



SHAREHOLDING RELATIONS AND BALANCE OF INTERESTS IN STATE-OWNED ENTERPRISES

Gulom Husainov

Senior researcher Center for Research on
Privatization and State Assets
Management Problems Tashkent, Uzbekistan
<https://doi.org/10.5281/zenodo.18780226>

ARTICLE INFO

Received: 19th February 2026
Accepted: 25th February 2026
Online: 26th February 2026

KEYWORDS

State-owned enterprises,
corporate governance,
minority shareholders, conflict
of interests, corporate control.

ABSTRACT

The article analyzes the effectiveness of corporate governance and the protection of minority shareholders' rights in state-owned enterprises. Conflict of interests, independent supervisory boards, and corporate information transparency are examined as mechanisms influencing the performance of state-owned enterprises. Additionally, based on international experience, directions for strengthening minority shareholder participation are proposed.

DAVLAT ISHTIROKIDAGI KORXONALARDA AKSIYADORLIK MUNOSABATLARI VA MANFAATLAR MUVOZANATI

Xusainov G'ulom Luqmonovich

Xususiylashtirish va davlat aktivlarini boshqarish muammolarini tadqiq etish Markazi
katta ilmiy xodimi

<https://doi.org/10.5281/zenodo.18780226>

ARTICLE INFO

Received: 19th February 2026
Accepted: 25th February 2026
Online: 26th February 2026

KEYWORDS

Davlat ishtirokidagi
korxonalar, korporativ
boshqaruv, minoritar
aksiyadorlar, manfaatlar
to'qnashuvi, korporativ
nazorat.

ABSTRACT

Maqolada davlat ishtirokidagi korxonalarda korporativ boshqaruv samaradorligi va minoritar aksiyadorlar huquqlarini himoya qilish tahlil qilingan. Manfaatlarga to'qnashuvi, mustaqil kuzatuv kengashi va korporativ axborot oshkoraligi davlat korxonalarida faoliyatiga ta'sir ko'rsatish mexanizmlari sifatida ko'rib chiqilgan. Shuningdek, xalqaro tajriba asosida minoritar aksiyadorlar ishtirokini mustahkamlash yo'nalishlari taklif etiladi.

Kirish.

Kapital harakatining erkinlashuvi va moliya bozorlarining chuqurlashuvi sharoitida davlat ishtirokidagi korxonalar (DIK) iqtisodiyotning strategik va tizimli ahamiyatga ega bo'lgan segmenti sifatida alohida o'rin

tutadi. Energetika, transport, neft-gaz, metallurgiya, moliya va telekommunikatsiya kabi tarmoqlarda davlat ulushiga ega yirik kompaniyalar milliy iqtisodiy xavfsizlikni ta'minlash, infratuzilmaviy barqarorlikni saqlash hamda ijtimoiy vazifalarni amalga



oshirishda hal qiluvchi rol o'ynaydi. Biroq ushbu korxonalarining bozor muhitida samarali faoliyat yuritishi korporativ boshqaruv tizimining qay darajada shakllangani va institutsional jihatdan mustahkamligiga bevosita bog'liq.

Zamonaviy iqtisodiy nazariyada korporativ boshqaruv faqat aksiyadorlar va menejment o'rtasidagi munosabatlarni tartibga solish mexanizmi sifatida emas, balki kompaniya qiymatini oshirish, investitsiya jozibadorligini ta'minlash va manfaatdor tomonlar o'rtasida muvozanatni saqlash instituti sifatida qaraladi. Xalqaro amaliyotda, jumladan, IHTT (OECD) tomonidan ishlab chiqilgan davlat ishtirokidagi korxonalar uchun korporativ boshqaruv tamoyillari davlatning mulkdor sifatidagi roli aniq, shaffof va professional bo'lishi kerakligini ta'kidlaydi. Ayni paytda davlat siyosiy maqsadlar bilan tijorat manfaatlarini aralashtirmasligi, barcha aksiyadorlarga teng munosabatni ta'minlashi va kuzatuv kengashlari mustaqil faoliyat yuritishi lozim.

