпоративные конфликты. Причины их возникновения и способы преодоления. – М.: Едиториал УРСС, 2002.
304. Скловский К.И. Собственность в гражданском праве. – М.: Дело, 2002. – С.298.
305. Степанов В.В. Несостоятельность (банкротство) в России, Франции, Англии, Германии. – М.: "Статут", 1999. – 204 с.
306. Суворов Н.С. Об юридических лицах по римскому праву. – М. "Статут", 2000. – 299 с. (Классика российской цивилистики).
307. Сыродоева О.Н. Акционерное право США и России (сравнительный анализ). – М., 1996.
308. Тарасов И.Т. Учение об акционерных компаниях. – М.:

"Статут", 2000.
309. Функ Я.И., Михальченко В.А., Хвалей В.В. Акционерное общество: история и теория (Диалектика свободы). – Минск: Амалфея, 1999. – С.368.
310. Чарльзворт Дж. Основы законодательства о компаниях. – М., 1958.
311. Чжен В.А. Основы приватизации. − Т.: Шарк, 1996. − 213 с.
312. Шершеневич Г.Ф. Конкурсный процесс. – М.: "Статут", 2000. – 477 с. (Классика российской цивилистики).
313. Шершеневич Г.Ф. Курс гражданского права. – Тула: Автограф, 2001. – 720 с.: ил. (Юридическое наследие).
314. Шершеневич Г.Ф. Курс торгового права. Т.I.: Введение. Торговые деятели. – М.: "Статут", 2003. – 480 с. (Классика российской цивилистики).
315. Шиткина И.С. Правовое регулирование деятельности коммерческих организаций внутренними (локальными) документами. Комплект внутренних документов акционерного общества. – М.: "Городец-Издат", 2003. – 432 с.
316. Шиткина И.Э. Холдинги: Правовой и управленческий аспекты. – М.: ООО "Городец-Издат", 2003. – 368 с.
317. Юлдашбаева Л.Р. Правовое регулирование оборота эмиссионных ценных бумаг (акций, облигаций). – М.: "Статут", 1999.

Хорижий тиллардаги адабиётлар

318. Abram Chayes. The Modern Corporation and the Rule of Law: The Corporation and Modern Society / E. Mason. 25 ed. – 1959. – P.41.
319. Adam Smith. An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations. – Modern Library ed. – 1937. – P.699−700.
320. Adam Smith. The Wealth of Nations. – Book 5. – Chapter 1. – Part 3. – Art. 1. – 1776.
321. Adams H.C. Relation of the State to Industrial Action / J. Dorfman ed. – 1954. – P.33.
322. Adolf Berle Jr. and Gardner C. Means. The Modern Corporation and Private Property. – NY: Macmillan, 1932.

323. Adolph A. Berle. Power without Property: a New Development in American Political Economy. – Boston, 1959. – P.107–110.
324. Alchian A.A., Kessel R.A. Competition, Monopoly and the Pursuit of Pecuniary Gain // Aspects of Labour Economics. – Princeton, National Bureau of Economic Research. – 1962.
325. Alen F., Gale D. Comparing Financial Systems. – Cambridge: MIT Press, 2000. – P.67.
326. Alfred D. Chandler, Jr. The Visible Hand: The Managerial Revolution in American Business. – 1977. – P.381−483.
327. Andrew Adams, Adrian FitzGerald, Jamie Rollo. The New Insider Dealing Legislation – a Confusing Outcome. – 1996. http://www.ssrn.com
328. Andrew Shonfield. Modern Capitalism: the Changing Balance of Public and Private Power. – Washington, 1967.
329. Auerbach Alan J. Mergers and Acquisitions. – NY, 1988. – P.137.
330. Barca F. and Becht M. The Control of Corporate Europe. – Oxford: Oxford University Press, 2001. – P.85.
331. Barker E. Introduction // Gierke O. Natural Law and the Theory of Society: 1500 to 1800/Translated by Barker E. – Cambridge: Cambridge University Press, 1958.
332. Bebchuk L. and Ferrel A. Federalism and Takeover Law: The Race to Protect Managers from Takeovers // NBER Working Paper. – 1999. – №7232. – P.21.
333. Bedeian A. and Zamnuto R. Organizations: Theory and Design. – Dryden, Chicago, 1991. – P.9.
334. Begg P.F.C. Corporate Acquisitions and Mergers. – 1991. – P.2.1ff.
335. Beinert Dieter. Corporate Acquisitions and Mergers in Germany. – 3rd ed. – The Hague: Kluwer Law International, 2000. – P.59.
336. Berle A.A., Means G.C. The Modern Corporation and Private Property. – New York: The MacMillan Company, 1932.
337. Blair M.M. Ownership and Control: Rethinking Corporate Governance for the Twenty-first Century // Brookings Institution. – Washington DC. – 1995.
338. Blasi J. and Shleiter A. Corporate Governance in Central

Europe and Russia. − Oxford: Oxford University Press, 1996. − P.80.
339. Blasi J. and Shleifer A. Corporate Governance in Russia – An Initial Look / Frydman R., Gray C.W. and Rapaczynski A. (eds.) // Corporate Governance in Central Europe and Russia. Vol. 2: Insiders and the State. − Budapest/London/New York, 1996. − P.78−108.
340. Boycko S., Shleifer A. and Vishny R. Privatizing in Russia. − Cambridge: MIT Press, 1996.
341. Brain R. Cheffins. Putting Britain on the Roe Map: The Emergence of the Berle-Means Corporation in the UK. http://ssrn.com
342. Burkart M. Economics of Takeover Regulation // Stockholm Institute of Transition Economics (SITE). Staff Papers. – December, 1999. – №6. – P.17.
343. Chamberlain Neil. Social Strategy and Corporate Structure. − NY: Macmillian Press, 1982. − P.15.
344. Charkham J. Keeping Good Company: a Study of Corporate Governance in Five Countries. – Oxford: Clarendon, 1994.
345. Cheryl Gray. In Search of Owners: Privatization and Corporate Governance in Transition Economies // World Bank Res. Observer. − 1996. − №11. − P.179−188.
346. Christensen Jan-Schans. Contested Takeovers in Danish Law. – Boston,1991. – P.21.
347. Christian Leuz Felix Oberholzer-Gee. Institutions Political Relationships, Global Financing and Corporate Transparency // Wharton. Financial Institutions Center. – University of Pennsylvania. – May 2003. http://www.ssrn.com
348. Chubais A. and Vishnevskaya A. Privatization in Russia: An Overview. − NY: St. Martins Press, 1994.
349. Coffee J. Privatization and Corporate Governance: the Lessons from Securities Market Failure // Working Paper. Columbia Law School. – NY, 2000. – No.158.
350. Columbia Law and Economics Working Paper. – May 2000.– No.174. – P.16.
351. Commons Dorman L. Tender Offer. The Sneak Attack in Corporate Takeovers. – 1985. – P.67.

352. Cooke Terence E. Mergers and Acquisitions. – NY.: Basil Blackwell Ltd, 1988. – P.149.
353. Daines Robert. Do Staggered Boards affect Firm Value? Takeover Defenses after the Poison Pill. – Mimeo. New York University Law School. – 2001. – P.33.
354. David Millon. Communitarianism in Corporate Law: Foundations and Law Reform Strategies, in Progressive Corporate Law / Lawrence E. Mitchell ed. – 1995. – P.1.
355. De Jong, Henk W. European Capitalism between Freedom and Social Justice / William Bratton et al. (eds.). International Regulatory Competition and Coordination: Perspectives of Economic Regulation in Europe and the United States. – Oxford: Clarendon Press, 1996. – P.185–206.
356. Deakin S., Slinger G. Hostile Takeovers, Corporate Law, and the Theory of the Firm // Journal of Law and Society. – 1997. – №24(1). – P.124−151.
357. Earle J.S., Estrin S. After Voucher Privatisation: The Structure of Corporate Ownership in Russian Manufacturing Industry // Stockholm Institute of Transitional Economics. Working Paper. − №120. − 1997. http://www.ssrn.com
358. Easterbrook F. and Fischel D. The Economic Structure of Corporate Law. – Cambridge: Harvard University Press, 1991. – P.216.
359. Edgard S. Miller. Weinberg and Blank on Takeovers and Mergers. – London: Sweet & Maxwell, 1999. – P.285.
360. Edward Mason. The Corporation in Modern Society. – NY, 1959.
361. Elif Kaban. Shares, Guns and Bodyguards in Russia's Courts // Reuters (LEXIS). News Library. Wires File. − NY, 1995. http://www.reuters/lexis/newslibrary/wiresfile/html
362. Eric Robinson, John C. Coates IV & Mitchell S. Presser. State Takeover Statutes: A Fifty State Survey. – 1989. – P.69.
363. Ernest Freund. The Legal Nature of Corporations. – 1897. – P.52–55.
364. Etzioni A. A Comparative Analysis of Complex Organisations. – NY: Free Press, 1975.
365. Farrar J.H. and Hannigan B.M. Farrar’s Company Law. –

London: Butterworths, 1998. – P.98.
366. Fox Merritt and Joseph Heller. Lessons from Fiaskos in Russian Corporate Governance. – 1999. – P.40. http://papers.ssrn.com.
367. Frank Easterbrook & Daniel R. Fischer. The Economic Structure of Corporate Law. – 1991
368. Franks J. and Mayer C. Ownership and Control in Germany // Working Paper. London Business School. – 1994. – P.43.
369. Franks J.R. and Mayer C. Corporate Control: A Synthesis of the International Evidence // IFA Working Paper. – 1994. – P.165–192.
370. French H.L. International Law of Takeovers and Mergers. – 1986. – P.68f.
371. Friedman M. Capitalism and Freedom. – Chicago: Chicago University Press, 1962.
372. Frydman R. The Privatization Process in Russia, Ukraine and the Baltic States. − Budapest: Central European Press, 1993. − P.55.
373. Georgen Mark and Renneboog Luc. Shareholder Wealth Effects in Large European Takeover Bids // Working Paper. – 4 February 2002. – P.16–17.
374. Gorton G., Schmid F. Universal banking and the Performance of German Firms. – Cambridge–Massachusetts NBER. – 1996. – P.WP5453.
375. Gower L.C.B. The Principles of Modern Company Law. – London: Stevens, 1954. – P. 367.
376. Grossman S., Hart O. The Costs and Benefits of Ownership. – 1986. – P.652.
377. Gugler K. Corporate Governance and Economic Performance. – Oxford: Oxford University Press, 2001. – P.391.
378. Hart H.L.A. The Concept of Law. – Oxford: Oxford University Press, 1961. – P.42.
379. Hart O. Firms, Contracts and Financial Structure. – Oxford: Clarendon Press, 1995. – P.152.
380. Hayek F.A. The Corporation in a Democratic Society: in whose Interest ought it and will it be Run? / Ansoff H.I. Business Strategy. – Penguin: Harmondsworth, 1969.

381. Hazen T.L. The Law of Securities Regulation. – 1995. – P.348.
382. Hazen Thomas Lee. The Law of Securities Regulation // Hornbook Series. – 1985. – P.34.
383. Henn H.G., Alexander J.R. Laws of Corporations. – 1983. – P.844.
384. Henry Hansmann and Reinier Kraakman. The Essential Role of Organizational Law // Yale Law School and Harvard Law School. Working Paper. – Chicago, 1999.
385. Henry Hansmann. Probleme von Kollektiventscheidungen und Theorie der Firma. Folgerungen für die Arbeitnehmermitbestimmung / Claus Ott and Hans-Bernd Schäfer, editors. – Ökonomische Analyse des Unternehmensrechts, 1993. – P.287–305.
386. Henry O. Taylor. A Treatise on the Law of Private Corporations Having Capital Stock. – IV. – 1884.
387. Himmelberg Charles P., Glenn Hubbard R. and Inessa Love. Investor Protection, Ownership and the Cost of Capital. – Mimeo: Columbia University, 2001.
388. Holmstrom B. and Tirole J. The Theory of the Firm // Schmalensee R. and Willig R.D. (eds.). Handbook of Industrial Organisation. – Vol. 1. – North-Holland, 1991. – P.306.
389. Höpner M. and Jackson G. An Emerging Market for Corporate Control? The Mannesmann Takeover and German Corporate Governance // MIPIFG Discussion Paper. – 2001. – № 01/4. – P.9.
390. Hopt K., Wymeersch E. European Takeovers – Law and Practice. – 1992. – P.83.
391. J. Paul Carey and Jeffrey P. Parker. Improving Corporate Transparency: More Data is NOT the Answer.http://www.ccbn.com
392. J. Willard Hurst. The Legitimacy of the Business Corporation in the Law of the United States 1780–1970. – 1970. – P.33–36;
393. Jay W. Lorsch & Elizabeth Maciver. Pawn or Potentates: The Reality of America's Corporate Boards. – 1989. – P.17–18.
394. Jeffrey N. Gordon. Economic Nationalism and Corporate Governance: German Shareholder Capitalism in the European Union // Working Paper. – 2003. – P.151.
395. John Farrar. Globalisation, the New Financial Architecture and

Effective Corporate Governance // Corporate Governance in Australia and New Zealand. – 2001. – Chapter 34. – P.429.
396. Kaen Fred R. A Blueprint for Corporate Governance: Strategy, Accountability, and the Preservation of Shareholder Value. – NY: Amacom, 2003. – P.985.
397. Kaplan L. Top Executive Rewards and Firm Performance: A Comparison of Japan and the United States. – NY, 1993. – P.13.
398. Kay J., Silberston A. Corporate Governance // National Institute Economic Review. – 1995. – №84(August). – P.84−97.
399. Keasey K., Thompson S., Wright M. Introduction: the Corporate Governance Problem – Competing Diagnoses and Solutions // Keasey K., Thompson S., Wright M. (eds.). Corporate Governance: Economic and Financial Issues. – Oxford: Oxford University Press, 1997. – P.438.
400. Keynes J.M. The General Theory of Employment. Interest and Money. – London: Macmillan, 1936.
401. Klaus J. Hopt, Bernd Rudolph et al. Börsenreform – Eine Ökonomische, Rechtsvergleichende und Rechtspolitische Untersuchung. – 1997. – P.995, 1003.
402. Köke J. Control Transfers in Corporate Germany: Their Frequency, Causes and Consequences // ZEW Discussion Paper.– Mannheim, 2001. – No. 00–67.
403. Kuznetsov P., Muravyev A. Ownership Structure and Firm Performance in Russia: The Case of Blue Chips of the Stock Market// Economics Education and Research Consortium. – Working Paper Series. – Working Paper No 01/10. – 2001. –P. 6.
404. Laura Nyantung Beny. The Political Economy of Insider Trading Legislation and Enforcement: International Evidence. – 2002. http://www.law.harvard.edu/programs/olin_center/ (The Harvard John M. Olin Discussion Paper Series), а также: http://ssrn.com/abstract=304383
405. Lawrence Friedman. A History of American Law. 2d ed. – 1985. – P.194–198.
406. Lawrence J. White. Competition versus Harmonization – An Overview of International Regulation of Financial Services, International Financial Markets / Claude E. Barfield ed. – 1996. – P.5.

407. Lucian Bebchuk. The Case for Empowering Shareholders // Berkeley Olin Program. Law & Economics. – Working Paper Series (University of California, Berkeley). – Paper №86. – 2003. http://repositories.cdlib.org/blewp/art86
408. Luigi Zingales. Corporate Governance. The New Paradigm Dictionary of Economics and the Law. – Boston, 1997. – P.89.
409. Manne, Henry G. Insider Trading and the Stock Market. – NY: The Free Press, 1966.
410. Marris R. The Economic Theory of 'Managerial' Capitalism. – London: Macmillan, 1964.
411. Mayson S.W., French D., Ryan C.L. Company Law. – London: Blackstone Press, 1994.
412. Merritt B. Fox. Finance and Industrial Performance in a Dynamic Economy: Theory, Practice, and Policy. – Michigan, 1987. – P.282–287.
413. Michael J. Trevelline. A Policy Based Definition – Insider Trading // Graduate Seminar: Current Issues in Securities Regulation. – 1991. http://www.ssrn.com
414. Michael Klausner. Institutional Shareholders' Split Personality on Corporate Governance: Active in Proxies, Passive in IPOs // Stanford Law and Economics Olin Working Paper. – No.225. – November 2001. – P.87.
415. Michael T. Jacobs. Short-term America: the Causes and Cures of our Business Myopia. – 1991. – P.137.
416. Michel Albert. Capitalism vs. Capitalism. – 1993. – P.169–190.
417. Miller G. Political Structure and Corporate Governance: Some Points of Contrast between the United States and England / The Sloan Project on Corporate Governance. Corporate Governance Today. – Columbia Law School. – 1998. – P.629–648.
418. Morton J. Horwitz. The Transformation of American Law 1870–1960. – Boston, 1992. – P.65–107.
419. Nichols T. Ownership, Control, and Ideology. – London: Allen & Unwin, 1969.
420. Oliver E. Williamson. The Mechanisms of Governance. – Oxford: Oxford University Press, 1996. – P.11.
421. Palmers Company Law. – London: Sweet & Maxwell, 1994. – P.D0020.

422. Paul G. Mahoney. Contract or Concession? A Historical Perspective on Business Corporations // Working Paper. University of Virginia School of Law. – 1999. – P.46.
423. Pistor Katharina, Keinan Yoram, Kleinheisterkamp Jan & Mark D. West. The Evolution of Corporate Law: A Cross Country Comparison // Columbia Law School. The Center for Law and Economic Studies. Working Paper. – No. 232. www.ssrn.com
424. Plender J. A Stakeholder in the Future: the Stakeholding Solution. – London: Nicholas Brearley, 1997.
425. Porter M. Capital Choices: Changing the Way America Invests in Industry / D. Chew (ed.). Studies in International Corporate Finance and Governance Systems – A Comparison of the US, Japan and Europe. – Oxford: Oxford University Press, 1997. – P. 48.
426. Prindl A. and Prodhan B. The Act Guide to Ethical Conflicts in Finance // The Association of Corporate Treasurers. – London: Blackwell, 1994.
427. Reinhard H. Smith and Gerald Spindler. Path Dependence, Corporate Governance and Complementarity. A Comment on Bebchuk and Roe // The Johann Wolfgang Goethe-Universitat Working Paper Series. Finance and Accounting. – 1999. – No. 27. – P.14.
428. Richard A. Brealey & Stewart C. Meyers. Principles of Corporate Finance. 5th ed. – Chicago: Chicago Press, 1996. – P.447–466.
429. Robert Bushman, Joseph Piotroski. What Determines Corporate Transparency? – January 2003. http.//www.ssrn.com
430. Robert Charles Clark. Corporate Law. – Aspen: Aspen Law & Business Publishers Inc., 1986. – P.532.
431. Roe Mark J. Political Preconditions to Separating Ownership from Corporate Control // Columbia Law School. The Center of Law and Economic Studies. Working Paper. – 2000. – P.155.
432. Roman Frydman, Marek Hessel and Andrzej Rapacyznski. Why Ownership Matters? // Entrepreneurship and the Restructuring of Enterprises in Central Europe. – Working Paper. – April 1988.
433. Ronald J. Gilson and Mark J. Roe. Lifetime Employment in

Japan: Labor Peace and Corporate Governance. Corporate Governance Today. – NY: Columbia Law School, 1998. – P.67.
434. Ronald J. Gilson and Mark J. Roe. Understanding the Japanese Keiretsu: Overlaps between Corporate Governance and Industrial Organization // John M (ed.). Olin Program in Law and Economics. – 1993. – No. 97. – P.89.
435. Schmid Frank A. and Mark Wahrenburg. Mergers and Acquisitions in Germany // Working Paper. Johann Wolfgang Goethe-University. – Frankfurt, 2002. – P.76. http://frankschmid.com/mergers.pdf
436. Shiller R.J. Do Stock Prices Move too much to be Justified by Subsequent Changes in Dividends / R.J. Shiller (ed.). Market Volatility. – Cambridge: The MIT Press, 1989.
437. Shleifer A. A Survey of Corporate Governance. – 1989. – P.10.
438. Sternberg E. Corporate Governance: Accountability in the Marketplace // The Institute of Economic Affairs. – London, 1998;
439. Steven Huddart, John S. Hughes, Michael Williams. Incentives for Public Disclosure by Corporate Insiders. – April 5, 2001. http://www.smeal.psu.edu/faculty/huddart
440. Stewart J. Schwarn and Randall S. Thomas. Realigning Corporate Governance: Shareholder Activism by Labor Unions // S. Estreicher (ed.). Employee Representation in the Emerging Workplace: Alternatives/Supplements to Collective Bargaining. – 1998. – P.164.
441. Stiglitz J. Some Theoretical Aspects of the Privatization: Applications to Eastern Europe // Mario Baldassari, Luigi Paganetto and Edmund S. Phillips (eds.). Privatization Processes in Eastern Europe. − United Kingdom: MacMillan Press, 1993. −P.263.
442. Stiglitz J.E. Quis Custodiet Ipsos Custodes? // Corporate Governance Failures in the Transition. Paper presented at the Annual Bank Conference on Development Economics. − The World Bank. − Washington D.C. − 1999.
443. Stokes M. Company Law and Legal Theory / Twining W. (ed). Legal Theory and the Common Law. – Oxford: Basil Blackwell, 1986. – P.155, 162.
444. Swanson, Diane L. Toward an Integrative Theory of Business

and Society: A Research Strategy for Corporate Social Performance // Academy of Management Review. – 1999. – №24(3)(July). – P.506−521.
445. Tankred G. Golenpolsky, Robert Johnstone & Vladimir Kashin. Doing Business in Russia / Linda Pickham ed. 2d ed. − 1996.
446. Theodor Baums. Changing Patterns of Corporate Disclosure in Continental Europe: the Example of Germany. – 1998. – P.2.
447. Tricker R.I. Corporate Governance. Dartmouth Publishing Company. – England: Aldershot, 2000. – P.248.
448. Van der Elst C. De remuneratie van de raad van bestuur van de BEL-20 Vennootschappen // Working Paper. Ghent University. – Ghent, 1997. – P.21.
449. Venkat R. Eleswarapu, Kumar Venkataraman. The Impact of Legal and Political Institutions on Equity Trading Costs: A Cross-Country Analysis. – 2003. http://business.baylor.edu/J_Martin/Tff2001/Publications.htm
450. Victor Morawetz. A Treatise on the Law of Private Corporations. – III. – 2d ed. – 1886.
451. Warren R.C. Corporate Governance and Accountability. – Bromborough: Liverpool Academic Press, 2000. – P.18.
452. Weston Fred J., Chung Kwang S., Hoag Susan E. Mergers, Restructuring, and Corporate Control. – 1990. – P.8.
453. Weston J. Fred, Juan A. Siu and Brian A. Johnson. Takeovers, Restructuring and Corporate Governance. – 3rd ed. – Upper Saddle River (NJ): Prentice Hall, 2001. – P.56.
454. Willer D. Corporate Governance and Shareholder Rights in Russia // Centre for Economic Performance Discussion Paper. − №343. − London School of Economics, 1997.
455. William Letwin. Law and Economic Policy in America. – NY, 1965. – P.65.
456. William M. Gouge. Short History of Paper Money and Banking in the United States. 2d ed. – 1935. – P.17.
457. William W. Cook. Treatise on Stock and Stockholders, Bonds, Mortgages, and General Corporation Law. 3rd ed. – 1894. – P.270−275.
458. Zeckhauser Richard J. and John Pound. Are Large Shareholders Effective Monitors? An Investigation of Share

Ownership and Corporate Performance // Hubbard R. Glenn (ed.). Asymmetric Information, Corporate Finance and Investments. – Chicago: University of Chicago Press, 1990. – P.III.