Amaliyot shuni ko'rsatadiki, davlat ishtirokidagi korxonalarda manfaatlar to'qnashuvi xavfi xususiy sektorga nisbatan yuqoriroq bo'ladi. Bu, avvalo, davlatning bir vaqtning o'zida mulkdor, regulyator va ba'zan siyosiy qaror qabul qiluvchi sifatida ishtirok etishi bilan izohlanadi. Natijada "ikkilamchi agentlik muammosi" yuzaga keladi: bir tomondan - davlat va menejment o'rtasida, ikkinchi tomondan esa - nazorat paketiga ega davlat va minoritar aksiyadorlar o'rtasida manfaatlar qarama-qarshiligi shakllanadi. Bu holat korporativ qarorlar qabul qilish jarayonida shaffoflikning

pasayishiga, resurslar samarasiz taqsimlanishiga va kompaniya qiymatining kamayishiga olib kelishi mumkin.

Ayniqsa, minoritar aksiyadorlar huquqlarini himoya qilish masalasi dolzarb ahamiyat kasb etadi. Axborot assimetriyasi, affillangan bitimlar, dividend siyosatining noaniqligi va sud himoyasi mexanizmlarining zaifligi investitsiya muhitiga salbiy ta'sir ko'rsatadi. Bu esa kapital bozorlari rivojlanishi, xususiy investitsiyalar jalb qilinishi va davlat aktivlarini samarali boshqarish jarayoniga to'sqinlik qiladi.

O'zbekiston sharoitida so'nggi yillarda davlat aktivlarini transformatsiya qilish, korporativ boshqaruv standartlarini joriy etish va bozor tamoyillarini kuchaytirishga qaratilgan islohotlar amalga oshirilmoqda. Biroq davlat ishtirokidagi korxonalarda manfaatlar to'qnashuvini institutsional jihatdan cheklash va minoritar aksiyadorlar huquqlarini samarali himoya qilish masalasi dolzarb bo'lib qolmoqda.

Adabiyotlar sharhi

Guo va boshqalar (Guo et al., 2023) tomonidan e'lon qilingan tadqiqot Xitoyning davlat korxonalarida minoritar aksiyadorlarning korporativ boshqaruvdagi roli va ularning top-menejment moliyaviy faoliyatiga ta'sirini o'rganadi [1]. Tadqiqotga ko'ra, minoritar aksiyadorlarning faol ishtiroki axborot assimetriasini kamaytirish, rahbariyat tomonidan foydani manipulyatsiya qilish holatlarini cheklash va hisob-kitoblar hamda real operatsiyalar orqali qo'llanilayotgan manipulyatsiyalarni samarali nazorat qilishda muhim ahamiyatga ega. Shu



bilan birga, ularning ta'siri kompaniyaning mulkchilik tuzilmasiga bog'liq: davlat ulushi nisbatan kam bo'lgan korxonalarda minoritarlar ta'siri yuqori, davlat nazorati yuqori bo'lgan korxonalarda esa zaifroq bo'ladi. Dividend siyosati ham nazorat samaradorligiga ta'sir qiladi: dividend to'lamaydigan kompaniyalarda minoritar aksiyadorlar nazorati muhimroq ahamiyat kasb etadi, dividend rejasi mavjud kompaniyalarda esa bu rol qisman boshqa mexanizmlar orqali qoplanishi mumkin.

Fan (2022) Xitoydagi davlat va xususiy korxonalar misolida nazoratchi va minoritar aksiyadorlar o'rtasidagi manfaatlar to'qnashuvini, jumladan "tunnellash-tirish" va foyda manipulyatsiyasi xavflarini tahlil qiladi [2]. Tadqiqot korporativ oshkoralikni oshirish va minoritar aksiyadorlar ishtirokini kengaytirish orqali ushbu ikkinchi turdagi agentlik muammolarini muvozanatlashni tavsiya etadi.

Korporativ boshqaruvning institutsional jihatlarini tadqiq etgan A. Radygin va Yu. Simachev o'z ishlarida majoritar aksiyador sifatida davlatning o'ziga xos rolini alohida tahlil qiladilar [3]. Mualliflarning fikricha, nazoratning yuqori darajada konsentratsiyalashuvi, ayniqsa davlat ishtirokidagi kompaniyalarda, majoritar aksiyadorning tijoriy samaradorlikdan ko'ra ko'proq siyosiy va ijtimoiy maqsadlarni ustun qo'yishiga olib keladi. Bu esa kompaniyaning bozor qiymatiga salbiy ta'sir ko'rsatib, minoritar aksiyadorlar manfaatlarining ikkinchi planga tushib qolishiga va korporativ qarorlar jarayonida manfaatlar

to'qnashuvining kuchayishiga zamin yaratadi.