ДАРСЛИКЛАР ВА ЎҚУВ ҚЎЛЛАНМАЛАРИ

459. Бердникова Т.Б. Рынок ценных бумаг и биржевое дело: Учебное пособие. – М., 2000.
460. Бусыгин А.В. Предпринимательство: Основной курс: Учебник. − В 2 кн. – М.: Интерпрамс, 1994.
461. Гавриленко В.Г., Ялевич Н.И. Объекты гражданских прав: Юридический справочник. – Мн., 1999.
462. Гражданское право: в 2 т. – Жилд I: Учебник / Отв. ред. Суханов Е.А. – 2-е изд. перераб. и доп. – М.: Издательство БЕК, 2002. – 816 с.
463. Гражданское право: в 2 т. – Жилд II: – Полужилд 1: Учебник / Отв. ред. Суханов Е.А. – 2-е изд. перераб. и доп. – М.: БЕК, 2002. – 704 с.
464. Гражданское право: в 2 т. – Жилд II: – Полужилд 2: Учебник / Отв. ред. Суханов Е.А. – 2-е изд. перераб. и доп. – М.: БЕК, 2002. – 544 с.
465. Гражданское право: Общая часть: Учебное пособие/ В.А.Витушко и др. Под ред. В.А.Витушко. – Мн.: БГЭУ, 1998.
466. Гражданское право: Учебник. – Т.1/Под ред. М.М.Агаркова и Д.М. Генкина. – М., 1944.
467. Гражданское право: Учебник. − В 2 т. 2-е изд., перераб. и доп. − М.: "БЕК", 2002.
468. Гражданское право: Учебник. − Ч. I. Изд. 3-е, перераб. и доп./ Под ред. А.П.Сергеева, Ю.К.Толстого. − М.: Проспект, 1999.
469. Долинская В.В. Акционерное право: Учебник. – М.: "Юридическая литература", 1997.
470. Жамен С., Лакур Л. Торговое право: Учебное пособие/Пер. с франц. – М.: "Международные отношения", 1993.
471. Ивасенко А.Г. Основные понятия фондового рынка: Учебное пособие. – Новосибирск−Москва: "Вузовская книга",

1997.
472. Кашанина Т.В. Корпоративное право: Учебник. – М.: "ИНФРА-М.", 1999.
473. Килячков А.А., Чалдаева Л.А. Рынок ценных бумаг и биржевое дело: Учебное пособие. – М.: "Юристъ", 2000.
474. Козлова Н.В. Понятие и сущность юридического лица: очерк истории и теории: Учебное пособие. – М.: "Статут", 2003. – 318 с.
475. Крупко С.И. Инвестиционные споры между государством и иностранным инвестором: Учебно-практическое пособие. – М.: "БЕК", 2002.
476. Рахманкулов Х.Р., Гулямов С.С. Корпоративное право: Учебник. – Т.: ТГЮИ, 2004.
477. Рахманов Аъзамжон, Рахманов Абдумухтар. Исламское право: Учебник. – Т.: ТГЮИ, 2003.
478. Романов А.К. Правовая система Англии: Учебное пособие. – М.: Дело, 2000. – 344 с.
479. Рынок ценных бумаг: Учебник. – М.: "Финансы и статистика", 1996.
480. Свердлык Г.А., Страунинг Э.Л. Защита и самозащита гражданских прав: Учебное пособие. – М.: "Лекс-Книга", 2002.
481. Семенкова Е.В. Операции с ценными бумагами: Российская практика: Учебник. – М.: "Перспектива", 1997.
482. Тотьев К.Ю. Конкурентное право (Правовое регулирование конкуренции). Учебник. – М.: Издательство РДЛ, 2000. – 352 с.
483. Тынель А., Функ Я., Хвалей В. Курс международного торгового права: Учебник. 2-е изд. – Мн.: "Амалфея", 2000.
484. Управление и корпоративный контроль в акционерном обществе: Практическое пособие. – М.: "Юристъ", 1999.
485. Хвостов В.М. Система римского права: Учебник. – М.: Спарк, 1996.
486. Ценные бумаги: Учебник. Изд. второе, перераб. и доп. – М.: "Финансы и статистика", 2000.
487. Шершеневич Г.Ф. Учебник торгового права (по изд. 1914г). – М.: Фирма "Спарк", 1994.
488. Эннекцерус Л. Курс германского гражданского права. − Т.1. – Полужилд 1. – М., 1949.

489. Юн. Г.Б., Таль. Г.К., Григорьев В.В. Внешнее управление на несостоятельном предприятии: Учеб. – практ.пособие. – М.: Дело, 2003. – 656 с.

РУС ТИЛИДАГИ МАҚОЛАЛАР

490. Адамович Г.Л. Неравенство между акционерами и правовые аспекты его нивелирования // Юрист. – 2002. – №9.
491. Андреев Ю. Имущественные споры с участием акционеров // Российская юстиция. – 1998. − № 4.
492. Анохин В., Асташкина Е. Теория и практика гражданско-правовых способов защиты прав акционеров // Хозяйство и право. – 2003. – №8.
493. Асосков А.В. Акционерное законодательство Европейского союза // Юридический мир. – 1998. – июль.
494. Белов В. А. Черный бизнес "зеленых почтальонов" // Эж-Юрист. – 2002. – № 42.
495. Валеев Д. Защита прав миноритарных акционеров в корпоративных конфликтах // Обзор законодательстваУзбекистана. – 2004. –№1.
496. Валеев Д., Яковенко А. Внедрение информационных технологий в практику корпоративных отношений РУз // Обзор законодательстваУзбекистана. – 2004. –№3.
497. Виноградская Н.Ф. О подведомственности корпоративных споров // Арбитражная практика. – 2003.– №8.
498. Виноградская Н.Ф., Якимов А.А. К вопросу о подведомственности корпоративных споров в новом Арбитражном процессуальном кодексе Российской Федерации // Вестник ВАС РФ. – 2003. – №8.
499. Владимирова В.Г. Слияния и поглощения компаний // Менеджмент в России и за рубежом. – 1999.– № 1.
500. Власов В.И., Крапивин О.М. Защита прав при продаже акций акционерного общества//Гражданин и право. – Май, июнь 2001г. − №5-6.
501. Волков В. Причины и логика корпоративных конфликтов // Top Manager. – 2003. – №29.

502. Вохидов М.М. Гулямов С.С. К проблеме имплементации принципа фидуциарной ответственности в странах неанглоамериканской системы права // Общественные наукиУзбекистана. – 2003. – №6.
503. Вохидов М.М. Имплементация правовых реформ германской модели корпоративного управления в законодательство РУз // Обзор законодательстваУзбекистана. – 2004. –№2.
504. Голиней А.И. Проблемы адаптации "команды захвата" к предприятию-цели // Слияния и поглощения. – 2003. – №2.
505. Граник Ирина. Дума хочет бороться с захватчиками // Корпоративное управление в России. – 2003. http://www.corp-gov.ru
506. Гулямов С.С. Акциядорлик жамияти: муаммо ва ечимлари // Ҳаёт ва қонун. – 2004. – №5.
507. Гулямов С.С. Задачи совершенствования системы корпоративного управления в Узбекистане // Материалы научно-практической конференции "Корпоративное управление в Узбекистане: формирование и развитие в условиях демонополизации". – Т.: ИИЦНАБАУ, 2004.
508. Гулямов С.С. К проблеме обеспечения прав акционеров при поглощениях в РУз и РФ // Материалы международного симпозиума "Судебно-правовая реформа в Узбекистане". – Т.: ТГЮИ, 2004.
509. Гулямов С.С. Концепция корпоративного права // Сборник кафедральных чтений "Частное право: актуальные проблемы гражданского права". – Т.: ТГЮИ, 2004.
510. Гулямов С.С. Корпоратив бошқарув моделлари ва акциядорларнинг ҳуқуқларини таъминлаш муаммолари // Давлат ва хукук. – 2004. – №3 (20).
511. Гулямов С.С. Модели корпоративного управления и проблемы обеспечения прав акционеров // Обзор законодательстваУзбекистана. – 2004. – №2.
512. Гулямов С.С. Нарушения имущественных интересов акционеров в случаях инсайдерских сделок // Вестник Каракалпакского отделения АН РУз. – 2004. – №5-6.
513. Гулямов С.С. Некоторые проблемы правового

обеспечения деятельности корпораций в сфере торговли // Материалы научно-практической конференции "Бозор иқтисодиёти шароитида савдо мунасобатларини ҳуқуқий таъминлаш муаммолари". – Т.: ТГЮИ, 2004.
514. Гулямов С.С. О концепции правового статуса акционеров в корпорации // Общественные науки Узбекистана. – 2004. – №2-3.
515. Гулямов С.С. О правовом механизме обеспечения раскрытия информации в корпоративном управлении (по законодательству РФ и РУз) // Хозяйство и право. – 2004. – №7.
516. Гулямов С.С. Отчетность как метод защиты прав акционеров в корпоративном управлении // Иқтисод ва таълим. – 2004. – №1.
517. Гулямов С.С. Понятие "корпорации" в правовой и экономической науке // Давлат ва хукук. – 2004. – №3 (19).
518. Гулямов С.С. Права акционеров в Узбекистане: законодательная регламентация и защита // Хозяйство и право. – 2004. – №12.
519. Гулямов С.С. Права акционеров и их защита по законодательству Республики Узбекистан // Информационный журнал "Наше право". – 2004. – №2.
520. Гулямов С.С. Правовая сущность корпоративных отношений и "агентская проблема" // Общественные науки Узбекистана. – 2004. – №4.
521. Гулямов С.С. Правовое регулирование поглощений в США // Иқтисод ва таълим. – 2004. – №2.
522. Гулямов С.С. Правовые основы организации управления акционерным обществом // Материалы научно-практической конференции "Корпоративное управление в Узбекистане: формирование и развитие в условиях демонополизации". – Т.: ИИЦНАБАУ, 2004.
523. Девликамов А.А. Решение общего собрания акционеров принято, как его теперь исполнить? // Юрист. – 2002. – №4.
524. Дубинчин А.А. Реформа процессуального законодательства и ее влияние на тактику враждебных поглощений в России // Слияния и поглощения. – 2003. – №2.

525. Еременко В. Судебное обращение взыскания на акции и враждебные поглощения //Слияния и поглощения. –2003.–№ 2.
526. Жученко А.А., Пугачев А.И. Определение итогов голосования на собрании акционеров // Юрист. – 2003. – №2.
527. Звоненко Д.П. Реорганизация акционерного общества: права заинтересованных лиц. http://www.krikunov.ru/publications/pressa.html
528. Зинченко С., Казаченский С., Зинченко О. Акционерное законодательство: испытание практикой//Хозяйство и право. – 1998. − № 10.
529. Зинченко С.А., Галлов В.В. Правовая природа имущественной основы корпоративных коммерческих организаций//Северо-Кавказский юридический вестник. – 2002. − № 3.
530. Ильченко А.Л. Правовое понятие слияния коммерческих организаций и значение проблемы слияния в России // Юрист. – 2001. – №3.
531. Ионцев М. Игроки рынка слияний и поглощений // Слияния и поглощения. – 2003. – №5 – 6.
532. Ионцев М.Г. Блокировка акций. Держатели крупных пакетов могут не беспокоиться // Слияния и поглощения. – 2003. – №4.
533. Калинин М.Н. Корпоративный конфликт глазами регистратора // Акционерное общество.
534. Караходжаева Ш. Внедрение международных стандартов раскрытия информации акционерными обществами в законодательство РУз // Обзор законодательстваУзбекистана. – 2004. – №2.
535. Карулин С.В. Некоторые примеры использования судебных актов и постановлений в корпоративных конфликтах // Акционерное общество. – 2003. – №3.
536. Карулин С.В. Участие судебного пристава-исполнителя в корпоративных кофнликтах // Акционерное общество. – 2003. – №4.
537. Катаганов Р.Х. Слияния и поглощения акционерных компаний, как один из механизмов корпоративного управления, их влияние на защиту прав акционеров // Сборник научных трудов: Серия "Экономика". – Вып. 6. –

Ставрополь: СевКавГТУ, 2002. – С.109.
538. Кашин С. Правила корпоративного боя // Секрет фирмы. – 2003. – №6.
539. Кондратов Н. О некоторых особенностях практического применения Федерального Закона "Об акционерных обществах"//Хозяйство и право. – 1998. − № 9−10.
540. Корман В.И. О согласовании правовых норм, регулирующих хозяйственные отношения//Антология уральской цивилистики. – М.: "Статут"; 2001.
541. Коровайко А. Договоры слияния и присоединения хозяйственных обществ // Хозяйство и право. – 2001. – №2.
542. Корпоративное управление в России//Вестник 2001г. − М., 2001.
543. Котова М.Д. О роли независимых членов наблюдательного совета акционерных обществ // Обзор законодательстваУзбекистана. – 2004. –№2.
544. Кравченко Р. Охрана прав акционеров на информацию в процессе корпоративного управления // Юрист. – 2002. – №5.
545. Кравченко Р. Судебная и внесудебная защита прав акционеров (Корпоративное законодательство в США) // Журнал для акционеров. – 2001. – №3.
546. Курбанов Р. О правовых нормах признания сделок с заинтересованностью недействительными // Обзор законодательстваУзбекистана. – 2004. –№3.
547. Левенчук Анатолий. Поправки к Закону "О рынке ценных бумаг" по уточнению понятия "раскрытие информации". http://www.ice.ru/exp/19983
548. Ломакин Д.В. Право акционера на дивиденд: понятие, порядок осуществления//Законодательство. – 1998. − № 8.
549. Ломидзе О., Ломидзе Э. Крупные сделки хозяйственных обществ: проблемы правового регулирования // Хозяйство и право. – 2003. – №1.
550. Лысихин И. Как защитить свои права: Корпоративная борьба//Рынок ценных бумаг. – 1999. − №4.
551. Макаров Д.А. О некоторых правовых вопросах, связанных с проведением общих собраний акционеров//Журнал российского права. – Сентябрь 2001г. − № 9.

552. Маковский А. Крупные сделки и порядок одобрения их акционерным обществом // Хозяйство и право. – 2003. – №5.
553. Мейер К. Корпоративное управление в условиях рыночной экономики и экономики переходного периода // Корпоративное управление: владельцы, директора и наемные работники акционерного общества. – М., 1996.
554. Метелева Ю. Право акционера на дивиденд//Хозяйство и право. – 1998. − № 7.
555. Молотников А. Е. Махинации при совершении сделок с акциями // Директор info. – 2003. – №3.
556. Молотников А. Е. Поглощение компаний. Обзор методов и средств // Директор info. – 2001. – №14.
557. Молотников А. Е. Поглощение компаний. Обзор методов и средств // Директор info. – 2001. – №14.
558. Молотников А. Е. Удержание предприятия-цели после его захвата // Слияния и поглощения. – 2003. – №3.
559. Молотников А. Е. Оспаривание сделок общества в интересах гринмэйлера // Слияния и поглощения. – 2003. – № 5-6.
560. Молотников А.Е., Некоторые теоретические аспекты поглощения.
561. Мысловский Е. Акционерные пираньи // Российская Федерация сегодня. – 2002. – №7.
562. Никитин Л.Л., Нуржинский Д.В. Стратегия и тактика защиты от недружественного поглощения: почему защищаться от недружественного нападения нужно всегда, а не тогда, когда оно уже началось // Слияния и поглощения. – 2003. – №2.
563. Носов С.И. Вопросы совершенствования российского акционерного законодательства//Журнал российского права. – Январь 2001г. − №1.
564. Осиновский А. Д. Защита нарушенного права собственности на бездокументарные ценные бумаги // Слияния и поглощения. – 2003. – № 5 – 6.
565. Осиновский А.Д. Как не дать скупить компанию // Директор info. – 2002. – №4.
566. Осиновский А.Д. Корпоративные конфликты и корпоративные отношения // Рынок ценных бумаг. – 2002. –

№12.
567. Осиновский А.Д. Корпоративные конфликты. Проблемы эмиссии акций // Рынок ценных бумаг. – 2000. – № 24.
568. Осиновский А.Д. Манипуляции с реестром // Директор info. – 2002. – №21.
569. Осипенко О. Современный корпоративный конфликт (природа, границы, разновидности, способы регулирования) // Вопросы экономики. – 2003. – № 10.
570. Осипенко О.В. Владельцы и менеджеры компаний: проблема конфликта интересов в сделках M&A в России // Слияния и поглощения. – 2003. – № 4.
571. Осипенко О.В. Корпоративная контратака: выявление и использование "болевых точек" компании-агрессора // Слияния и поглощения. – 2003. – № 5 – 6.
572. Осипенко О.В. Параллельные органы управления акционерного общества в корпоративных конфликтах // Слияния и поглощения. – 2003. – №2.
573. Осокина Г. Косвенные иски: реальность или фикция // Хозяйство и право. – 2001. – №1.
574. Плахин А.А. Управление в акционерных обществах: Российское законодательство и зарубежная корпоративная практика//Законодательство. – 1997. − № 3.
575. Попова Е., Попов Е. Корпоративная вуаль // Хозяйство и право. – 2002. – №12.
576. Правительство РФ не поддерживает законопроект "Об инсайдерской информации". http://www.opec.ru/news.asp (на страничке: Экспертный канал "Открытая экономика").
577. Пустынникова Ю. Конфликт собственников - возможности урегулирования // Журнал для акционеров. – 2003. – №5.
578. Радыгин А., Энтов Р., Шмелева Н. Проблемы слияний и поглощений в корпоративном секторе. Институт экономики переходного периода // Научные труды.– М., 2002. – №43. – С.59. www.iet.ru
579. Радыгин А.Д. Основные направления реформы и практические рекомендации. – 2001. http://www.nasledie.ru/ipravo/20_9/kniga1/3.html
580. Разоренов Н. Банкротство как способ возврата

предприятия-цели прежнему владельцу // Слияния и поглощения. – 2003. – № 5 – 6.
581. Рахманкулов Х. О принципах корпоративного права // Обзор законодательстваУзбекистана. – 2004. –№1.
582. Рациборинская К.Н, "Слияние", "поглощение" и "разделение компаний" в свете российского права и права ЕС: соотношение понятий // Юрист. – 2003. – №9.
583. Савиков А. Обеспечение и защита права приобретателя акций на участие в общем собрании акционеров // Хозяйство и право. – 2003. – №2.
584. Семенов А.С. Агрессивное поглощение // Акционерное общество. – 2003. – №3.
585. Скуратовский М. Л. Основные способы защиты прав акционеров // Арбитражная практика. – 2001. – № 8.
586. Старицкий Д. Черный ПИАР в корпоративных конфликтах. ПИАР подкрался незаметно // Слияния и поглощения . – 2003. – № 4 –3.
587. Степанов Д. О недействительности крупных сделок акционерных обществ // Хозяйство и право. – 2003. – №11.
588. Степанов П.В. Принципы регулирования корпоративных отношений//Хозяйство и право. – 2002. − № 4.
589. Суханов Е.А. О российском акционерном законодательстве // Законодательство. – 1998. − № 12.
590. Таджиев И.К. проблеме совершенствования правовых норм и практики ликвидации хозяйствующих субъектов // Обзор законодательства Узбекистана. – 2004. –№3.
591. Тарачев В. Сколько осталось жить инсайду?// Время-МН 2003. http://www.ismm.ru/news
592. Тен Ю.Г. Споры между миноритарными акционерами и обществом // Арбитражная практика. – 2003. – №8.
593. Толстой Ю.К. Собственность и оперативное управление//Проблемы гражданского права. – Л., 1987.
594. Жилдилина Элла. M&A: ценность оценки. – М., 2003. http://www.energ.ru/articles.html (на страничке "Энергокапитал").
595. Торкановский Е. Управление акционерным обществом//Хозяйство и право. – 1997. – № 6–7.
596. Тужилин А. Создание в группе компаний системы защиты

от враждебных действий конкурентов // Рынок ценных бумаг. – 2001. – №11.
597. Хакимов Т.А. Враждебные поглощения: технология, стратегия и тактика нападений // Слияния и поглощения. – 2003. – №1.
598. Харисова Ф. Годовой отчет акционерного общества как средство защиты интересов инвесторов // Хозяйство и право. – 2003. – №9.
599. Шабунова И. Юридическая природа и содержание прав участника акционерного общества на управление и на информацию // Хозяйство и право. – 2003. – №4.
600. Шахвердиев А., Басманов И. Вывод активов акционерных обществ в зеркале корпоративного управления // Хозяйство и право. – 2002. – №7.
601. Шерман Х.Д., Бэбкок Б.А., Дж. Мазулло Три модели корпоративных отношений // Корпоративное управление и права акционеров. – 1994.
602. Шиткина И. Соотношение интересов различных групп акционеров и менедж6еров в управлении акционерным обществом // Хозяйство и право. – 1998. – №11.
603. Шиткина И. Соотношение интересов различных групп акционеров и менеджеров в управлении акционерным обществом // Хозяйство и право. – 1998. – №12.
604. Шиткина И.С. Создание холдинговых компаний в России в условиях рыночной экономики//Гражданин и право. – Декабрь 2000г. − № 6; январь 2001г. – № 1.
605. Эрделевский А.М. О защите личных неимущественных прав акционеров // Хозяйство и общество. – 1997. – № 6. – С.42–51.
606. Яковлев В.Ф. Акционерные общества – достоинства и опасности // Журнал для акционеров. – М., 2000. – № 8.
607. Ярков В. Защита прав акционеров по законодательству "Об акционерных обществах" с помощью косвенных исков//Хозяйство и право. – 1997. – № 12.
608. Ярков В.В. Особенности рассмотрения дел по косвенным искам // Юрист. – 2000. – №11 – 12.