Shu bilan birga, T. Dolgopyatova va I. Ivashkovskaya kabi tadqiqotchilar mulkdorlik konsentratsiyasining ijobiy va salbiy tomonlarini qiyoslab, majoritar nazorat menejerlar ustidan kuchli monitoringni ta'minlashini, ammo shu bilan birga korporativ shaffoflikni cheklashini asoslab berishgan [4]. E. Bogacheva esa majoritar va minoritar aksiyadorlar o'rtasidagi nizolarni korporativ boshqaruvning tizimli dissonansi sifatida talqin qilib, kichik investorlarni himoya qilishning huquqiy mexanizmlarini takomillashtirish zarurligini qayd etadi [5].

Tadqiqot usuli.

Tadqiqotda davlat ishtirokidagi korxonalarda korporativ boshqaruv va manfaatlar to'qnashuvini tahlil qilishda huquqiy-iqtisodiy tahlil, institutsional va solishtirma tadqiqot usullari qo'llanildi. Milliy qonunchilik, normativ hujjatlar va xalqaro standartlar (IHTT tavsiyalari) tahlil qilindi. Shuningdek, O'zbekiston va xalqaro tajriba misollari - Xitoy, Norvegiya va Singapur davlat korxonalarida korporativ boshqaruv tizimlari solishtirildi. Ilmiy adabiyotlar tahlili korporativ nazorat, manfaatlar to'qnashuvi va minoritar aksiyadorlar huquqlarini himoya qilish mexanizmlarini aniqlashga xizmat qildi. Bu usullar orqali DIKlardagi korporativ boshqaruv tizimining institutsional xususiyatlari va investitsiya muhitiga ta'siri ko'rsatildi.

1. Davlat ishtirokidagi korxonalarda manfaatlar to'qnashuvi

Davlat ishtirokidagi korxonalarda manfaatlar to'qnashuvi korporativ boshqaruv samaradorligiga bevosita



ta'sir ko'rsatuvchi asosiy institutsional muammolardan hisoblanadi. Ushbu to'qnashuv, avvalo, davlatning ko'p rolli tabiati - mulkdor, regulyator va siyosiy institut sifatida ishtirok etishi bilan bog'liq.

1.1. Siyosiy va tijorat maqsadlari qarama-qarshiligi.

Davlat ishtirokidagi korxonalar faqat foyda olish maqsadida emas, balki ijtimoiy barqarorlikni ta'minlash, inflyatsiyani jilovlash, aholi bandligini saqlash kabi vazifalarni ham bajaradi. Masalan, tariflarni sun'iy ravishda past darajada ushlab turish qisqa muddatda ijtimoiy samara berishi mumkin, ammo uzoq muddatda investitsiya imkoniyatlarini cheklaydi va kompaniya moliyaviy barqarorligini zaiflashtiradi.

Bu holatda davlat budjet yoki siyosiy manfaatlarni ustuvor qo'yishi minoritar aksiyadorlar daromadligini pasaytiradi. Natijada kompaniya qiymati kamayadi va kapital bozorida ishonch susayadi.

1.2. Affillangan operatsiyalar va resurslarni qayta taqsimlash.

Nazorat paketi davlat qo'lida bo'lgan sharoitda affillangan tuzilmalar bilan bitimlar tuzish xavfi ortadi. Bunday operatsiyalar quyidagi shakllarda namoyon bo'lishi mumkin:

- bozor narxidan past aktivlarni sotish;
- tendersiz shartnomalar;
- transfert narxlash orqali foydani boshqa subyektlarga o'tkazish.

Bu jarayon minoritar aksiyadorlar ulushining qadrsizlanishiga olib keladi. Agar kuzatuv kengashi mustaqil bo'lmasa yoki ichki audit tizimi samarali ishlamasa, ushbu xavf yanada kuchayadi.

1.3. Dividend siyosatidagi institutsional noaniqlik.

Davlat ishtirokidagi korxonalarda dividend siyosati ko'pincha budjet ehtiyojlariga bog'liq bo'ladi. Ayrim yillarda davlat budjet daromadlarini oshirish maqsadida yuqori dividend stavkalari belgilanadi, boshqa yillarda esa investitsiya dasturlari sababli dividendlar kamaytiriladi.

Barqaror va oldindan prognoz qilinadigan dividend siyosati mavjud bo'lmagan sharoitda investorlar xavfni yuqori baholaydi. Bu esa aksiyalar qiymatiga salbiy ta'sir ko'rsatadi.