ХОРИЖИЙ ТИЛЛАРДАГИ МАҚОЛАЛАР

609. Adolph A. Berle. Corporate Powers as Powers in Trust // Harvard Law Review. – 1931. – №44. – P.1049.
610. Adolph Berle. For whom Corporate Managers are Trustees: A Note // Harvard Law Review. – 1932. – №45. – P.1365.
611. Aghion P. and Blanchard O.J. On Privatisation Methods in Eastern Europe and their Implications // The Economics of Transition. − 1998. − №6(1). − P.87−99.
612. Aghion P. and Bolton P. An ‘Incomplete Contracts’ approach to Financial Contracting // Review of Economic Studies. – 1992. – №59. – P.257–282.
613. Alchian A.A., Demsetz H. Production, Information Costs, and Economic Organisation // American Economic Review. – 1972. – №62(5). – P.777−795.
614. Alexandre Padilla. Can Agency Theory Justify the Regulation of Insider Trading? // The Quarterly Journal of Austrian Economics. – 2002. – №5(1)(Spring). –P.3–38.
615. Allen W.T. Our Schizophrenic Conception of the Business Corporation // Cardozo Law Review. – 1992. – №14(2). – P.261−281.
616. André Tunc. A French Lawyer Looks at American Corporation Law and Securities Regulation // U. Pa. L. Rev. – 1982. – №130. – P.759.
617. Assmann Hans-Dieter Erwerbs. Übernahme und Pflichtangebote nach dem Wertpapiererwerbs und Übernahmegesetz aus der Sicht der Bietergesellschaft // Die AktienGesellschaft. – 2002. – №AG3. – P.114–121.
618. Banerjee A., Owens J. The Impact of the Nature and Sequence of Multiple Bids in Corporate Control Contests // Journal of Corporate Finance. – December, 1996. – P.23.
619. Barbara Ann Banoff. Regulatory Subsidies, Efficient Markets, and Shelf Registration: An Analysis of Rule // Va. L. Rev. – 1984. – №70. – P.135, 182.
620. Bebchuk Lucian A. and Oliver Hart. Takeover Bids vs. Proxy Fights in Contests for Corporate Control // NBER Working Paper. – 2002. – №8633. – P.48.

621. Berman Shawn L., Andrew C. Wicks, Suresh Kotha and Thomas M. Jones. Does Stakeholder Orientation Matter? The Relationship between Stakeholder Management Models and Firm Financial Performance // Academy of Management Journal. – 1999. – №42(5) (Oct.). – P.488–506.
622. Bernard Black, Reinier Kraakman. A Self-Enforcing Model of Corporate Law // Harvard Law Review. – 1996. – №109. – P.1911–1982.
623. Bernard S. Black & Ronald J. Gilson. Venture Capital and the Structure of Capital Markets: Banks versus Stock Markets // J. Fin. Econ. – 1998. – №47. – P.243, 246–264.
624. Bernard S. Black. Shareholder Passivity Reexamined // Mich. L. Rev. – 1990. – №89. – P.520.
625. Bolton P. and Scharfstein D. Theory of Predation Based on Agency Problems in Financial Contracting // American Economic Review. – 1990. – №80. –P.94−106.
626. Bolton P. and Whinston M. Incomplete Contracts, Vertical Integration, and Supply Assurance // Review of Economic Studies. – 1993. – №60. – P.121–148.
627. Brenner Steven N. and Cochran P.L. The Stakeholder Theory of the Firm: Implications for Business and Society Theory and Research // International Association for Business and Society Proceedings. – 1991. – P.449–467.
628. Bris, Arturo. Do Insider Trading Laws Work? // Yale ICF Working Paper. – 2000. – №00–19. http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=248417.
629. Brown J.R. Order from Disorder: The Development of the Russian Securities Markets // U Pa. J.Intl Bus. L. − 1995. − №15. − P.520−523.
630. Browne F.X. Corporate Finance: Stylized Facts and Tentative Explanations // Applied Econ. – 1994. – №26. – P.485, 488.
631. Burkart M., Gromb D. and Panunzi F. Large Shareholders, Monitoring, and the Value of the Firm // Quarterly Journal of Economics. – 1997. – №112(3). – P.693–728.
632. Campbell A. Stakeholders, the Case in Favour, Long Range Planning // Journal of Law and Society. – 1997. – №30(3). – P.446−449.

633. Can Yeltsin win again? // Economist. − February 17, 1996. − P.43.
634. Carey Goldberg. Russian Tax Police Raid MMM Office, Home of its Chief//L.A. Times. − August 5, 1994.
635. Carolyn Kay Brancato. Institutional Investor Concentration of Economic Power and Voting Authority in U.S. Publicly Held Corporations. – September 12, 1991. Unpublished study.
636. Carroll Archie B. A Three-Dimensional Conceptual Model of Corporate Social Performance // Academy of Management Review. – 1997. – №4. – P.497–505.
637. Carroll Archie B. Corporate Social Responsibility: Evolution of a Definitional Construct // Business & Society. – 1999. – №38(3) (Sept.). – P.268–295.
638. Carroll Archie B. The Pyramid of Corporate Social Responsibility: Toward the Moral Management of Organizational Stakeholders // Business Horizons. – 1991. – №34(4). – P.39–48.
639. Carroll C., Griffith J.M., Rudolph P.M. The Performance of White Knight Management // Financial Management. – Summer, 1998. –№27(2). – P.46.
640. Cf. John C. Coffee. The Mandatory. Enabling Balance in Corporations Law: An Essay on the Judicial Role // Colum. L. Rev. – 1989. – №89. – P.1618, 1619.
641. Cheffins Brian R. Minority Shareholders and Corporate Governance // Company Lawyer. – 2000. – №21. – P.41.
642. Child James W. and Alexei M. Marcoux. Freeman and Evan: Stakeholder Theory in the Original Position // Business Ethics Quarterly. – 1999. – №9(2) (April). – P.207–224.
643. Claire Moore Dickerson. From Behind the Looking Glass: Good Faith, Fiduciary Duty and Permitted Harm // Fla. State U. L. Rev. – 1995. – №22. – P.955.
644. Clarkson M.B.E. The Toronto Conference: Reflections on Stakeholder Theory // Business & Society. – 1994. – №33(1) (April). – P.82–131.
645. Coco M. Towards Enterprisation: Shareholder's Rights and Economic Reform in Russia // Va. J. Intl L. − 1996. − №39. − P.178−179.
646. Coffee John C. Jr. The Mandatory/Enabling Balance in

Corporate Law: An Essay on the Judicial Role // Columbia Law Review. – 1989. – №89. – P.1618–1691.
647. Coffey Betty S. and Jia Wang. Board Diversity and Managerial Control as Predictors of Corporate Social Performance // Journal of Business Ethics. – 1998. – №17(14) (Oct. II). – P.1595–1603.
648. Comment Robert and G. William Schwert. Poison or Placebo? Evidence on the Deterrence and Wealth Effects of Modern Antitakeover Statutes // Journal of Financial Economics. – 1995. – №39. – P.3–43.
649. Coppock R. and Dierkes M. Corporate Responsibility does not Depend on Public Pressure // Business and Society Review/Innovation. – 1973. – N6. – P.82–89.
650. Coughlan A. and Schmidt R. Executive Compensation, Management Turnover and Firm Performance: An Empirical Investigation // Journal of Accounting and Economics. – 1985. – №7. – P.43–66.
651. Council Directive 89/592 Coordinating Regulations on Insider Trading // Common Mkt. Rep. – 1998. – №1(CCH). – P.1761.
652. D. Gordon Smith. The Critical Resource Theory of Fiduciary Duty // Vand. L. Rev. – 2002. – №55. – P.1399.
653. Dahya J., McConnel J. and Travlos N. The Cadbury Committee, Corporate Performance and Top Management Turnover // Journal of Finance. – 2002. – №57. – P.461–483.
654. Daniel Gogek. Russian Company Law Reform: Have Flawed Laws impeded the Transition to a Market Economy? // McGill Law Journal. – 1995. – №41. – P.276.
655. Daniel J.H. Greenwood. Fictional Shareholders: For whom are Corporate Managers Trustees, Revisited // S. Cal. L. Rev. – 1996. – №69. – P.1021.
656. Daniel R. Fischel and Michael Bradley. The Role of Liability Rules and the Derivative Suit in Corporate Law: A Theoretical and Empirical Analysis // Cornell L. Rev. – 1988. – №71. – P.261.
657. Daniel R. Fischel. Use of Modern Finance Theory in Securities Fraud Cases Involving Actively Traded Securities // Bus. Law. – 1982. – №38. – P.1.
658. Daniel R. Fischer. The Corporate Governance Movement // Vand. L. Rev. – 1982. – №35. – P.1259, 1273.

659. David Millon. Communitarians, Contractarians, and the Crisis in Corporate Law // Wash. & Lee L. Rev. – 1993. – №50. – P.1373, 1391−1393.
660. David Millon. Default Rules, Wealth Distribution and Corporate Law Reform: Employment at Will versus Job Security // U. PA. L. Rev. – 1998. – №146. – P.975.
661. David Millon. New Game Plan or Business as Usual? A Critique of the Team Production Model of Corporate Law // Va. L. Rev. – 2000. – №86. – P.1001.
662. David Millon. Theories of the Corporation // Duke Law Journal. – 1990. – №20. – P.205–240.
663. Demsetz H. and Lehn K. The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences // Political Economy – 1985. – №93. – P.1155–1177.
664. Demsetz H. The Structure of Ownership and the Theory of the Firm // Journal of Law and Economics. – 1983. – №26. – P.301–325.
665. Denis D.J. and Denis D.K. Majority Owner-Managers and Organizational Efficiency // J. Corp. Fin. – 1994. – №1. – P.91.
666. Denis David J. and Jan M. Serrano. Active Investors and Management Turnover Following Unsuccessful Control Contests // Journal of Financial Economics. – 1996. – №40. – P.239–266.
667. Dennis Proffit. Insights into the Behavior of Russian Managers // Business Forum at California State University. − Los Angeles, California. − March 22, 1997.
668. Dierkes M. 1992: A New Challenge to the Social Role of Business // Atlantic Economic Journal. – 1992. – №18(3). – P.38–41.
669. Dierkes M. Corporate Social Reporting in Germany: Conceptual Developments and Practical Experience // Accounting, Organizations and Society. – 1979. – №4(1/2). – P.87–107.
670. E. Merrick Dodd, Jr. For whom are Corporate Managers Trustees? // Harv. L. Rev. – 1932. – №45. – P.1145.
671. E. Norman Veasey. The Defining Tension in Corporate Governance in America // The Business Lawyer. – 1997. – №52. – P.393, 401.

672. E. Norman Veasey. The Emergence of Corporate Governance as a New Legal Discipline // The Business Lawyer. – 1993. – №48. – P.1276.
673. Earley P. Christopher and Elaine Mosakowski. Creating Hybrid Team Cultures: An Empirical Test of Transnational Team Functioning // Academy of Management Journal. – 2000. – №43(1) (Feb.). – P.26–49.
674. Easterbrook F. Two Agency-Cost Explanations of Dividends // American Economic Review. – 1984. – №74. – P.650–659.
675. Easterbrook Frank and Daniel Fischel. The Proper Role of a Targets Board in Responding to a Tender Offer // Harvard Law Review. – 1981. – №94. – P.1161.
676. Edmund W. Kitch. The Theory and Practice of Securities Disclosure // Brook. L. Rev. – 1995. – №61. – P.763.
677. Edward Rock. Securities Regulation as Lobster Trap: A Credible Commitment Theory of Mandatory Disclosure // Cardozo L. Rev. – 2002. – №23. – P.675, 690.
678. Ehud Kamar. A Regulatory Competition Theory of Indeterminacy in Corporate Law // Colum. L. Rev. – 1998. – №98. – P.1908.
679. Eisenhardt K.M. Agency Theory: An Assessment and Review // Academy of Management Review. – 1989. – №14(1). – P.57–74.
680. Faith Stevelman. Kahn Pandora's Box: Managerial Discretion and the Problem of Corporate Philanthropy // UCLA L. Rev. – 1997. – №44. – P.579, 605–609.
681. Fama E. Agency Problems and the Theory of the Firm // Journal of Political Economy. – 1980. – №88. – P.288−309.
682. Fama E. and Jensen M. Separation of Ownership and Control // The Journal of Law and Economics.– June, 1983. – XXVI. – P.301–350.
683. Fama E., Jensen M.C. Agency Problems and Residual Claims // Journal of Law and Economics. – 1983. – №26. – P.327−352.
684. Fama Eugene F. Agency Problems and the Theory of the Firm // Journal of Political Economy. – April, 1980. – Vol. 88. – №2. – P.288–307.
685. Franco Modilgiani & Merton H. Miller. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment // Am. Econ.

Rev. – 1958. – №48. – P.261.
686. Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel. Contract and Fiduciary Duty // J. L & Econ. − 1993. − №36. − P.425.
687. Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel. Corporate Control Transactions // Yale L.J. – 1982. – №91. – P.698, 710.
688. Frank H. Easterbrook. Two Agency-Cost Explanations of Dividends // Am. Econ. Rev. – 1984. – №74. – P.650, 654.
689. Frankforter S.A., Berman S.L. and Jones T.M. Boards of Directors and Shark Repellents: Assessing the Value of an Agency Theory Perspective // Journal of Management Studies. – 2000. – №37(3). – P.321–348.
690. Franks J., Mayer C. Capital Markets and Corporate Control: a Study of France, Germany and the UK // Economic Policy. – 1990. – №10. – P.191–231.
691. Franks Julian and Colin Mayer. Hostile Takeovers and the Correction of Managerial Failure // Journal of Financial Economics. – 1996. – №40. – P.163–181.
692. Friedman M. The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits // New York Times Magazine. – September 13, 1970. – P.32−33, 122–126.
693. Frydman, R., Phelps E.S., Raczynski A. and Schleifer A. Needed Mechanisms of Corporate Governance and Finance in Eastern Europe // Economics of Transition. – 1993. – №1(2). – P.171–207.
694. Galuszka P. and Kranz P. Look who’s Making a Revolution // Business Week. − February 20, 1995.
695. Gamble A., Kelly G. Shareholder Value and the Stakeholder // Debate in the UK Corporate Governance. – 2001. – №9(2). – P.110−117.
696. Garvey G.T. and Swan P.L. The Economics of Corporate Governance: Beyond the Marshallian Firm // Journal of Corporate Finance. – 1994. – №1. – P.139–174.
697. Gentner & Jeziorski. The Shift from Metaphor to Analogy in Western Science // Metaphor and Thought. – 1994. – №6(3). – P.447, 459.
698. Gioia Dennis A. Response: Practicability, Paradigms, and Problems in Stakeholder Theorizing // Academy of Management

Review. – 1999. – №24(2) (April). – P.228–232.
699. Goodpaster Kenneth E. Business Ethics and Stakeholder Analysis // Business Ethics Quarterly. – 1991. – №1(1). – P.53–72.
700. Gordon Donaldson. Corporate Debt Capacity (1961); William J. Baumol et al. Earnings Retention, New Capital and the Growth of the Firm // Rev. Econ. & Stat. – 1970. – №52. – P.345.
701. Greg Steinmetz and Michael R. Sesit. Rising U.S. Investment in European Equities Galvanizes Old World // Wall Street Journal. – 1999. – №4 (August). – P.A1–A8.
702. Gregory A. Mark. The Personification of the Business Corporation in American Law // U. Chi. L. Rev. – 1987. – №54. – P.1441.
703. Grossman S., Hart O. Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration // Journal of Political Economy. – 1986. – №94. – P.691.
704. Grossman Sanford and Oliver Hart. Takeover Bids, the Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation // The Bell Journal of Economics. – 1980. – №11. – P.42–64.
705. Haddock, David D., Jonathan R. Macey. Regulation on Demand: A Private Interest Model, with an Application to Insider Trading Regulation // Journal of Law and Economics. – 1987. – №30(October). –P.311–352.
706. Haig Simonian. Germany to Abolish Tax of Disposal of Cross-holdings // Financial Times. – December 24, 1999. – P.1.
707. Hamil Sean. Corporate Community Involvement: A Case for Regulatory Reform // Business Ethics: A European Review. – 1999. – №8(1) (Jan.). – P.14–25.
708. Harold Demsetz & Kenneth Lehn. The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences // J. Pol. Econ. – 1985. – №93. – P.1155.
709. Hart O. and Moore J. Incomplete Contracts and Renegotiation // Econometrica. – 1988. – №56. – P.755–786.
710. Hart O. The Market Mechanism as an Incentive Scheme // Bell Journal of Economics. – 1983. – P.42–64.
711. Hart O., Moore J. Property Rights and the Nature of the Firm // Journal of Political Economy. – 1990. – №90. – P.1119.
712. Hasbrouck Joel. The Characteristics of Takeover Targets //

Journal of Banking and Finance. – 1985. – №9. – P.351–362.
713. Hayes R.H., Abernathy W.J. Managing our Way to Economic Decline // Harvard Business Review. – 1980. – №58. – P.67−77.
714. Henry Hansmann. Worker Participation and Corporate Governance // University of Toronto Law Journal. – 1993. – №43. – P.589–606.
715. Henry N. Butler. The Contractual Nature of the Corporation // Geo. Mason L. Rev. – 1989. – №11. – P.100.
716. High Stakes on the High Steppe // Economist. − October 16, 1993. − P.89.
717. Hill Charles W. L. and Thomas M. Jones. Stakeholder Agency Theory // Management Studies. – 1992. – №29(2). – P.131–154.
718. Hot Shares Bothered Investors // Economist. − July 24, 1999. – P.23.
719. Jaffe Jeffrey F. The Effect of Regulation Changes on Insider Trading // The Bell Journal of Economics and Management Science. – 1974. – № 5(1). – P.93–121.
720. James E. Davis. Corporate Disclosure through Thestock Exchanges // Harv. L. Rev. – April 24, 1999.
721. Jarrell Gregg A., James A. Brickley and Jeffry M. Netter. The Market for Corporate Control: the Empirical Evidence since 1980 // Journal of Economic Perspectives. – 1988. – №2. – P.49–68.
722. Jeffrey Gordon. "Just Say Never?" Poison Pills, Deadhand Pills, and Shareholder Adopted Bylaws: An Essay for Warren Buffet // Cardozo L. Rev. – 1997. – №19. – P.511.
723. Jensen M. Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers // American Economic Review. – 1976. – P.659–665.
724. Jensen M. and Murphy K. Performance Pay and Top Management Incentives // Journal of Political Economy. – 1990. – №98. – P.225–264.
725. Jensen M. The Modern Industrial Revolution, Exit and the Failure of Internal Control Systems // Journal of Finance. – 1993. – №48. – P.831–880.
726. Jensen M., Ruback R. The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence // Journal of Financial Economics. – 1988. – №11. – P.5–50.

727. Jensen M.C., Meckling W.H. Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs, and Ownership Structure // Journal of Financial Economics. – 1976. – Vol. 3. – P.305−360.
728. Jensen Michael C. and Meckling William H. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure // Journal of Financial Economics. – October, 1976. – Vol.3. – №3. – P.305–360.
729. Jensen Michael J. and Richard S. Ruback. The Market for Corporate Control: the Scientific Evidence // Journal of Financial Economics. – 1983. – №11. – P.5–50.
730. Jensen Michael J. Takeovers: their Causes and Consequences // Journal of Economic Perspectives. – 1988. – №2. – P.21–48.
731. John Dewey. The Historic Background of Corporate Legal Personality // Yale L. J. – 1926. – №35. – P.655.
732. John K. and Senbet L. Corporate Governance and Board Effectiveness // Journal of Banking and Finance. – 1998. – №22. – P.371–403.
733. Jonathan Macey. An Economic Analysis of the Various Rationales for Making Shareholders the Exclusive Beneficiaries of Corporate Fiduciary Duties // Stetson L. Rev. – 1991. – №21. – P.23.
734. Jones D.C. The Economic Effects of Privatisation: Evidence from a Russian Panel // Comparative Economic Studies. − 1998. − №40(2). − P.75−102.
735. Jones Thomas M. Corporate Governance: Who Controls the Large Corporation? // Hastings Law Journal. – 1979. – №30. – P.1261–1286.
736. Jones Thomas M. Instrumental Stakeholder Theory: A Synthesis of Ethics and Economics // Academy of Management Review. – 1995. – №20. – P.404–437.
737. Joseph L. Weiner. Payment of Dissenting Stockholders // Colum. L. Rev. – 1927. – №27(7). – P.547, 548.
738. Joseph W. Singer. The Reliance Interest in Property // Stan. L. Rev. – 1988. – №40. – P.611.
739. Kang J. and Shivdasani A. Firm Performance, Corporate Governance, and Top Executive Turnover in Japan // Journal of

Financial Economics. – 1995. – №38. – P.29–58.
740. Kaplan S.N. Top Executives, Turnover, and Firm Performance in Germany // Journal of Law, Economics and Organization. – 1994. – №10. – P.142–159.
741. Kaplan Steven N. The Effects of Management Buy-outs on Operating Performance and Value // Journal of Financial Economics. – 1989. – №24. – P.217–254.
742. Kelly G., Parkinson J. The Conceptual Foundations of the Company: A Pluralist Approach // Company Financial and Insolvency Law Review. – 1998. – №2(2). – P.174−197.
743. Kenneth Garbade. Securities Markets // Col. L. Rev. – 1982. – №4(34). – P.249–259.
744. Knoll H.C. Die Übernahme von Kapitalgesellschaften / Textbook. – Baden-Baden, 1992. – P.21.
745. Kummer D. and Hoffmeister R. Valuation Consequences of Cash Tender Offers // Journal of Finance. – 1978. – №33. – P.505–516.
746. La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A. and Vishny R. Legal Determinants of External Finance // Journal of Finance. – 1997. – №52. – P.1131–1150.
747. Landes W.M., Posner R.A. An Economic Analysis of Copyright Law // Journal of Legal Studies. – 1999. – №7(16). – P.18.
748. Larry E. Ribstein. The Structure of the Fiduciary Relationship // Midwest Law & Economics Association 2003 annual meeting. – 23 November 2003.
749. Laura Lin. The Effectiveness of Outside Directors as a Corporate Governance Mechanism: Theories and Evidence // N.W.U.L. Rev. – 1996. – №90. – P.898, 914.
750. Lea David. Corporate and Public Responsibility, Stakeholder Theory and the Developing World // Business Ethics: A European Review. – 1999. – №8(3) (July). – P.151–162.
751. Lewis A. Kornhauser. The Nexus of Contracts Approach to Corporations: A Comment on Easterbrook and Fischel // Colum. L. Rev. – 1989. – №89. – P.1449–1469.
752. Lipton M. and Lorsch J.W. A Modest Proposal for Improved Corporate Governance // The Business Lawyer. – 1992. – №48. – P.59–77.