1.4. Kuzatuv kengashining mustaqil emasligi.

Korporativ boshqaruv samaradorligi ko'p jihatdan kuzatuv kengashining mustaqilligiga bog'liq. Agar kengash a'zolari davlat organlari vakillaridan iborat bo'lsa, ular kompaniya emas, balki o'z idorasi manfaatlarini himoya qilishi mumkin. Bu holat strategik qarorlarning korporativ mantiq emas, ma'muriy yondashuv asosida qabul qilinishiga olib keladi.

2. Minoritar aksiyadorlar huquqlari va ularni himoya qilish mexanizmlari.

Davlat ishtirokidagi korxonalarda minoritar aksiyadorlar huquqlarini himoya qilish korporativ boshqaruv tizimining muhim ko'rsatkichidir. Agar ushbu huquqlar amalda ta'minlanmasa, investitsiya muhiti zaiflashadi va kapital jalb qilish imkoniyatlari cheklanadi.

Davlat ishtirokidagi korxonalarda quyidagi institutsional omillar minoritar aksiyadorlar huquqlarini cheklashi mumkin:

- nazorat paketining davlat qo'lida markazlashganligi;
- affillangan shaxslar ishtirokidagi bitimlar;



- kuzatuv kengashining mustaqil emasligi;

axborot oshkoraligining pastligi.

3. Minoritalarni himoya qiluvchi mexanizmlar.

Minoritar aksiyadorlar manfaatlarini himoya qilishda quyidagi mexanizmlar muhim ahamiyatga ega:

Kumulyativ ovoz berish - kuzatuv kengashiga minoritar vakil kiritish imkonini beradi;

Majburiy oferta (mandatory tender offer)-nazorat paketi o'zgarganda minoritar aksiyadorlarga aksiyalarini adolatli narxda sotish imkonini ta'minlaydi;

Affillangan bitimlarni mustaqil tasdiqlash-manfaatdor shaxslar ishtirokidagi operatsiyalarni cheklaydi;

Korporativ nizolar bo'yicha ixtisoslashgan sudlar-huquqiy himoyani tez va samarali ta'minlaydi.

Xalqaro tajriba, jumladan Norvegiya amaliyoti, davlat ishtirokidagi korxonalarda teng munosabat va shaffoflikni ta'minlash investitsiya muhitini mustahkamlashda hal qiluvchi omil ekanligini ko'rsatadi.

O'zbekistonda amaldagi holat va institutsional muammolar tahlili.

O'zbekistonda davlat ishtirokidagi korxonalar (DIK) iqtisodiyotning strategik tarmoqlarida faoliyat yuritadi va ularda korporativ boshqaruv tizimini takomillashtirish masalasi so'nggi yillarda dolzarb ahamiyat kasb etmoqda.

O'zbekistonda davlat ulushiga ega kompaniyalar ustidan mulkdorlik funksiyasi asosan Davlat aktivlarini boshqarish agentligi tomonidan amalga oshiriladi. Agentlik quyidagi vazifalarni bajaradi:

- davlat aktivlarini rivojlantirish va transformatsiya qilish;

- korporativ boshqaruvni mustahkamlash va standartlar joriy etish;

- dividend siyosatini nazorat qilish va investitsiya dasturlarini muvofiqlashtirish.

Ko'p hollarda davlat ishtirokidagi korxonalar kuzatuv kengashi a'zolari davlat organlari vakillaridan iborat bo'ladi. Natijada:

- korporativ qarorlar siyosiy yoki ma'muriy mantiq asosida qabul qilinishi;

- minoritar aksiyadorlar ta'siri cheklanishi;

- mustaqil auditorlik va qo'mita faoliyati pasayishi mumkin.

Shu bois kuzatuv kengashini mustaqil direktorlar bilan to'ldirish va ularning samarali faoliyati uchun ichki qoidalarni takomillashtirish zarur.

Davlat ishtirokidagi korxonalarda dividend siyosati ko'pincha davlat budjeti va investitsiya dasturlariga bog'liq bo'ladi. Bu holat minoritar aksiyadorlar uchun noaniqlikni keltirib chiqaradi va kompaniya qiymatiga salbiy ta'sir ko'rsatadi. Moliyaviy hisobotlar va strategik qarorlar haqida ma'lumotlar o'z vaqtida va to'liq taqdim etilmasligi korporativ nazoratni zaiflashtiradi.

Minoritar aksiyadorlar uchun teng axborot sharoitini yaratish - investitsiya muhitini barqarorlashtirishning asosiy sharti hisoblanadi.