753. Lorenz Andrew and David Smith. British Firms will Opt for Works Councils, says CBI // The Sunday Times. – 6 November 1994.
754. Louis Lowenstein. Financial Transparency and Corporate Governance: You Manage what you Measure // Colum. L. Rev. – 1996. – №96. – P.1335.
755. Lucian Arye Bebchuk. Federalism and the Corporation: The Desirable Limits on State Competition in Corporate Law // Harv. L. Rev. – 1992. – №105. – P.1435, 1442–1451.
756. Lucian Arye Bebchuk. The Case for Empowering Shareholders // Harward Law Review. – April 2003. – P.49–71.
757. Lucian Ayre Bebchuk. The Sole Owner Standard for Takeover Policy // J. Legal Stud. – 1988. – №17. – P.197.
758. Lynn A. Stout. The Unimportance of Being Efficient: An Economic Analysis of Stock Market Pricing and Securities Regulation // Mich. L. Rev. – 1988. – №87. – P.613.
759. Macey Jonathan R. An Economic Analysis of the Various Rationales for Making Shareholders the Exclusive Beneficiaries of Corporate Fiduciary Duties // Stetson Law Review. – 1991. – №21. – P.23 ff.
760. Macey Jonathan R. Corporate Law and Corporate Governance: A Contractual Perspective // J. Corp. L. – 1993. – №18. – P.200–204.
761. Manne H.G. Mergers and the Market for Corporate Control // Journal of Political Economy. – 1965. – №75. – P.110−126.
762. Marcel Kahan. Securities Laws and the Social Costs of "Inaccurate" Stock Prices // Duke L.J. – 1992. – №41. – P.977,985,1006.
763. Margaret M. Blair & Lynn A. Stout. A Team Production Theory of Corporate Law // VA. L. Rev. – 1999. – №85. – P.247.
764. Mark G. The Personification of the Business Corporation in American Law // Uni Chi L. Rev. – 1987. – №54. – P.1441, 1464–1478.
765. Mark J. Loewenstein. Delaware as Demon: Twenty-Five Years after Professor Cary's Polemic // U. Colo. L. Rev. – 2000. – №71. – P.497, 502–508.
766. Mark J. Roe. Political Preconditions to Separating Ownership

from Corporate Control // Stan. L. Rev. – 2000. – №53. – P.539.
767. Mark J. Roe. Strong Managers, Weak Owners: The Political Roots of American Corporate Finance. – 1994.
768. Mark Roe. German Securities Markets and German Codetermination // Columbia Business Law Review. – 1998. – №98. – P.167.
769. Marleen A. O'Connor. Restructuring the Corporation's Nexus of Contracts: Recognizing a Fiduciary Duty to Protect Displaced Workers // N.C. L. Rev. – 1991. – №69. – P.1189.
770. Martin Lipton. Corporate Governance in the Age of Financial Corporatism // U. Pa. L. Rev. – 1987. – №136(1). – P.28–35.
771. Martin Weber. Die Entwicklung des Kapitalmarktrechts 1998–2000: Organisation, Emission und Vertrieb // Neue Juristische Wochenschrift. – 2000. – S.2061.
772. Mary O'Sullivan. Corporate Governance and Globalization // Annals/AAPSS. – July, 2000. – №570. – P.153–154.
773. McConnell J. and Servaes H. Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value // Journal of Financial Economics. – 1990. – №27. – P.595–612.
774. McGuire, J. B., Sundgren A. and Schneeweis T. Corporate Social Responsibility and Firm Financial Performance // Academy of Management Journal. – 1988. – №31(4). – P.354−372.
775. Mcneil I.R. The Many Futures of Contracts // Southern California Law Review. – 1974. – №47. – P.691–816.
776. Melvin A. Eisenberg. Corporate Law and Social Norms // Colum. L. Rev. – 1999. – №99. – P.1253.
777. Merritt B. Fox. Insider Trading Deterrence versus Managerial Incentives: A Unified Theory of Section 16(b) // Mich. L. Rev. – 1994. – №92. – P.2088, 2096–2106.
778. Merritt B. Fox. Retaining Mandatory Disclosure: Why Issuer Choice is not Investor Empowerment // Va. L. Rev. – 1999. – №85. P.98–124.
779. Merritt B. Fox. Rethinking Disclosure Liability in the Modern Era // Wash. U. L.Q. – 1997. – №75. – Part I.A.1. – P.6.
780. Merritt B. Fox. Shelf Registration, Integrated Disclosure, and Underwriter Due Diligence: An Economic Analysis // Va. L. Rev. – 1984. – №70. – P.1005, 1017–1025.

781. Mertens H.J. Förderung von Schutz vor Zwang zu Übernahmeangeboten? // AG. – 1990. –№6. – P.252–259.
782. Metzger B., Dean R.N. and Bloom D. Russia's Code of Corporate Conduct: An Innovative Approach to Solving Shareholder Rights Abuses // The Corporate Governance Advisor. − 2002. − №10(2)(March/April). − P.12−17.
783. Meulbroek Lisa K. An Empirical Analysis of Illegal Insider Trading // The Journal of Finance. – 1992. – №47(5). – P.1661–1699.
784. Michael Barclay & Clifford Holderness. Private Benefits from Control of Public Corporations // J. Fin. Econ. – 1989. – №25. – P.371.
785. Michael C. Jensen & Kevin J. Murphy. CEO Incentives – it's not how much you Pay, but how? // Harv. Bus. Rev. – 1990. – May–June. –P.138.
786. Michael C. Jensen and Richard S. Ruback. The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence // Journal of Financial Economics. – April, 1983. – P.5.
787. Michael E. DeBow & Dwight R. Lee. Shareholders, Nonshareholders and Corporate Law: Communitarianism and Resource Allocation // Del. J. Corp. L. – 1993. – №18. – P.393, 395.
788. Michael Klausner. Corporations, Corporate Law, and Networks of Contracts // Virginia Law Review. – 1995. – №81. – P.757–852.
789. Milton Friedman. The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits // –N.Y.Times. –Sept. 13, 1970, § 6 (Magazine). – P.32.
790. Mitchell Mark L. and J. Harold Mulherin. The Impact of Industry Shocks on Takeover and Restructuring Ability // Journal of Financial Economics. – 1996. – №41. – P.193–229.
791. Molin Johan. Optimal Deterrence and Inducement of Takeovers: An Analysis of Poison Pills and Dilution // Stockholm School of Economics. The Economic Research Institute. – 1996. – P.76.
792. Morck Randall, Andrei Shleifer and Robert W. Vishny. Management Ownership and Market Valuation // Journal of

Financial Economics. – 1988. – №20. – P.293–315.
793. Nunes K., Vogel L., Linn C. and Kostrant P. French and SEC Securities Regulation: The Search for Transparency and Openness in Decision Making // Vand. J. Transnat'l L. – 1993. – №26. – P.217, 219.
794. O. Hart, J. Moore. Property Rights and the Nature of the Firm // Journal of Political Economy. – 1990. – №90. – P.1119.
795. Orts Eric Beyond Shareholders: Interpreting Corporate Constituency Statutes // George Washington Law Review. – 1992. – №61. –P.14−135.
796. Paul Abrahams and Gillian Tett. The Circle is Broken // Financial Times. – November 9, 1999. – P.18.
797. Paul G. Mahoney. Mandatory Disclosure as a Solution to Agency Problems // U. Chi. L. Rev. – 1995. – №62. – P.1047.
798. Posner, B. Z., and Schmidt W. H. Values and the American Manager // California Management Review. – 1984. – №26(3). – P.202−216.
799. Preston L.E., and Harry J. Sapienza. Stakeholder Management and Corporate Performance // Behavioral Economics. – 1990. – №19(4). – P.98–114.
800. Radner Roy. Hierarchy: The Economics of Managing // Journal of Economic Literature. – 1992. –№30. – P.1382–1415.
801. Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silane & Andrei Shleifer. Corporate Ownership around the World // Journal of Finance. – 1999. – №54. – P.471–517.
802. Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrey Shleifer, Robert Vishny. Investor Protection and Corporate Governance // Journal of Finance. – 2001. – №35. – P.5.
803. Ralph K Winter Jr. State Law, Shareholder Protection, and the Theory of the Corporation // Journal of Legal Studies. – 1977. – №6. – P.251.
804. Randall Kroszner. Were the Good Old Days that Good? Evolution of Managerial Stock Ownership and Corporate Governance since the Great Depression // Presentation at the University of Michigan Department of Economics History Seminar. – October 8, 1996. http://www.ssrn.com
805. Reed Darryl. Stakeholder Management Theory: A Critical

Theory Perspective // Business Ethics Quarterly. – 1999. – №9(3)(July). – P.453−484.
806. Robert Brown. Order from Disorder: the Development of the Russian Securities Markets // U. Pa. JIntl Bus. L. − 1995. − №15. − P.509−519.
807. Robert Cooter & Bradley J. Freedman. The Fiduciary Relationship: Its Economic Character and Legal Consequences // NY. U.L. Rev. – 1991. – №66. – P.1045, 1054–1056.
808. Roberta Romano. Competition for Corporate Charters and the Lesson of Takeover Statutes // Fordham L. Rev. – 1993. – №61. – P.843, 856–859.
809. Roberta Romano. The Future of Hostile Takeovers: Legislation and Public Opinion // U. Cin. L. Rev. – 1988. – №57. – P.457.
810. Roberta S. Karmel. Turning Seats into Shares: Causes and Implications of Demutualization of Stock and Futures Exchanges // Hastings Law Journal. – 2002. – №53. – P.367–428.
811. Ronald Coase. The Nature of the Firm // Economica. – 1937. – №4. – P.386−405.
812. Ronald Gilson. The Globalization of Corporate Governance: Convergence of Form or Function // American Journal of Comparative Law. – 2001. – №49. – P.329–357.
813. Ronald J. Gilson & Reinier Kraakman. Delaware's Intermediate Standard for Defensive Tactics: Is there Substance to Proportionality Review? // Bus. Law. – 1989. – №44. – P.247, 256–260.
814. Ronald J. Gilson and Alan Schwartz. Sales and Elections as Methods for Transferring Corporate Control // Theoretical Inquiries in Law. – 2001. – P.783–814.
815. Ronald J. Gilson. Globalizing Corporate Governance: Convergence of Form or Function // Stanford Law & Economics. Olin Research Paper. – 2000. – No.192. – P.16.
816. Ruben D. The Existence of Social Entities // Philosophical Quarterly. – 1982. – №32. – P.295.
817. S. Grossman, O. Hart. Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration // Journal of Political Economy. – 1986. – №94. – P. 691.
818. Save Amigo Save // The Economist. – 9 December 1995. –

P.S15; A Private Affair // Latin Finance. – December 1998. – P.6.
819. Schleifer A. A Survey of Corporate Governance // Journal of Political Economics. – 1998. – №56. – P.216, 224.
820. Schmidt R.H. Kontinuität und Wandel bei der Corporate Governance in Deutschland // Zeitschrift für Betriebswirtschaftliche Forschung. – 2001. – Special Issue 47–01. – P.61–87.
821. Schneider-Lennee Ellen R. Corporate Control in Germany // Oxford Review of Economic Policy. – 1992. – №8. – P.11–23.
822. School Brief: Stocks in Trade // The Economist. – November 13, 1999. – P.85–86.
823. Seyhun H. Nejat. The Effectiveness of the Insider-Trading Sanctions // Journal of Law and Economics. – 1992. – №35(1). – P.149–182.
824. Shareholders at the Gate // Business Week. − October 2, 1997. − P.60.
825. Shivdasani A. Board Composition, Ownership Structure, and Hostile Takeovers // Journal of Accounting and Economics. – 1993. – №16. – P.93.
826. Shleifer A. and Vishny R. A Survey of Corporate Governance // Journal of Finance. – 1997. – №52. – P.737–783.
827. Shleifer A., Vishny R. Management Entrenchment: the Case of Manager-specific Investments // Journal of Financial Economics. – 1989. – №25. – P.123–140.
828. Shleifer F., Vishny R. Large Shareholders and Corporate Control // Journal of Political Economy. – 1996. – №94. –P.461–488.
829. Steadman Mark E. and Sharon H. Garrison. The Impact of Stakeholder Theory on the International Firm: A United States vs. Japanese Comparison // International Journal of Management. – 1993. – №10(3). – P.325–331.
830. Stephen Bainbridge. Redirecting State Takeover Laws at Proxy Contests // Wis. L. Rev. – 1992. – №3. – P.1071, 1073.
831. Sternberg E. The Defects of Stakeholder Theory // Corporate Governance. – 2000. – №5(1). – P.3−10.
832. Stephen Fidler. Chiles Crusader for the Cause // Financial Times. – March 14, 1997.

833. St-Pierre Josee, Jean-Marie Gagnon and Jacques Saint-Pierre. Concentration of Voting Rights and Board Resistance to Takeover Bids // Journal of Corporate Finance. – 1996. – №3. – P.45–73.
834. Stulz Rene. Managerial Control of Voting Rights // Journal of Financial Economics. – 1988. – №20. – P.25–54.
835. Swartz L. Mick. The Massachusetts Classified Board Law // Journal of Law, Economics, and Finance. – 1998. – №4(1). – P.22, 29.
836. Sykes A. Proposals for Internationally Competitive Corporate Governance in Britain and America // Corporate Governance. – 1994. – №2(4). – P.187−195.
837. Thelen Kathleen. Timing and Temporality in the Analysis of Institutional Evolution and Change // Studies in American Development. – 2000. – №14 (Spring). – P.102–109.
838. Thomas R. Hurst & Larry J. McGuinness. The Corporation, the Bondholder and Fiduciary Duties // J.L.&Com. – 1991. – №10. – P.187, 205.
839. Thomsen Steen. Foundation Ownership and Economic Performance // Corporate Governance. – 1996. – №4. – P.212–221.
840. Tirole Jean. Corporate Governance // Econometrica. – 2001. – Vol. 69(1). – P.1–35.
841. Upchurch Randall S. A Conceptual Foundation for Ethical Decision Making: A Stakeholder Perspective in the Lodging Industry (U.S.A.) // Journal of Business Ethics. – 1998. – №17(12) (Sept.). – P.1349–1361.
842. Warner J., Watts R. and Wruck K.H. Stock Prices and Top Management Changes // Journal of Financial Economics. – 1988. – №20. – 461–492.
843. Warren P. Global Harmonization of Securities Laws – the Achievements of the European Communities // Harv. Int'l. L.J. – 1990. – P.185.
844. William T. Allen. Contracts and Communities in Corporation Law // Wash. & Lee L. Rev. – 1993. – №50. – P.1395, 1400.
845. William T. Allen. Securities Markets as Social Products: The Pretty Efficient Capital Market Hypothesis // J. Corp. L. – 2003. –

№28. – P.551.
846. William W. Bratton Jr. The New Economic Theory of the Firm: Perspectives from History // Stan. L. Rev. – 1989. – №41. – P.1471.
847. William White. Taming the Market: The Russian Securities Law and the Protection of Shareholder Rights // Colum. J. Intl L. − 1998. − №37. − P.125−141.
848. Williamson Oliver E. Managerial Discretion and Business Behavior // American Economic Review. – 1963. – №53. – P.1032–1057.
849. Williamson Oliver E. The Modern Corporation: Origins, Evolution, Attributes // Journal of Economic Literature. – 1981. – №19. – P.1537–1568.
850. Williamson Oliver E. Transaction Cost Economics: The Governance of Contractual Relations // Journal of Law and Economics. – 1979. – №22. – P.233–261.
851. Wingerson M.R., Dorn C.H. Institutional Investors in the U.S. and the Repeal of Poison Pills: A Practitioner's Perspective // Institutional Investors and Corporate Governance. – 1994. – P.211.
852. Winter R. State Law, Shareholder Protection and the Theory of the Corporation // Journal of Legal Studies. – 1977. – №6. – P.251–292.
853. Wolk G. Corporate Governance Reform in Russia: The Effect of the Russia Company Law // Pac.Rim Law and Policy. − 1999. − №8. − P.219.

ДИССЕРТАЦИЯ ВА АВТОРЕФЕРАТЛАР

854. Ал-Марашдех Маджет Ахмед Халар. Хозяйственное товарищество по законодательству Иордании: Автореф. дис…канд.юр.наук. – Т., 1999.
855. Степанов П.В. Корпоративные отношения в коммерческих организациях как составная часть предмета гражданского права: Автореф. дис…канд.юр.наук. – М., 1999.

ИНТЕРНЕТ САҲИФАЛАРИ

856. http://euro.m&a.eu.net
857. http://www.abd.com
858. http://www.arbitr.ru
859. http://www.atm.uz
860. http://www.balfort.com
861. http://www.bloomberg.com
862. http://www.bmj.de
863. http://www.business.baylor.edu
864. http://www.canada.justice.gc.ca
865. http://www.ccbn.com
866. http://www.computerra.ru/offline
867. http://www.corp-gov.org
868. http://www.dgap.de
869. http://www.e-analytics.com
870. http://www.ebrd.com
871. http://www.europa.eu
872. http://www.fcsm.ru
873. http://www.fedcom.ru
874. http://www.flexa.ru/law/zak/zak021-07.shtml
875. http://www.ft.com
876. http://www.gbn.org
877. http://www.iacis.ru
878. http://www.ice.ru
879. http://www.iet.ru
880. http://www.imf.com
881. http://www.iosco.org

882. http://www.ismm.ru
883. http://www.itbc.ru
884. http://www.law.harvard.edu
885. http://www.law.uk.edu
886. http://www.leginfo.ca.gov
887. http://www.legislature.ru
888. http://www.lin.ru/emitent.nsf
889. http://www.londonstockexchange.com
890. http://www.mediatext.ru/docs/5863?print
891. http://www.mergers-and-aquisitions.de
892. http://www.mer-icq.narod.ru
893. http://www.mmcfo.ru
894. http://www.moodys.com
895. http://www.nsdr.com
896. http://www.nyse.com
897. http://www.oecd.org
898. http://www.opec.ru
899. http://www.press-servise.uz
900. http://www.randomwalk.com
901. http://www.rcb.ru
902. http://www.review.uz
903. http://www.ricd.ru
904. http://www.rodina-law.ru
905. http://www.sec.gov
906. http://www.segaintersettle.com
907. http://www.shares.com
908. http://www.smeal.psu.edu
909. http://www.ssrn.com
910. http://www.standartpoor.com
911. http://www.stockpoint.com
912. http://www.stormarket.com
913. http://www.thecorporatelibrary.com
914. http://www.tradescape.com
915. http://www.uzse.com
916. http://www.uzsecurities.com
917. http://www.vestnikao.ru
918. http://www.wbrd.com

МУНДАРИЖА

КИРИШ ..... **Ошибка! Закладка не определена.**

I БОБ. КОРПОРАЦИЯЛАР ВА КОРПОРАТИВ ҲУҚУҚИЙ МУНОСАБАТЛАР ТУШУНЧАЛАРИНИНГ НАЗАРИЙ ЖИҲАТЛАРИ..... **Ошибка! Закладка не определена.**

1.1. Ҳуқуқ ва иқтисод фанида "корпорация" тушунчасининг шаклланиши**Ошибка! Закладка не определена.**

1.2. Корпорацияларда акциядорларнинг ҳуқуқий мақомига оид назарий концепциялар (моделлар) 24

1.3. Корпоратив бошқарув моделлари ва Ўзбекистонда уни ривожлантириш йўналишлари 43

II БОБ. КОРПОРАТИВ МУНОСАБАТЛАРНИНГ ЎЗИГА ХОС ХУСУСИЯТЛАРИ: МАЖБУРИЯТ ҲУҚУҚИ ВА МАНФААТЛАР ТЎҚНАШУВИОшибка! Закладка не определена.

2.1. Цивилистикада акциядорлик жамияти ва акциядорлар ўртасидаги ҳуқуқий муносабатларнинг изоҳи.....79

2.2. Корпоратив муносабатларнинг ҳуқуқий моҳияти.....96

2.3. Агентлик муаммоси 113

III БОБ. КОРПОРАТИВ БОШҚАРИШ ҲУҚУҚИЙ АСОСЛАРИНИНГ ШАКЛЛАНИШИОшибка! Закладка не определена.

3.1. Корпоратив ҳуқуқ шаклланиши ва акциядорлар ҳуқуқларини ҳимоя қилишнинг объектив омиллари: хорижий мамлакатлар тажрибаси 134

3.2. Ўзбекистонда корпоратив қонунчиликнинг шаклланиши: замонавий ҳолат ва муаммолар.....156

3.3. Ўзбекистонда акциядорларнинг ҳуқуқлари: ҳуқуқий тартибга солиш ва ҳимоя қилиш.....171

IV БОБ. КОРПОРАТИВ ҲУҚУҚИЙ МУНОСАБАТЛАР ТИЗИМИДА АХБОРОТНИ ОШКОР ЭТИШ ВА ИНСАЙДЕРЛИК БИТИМЛАРИОшибка! Закладка не определена.

4.1. Ахборотни ошкор этиш – акциядорлар мулк ҳуқуқини ҳимоя қилишнинг муҳим усулларидан бири.....196

4.2. Ахборотни ошкор этишни таъминлашнинг ҳуқуқий механизмлари.....214
4.3. Инсайдерлик битимлари акциядорларнинг мулкий манфаатларини бузиш усули сифатида 227

V БОБ. АКЦИЯДОРЛИК ЖАМИЯТЛАРИНИ ҚАЙТА ТАШКИЛ ЭТИШНИНГ ҲУҚУҚИЙ МЕЪЁРЛАРИ ВА УЛАРНИ АМАЛДА ҚЎЛЛАШ Ошибка! Закладка не определена.

5.1. Корпорация устидан назоратни қўлга киритишнинг ҳуқуқий табиати (дўстона ва дўстона бўлмаган цўшиб олиш) 245
5.2. Корпоратив қўшиб олиш жараёнларини ҳуқуқий тартибга солиш: хорижий мамлакатлар тажрибаси.....273
5.3. Акциядорлик жамиятларини қайта ташкил этиш жараёнларини ҳуқуқий тартибга солиш муаммолари ...300

ХУЛОСА..... **Ошибка! Закладка не определена.**

ФОЙДАЛАНИЛГАН АДАБИЁТЛАР РЎЙХАТИ.....344

ИЛОВАЛАР ..... **Ошибка! Закладка не определена.**

С.С. Ғуломов

Корпоратив бошқаришнинг ҳуқуқий муаммолари: назария ва амалиёт

Муҳаррир – **Б.И.Кнопов**

Техник муҳаррир – **Ж.Ж.Ходжимухаммедов**

Компьютерда саҳифаловчи – **Ф.Нурлибоев**

Таржимон – **О.С.Нарзиев**

Босишга рухсат этилди: **22.12.2004 й**. Ҳажми: **16.9** б.т.
Адади: **1000** нусха Буюртма: №_____.
Нархи шартнома асосида.

Тошкент Давлат юридик институти босмахонасида чоп этилди.
Тошкент, Сайилгох 35, ТДЮИ, 700047