O'zbekistonda davlat ishtirokidagi korxonalarda korporativ boshqaruv tizimi so'nggi yillarda islohotlar orqali takomillashtirilmoqda. Biroq quyidagi institutsional muammolar saqlanib qolmoqda:



- kuzatuv kengashi mustaqilligi cheklangan;
- balanslashmagan dividend siyosati;
- sud himoyasi va korporativ nizolar tizimi yetarli samarali emas;
- affillangan bitimlar va manfaatlar to'qnashuvi xavfi mavjud.

Shu bois korporativ boshqaruvni takomillashtirish, minoritar aksiyadorlar huquqlarini himoya qilish va institutsional nazorat mexanizmlarini kuchaytirish O'zbekistonda davlat ishtirokidagi korxonalar samaradorligini oshirishning asosiy yo'nalishi hisoblanadi.

Xulosa.

Davlat ishtirokidagi korxonalarda korporativ boshqaruv tizimini takomillashtirish va minoritar aksiyadorlar huquqlarini samarali himoya qilish uchun quyidagi yo'nalishlar ustuvor sanaladi:

Mustaqil kuzatuv kengashi va direktorlar institutini rivojlantirish;

Kengashda mustaqil direktorlar ulushi 30–50% dan kam bo'lmasligi tavsiya etiladi;

Kumulyativ ovoz berish tizimi orqali minoritarlar kengashda o'z vakiliga ega bo'lishi;

Muhim korporativ qarorlarni qabul qilishda mustaqil direktorlarning ishtiroki va ularning veto huquqi kompaniya boshqaruvida "tiyib turish va

muvozanat" mexanizmining asosiy elementi hisoblanadi.

Ushbu institut boshqaruv samaradorligini oshirish va kompaniyaning investorlar hamda jamoatchilik oldidagi ishonchini mustahkamlashga xizmat qiladi. Mustaqil direktorlar qarorlarni ijroiya organi yoki yirik aksiyadorlar ta'siridan xoli ravishda, xolis va strategik jihatdan asoslangan holda baholaydi.

Ular ayniqsa manfaatlar to'qnashuvi ehtimoli yuqori bo'lgan vaziyatlarda - yirik bitimlar, affillangan shaxslar bilan shartnomalar yoki dividend siyosatida nazoratni amalga oshiradi. Veto huquqi esa ularga muhim qarorlarni bloklash orqali menejmentni mas'uliyatli bo'lishga majbur qiladi.

Xulosa qilib aytganda, mustaqil direktorlar nazorati va veto huquqi korporativ boshqaruvda adolat, shaffoflik va investitsion jozibadorlikni ta'minlaydi.

Davlat ishtirokidagi korxonalarda manfaatlar to'qnashuvi institutsional tabiatga ega bo'lib, uni bartaraf etish uchun faqat ma'muriy choralar emas, balki tizimli korporativ mexanizmlar talab etiladi. Minoritar aksiyadorlar huquqlarini samarali himoya qilish korporativ boshqaruv sifati, investitsiya jozibadorligi va kompaniya qiymatining asosiy kafolatidir.

References:

1. Guo, C., Gao, M., & Li, J. (2023). Research on the Role of Minority Shareholders in State-Owned Enterprises Based on Big Data. *Sustainability*, 15(3), 2355.
2. Cheng H, Wang J and Xing M (2022) How does independent director affect tunneling? Evidence from social networks. *Frontiers in Psychology*.



3. Организация экономического сотрудничества и развития (ОЭСР). (2015). Рекомендации ОЭСР по корпоративному управлению государственными предприятиями. Париж: Издательство ОЭСР.
4. А. Радыгин, Ю. Симачев, Р. Энтов - Государство и разгосударствление: риски и ограничения «новой приватизационной политики» // Вопросы экономики, № 9, 2011.
5. Долгопятова Т. Г. Концентрация собственности и корпоративное управление в российских компаниях // Мировая экономика и международные отношения. - 2007. № 1. С. 39-51.
6. Ивашковская И. В., Степанова А. Н. Структура собственности и стратегическая эффективность компаний: мониторинг или экспроприация? // Вестник Санкт-Петербургского университета. Менеджмент. - 2011. № 2. С. 3–32.
7. Богачева Е. В. Конфликты интересов мажоритарных и миноритарных акционеров в системе корпоративного управления // Вестник Волгоградского государственного университета. Серия 3: Экономика. Экология. - 2011. № 2. С. 176–181.