



AKTUAR MOLIYA VA BUXGALTERIYA HISOBI ILMIY JURNALI

Vol. 6 Issue 10 | pp. 80-90 | ISSN: 2181-1865

Available online <https://finance.tsue.uz/index.php/afa>

DAVLAT ULUSHI MAVJUD TRANSPORT KORXONALARIDA KORPORATIV BOSHQARUVNING MOLİYAVIY BARQARORLIKKA TA'SIR ETUVCHI OMILLARI



Raxmatov Ziyodullo Nosirovich

Toshkent davlat transport universiteti,
"Korporativ boshqaruv" kafedrası mudiri

Annotatsiya. Maqolada davlat ulushi mavjud transport korxonalarida korporativ boshqaruv sifati va moliyaviy barqarorlik o'rtasidagi bog'liqlik o'rganildi. Nazariy asos sifatida bankrotlikni bashorat qilish modellari, boshqaruv indeksleri va kapital tuzilmasi nazariyasi umumlashtirilgan. "Uzbekistan Airways" AJning 2023-2024-yillarga oid MHXS bo'yicha konsolidatsiyalangan hisobotlari asosida kapital koeffitsiyenti, likvidlik, qarz yuklamasi va Altmanning rivojlanayotgan bozorlar uchun Z"-modeli hisoblandi. Tahlil daromadlilik va xususiy kapital tez sur'atda mustahkamlanganini, jamg'arilgan zarar qisqarganini, aylanma kapital esa boshqaruv e'tiborini talab etuvchi asosiy bo'g'in ekanini ko'rsatdi. Integral Z"-ko'rsatkichning 0,91 dan 0,47 ga pasayishi deyarli to'liq aylanma kapital omili hisobiga yuz bergani aniqlandi. Muallif institutsional omillar boshqaruv amaliyotlari orqali moliyaviy barqarorlikka ta'sir etishini tavsiflovchi uch pog'onali omillar piramidasini taklif qildi. Kuzatuv kengashida moliyaviy barqarorlik qo'mitasini tashkil etish, aylanma kapital me'yorlarini korxona strategiyasiga kiritish va davlat oldidagi hisob-kitoblarni shartnomaviy asosga o'tkazish bo'yicha takliflar asoslandi.

Kalit so'zlar: korporativ boshqaruv, davlat ishtirokidagi korxona, transport korxonasi, moliyaviy barqarorlik, Altman Z"-modeli, kapital tuzilmasi, kuzatuv kengashi, MHXS.

Аннотация. В статье исследована взаимосвязь качества корпоративного управления и финансовой устойчивости транспортных предприятий с государственным участием. В качестве теоретической основы обобщены модели прогнозирования банкротства, индексы корпоративного управления и теории структуры капитала. На основе консолидированной отчетности АО «Uzbekistan Airways» по МСФО за 2023-2024 годы рассчитаны коэффициент автономии, показатели ликвидности и долговой нагрузки, а также Z"-модель Алтмана для развивающихся рынков. Анализ показал быстрое укрепление рентабельности и собственного капитала, сокращение накопленного убытка, а также выявил оборотный капитал как ключевое звено, требующее внимания органов управления. Установлено, что снижение интегрального Z"-показателя с 0,91 до 0,47 почти полностью обусловлено фактором оборотного капитала. Автор предложил трехуровневую пирамиду факторов, описывающую влияние институциональных факторов на финансовую устойчивость через практики управления. Обоснованы предложения по созданию комитета наблюдательного совета по финансовой устойчивости, включению нормативов оборотного капитала в стратегию предприятия и переводу расчетов с государством на договорную основу.

Ключевые слова: корпоративное управление, предприятие с государственным участием, транспортное предприятие, финансовая устойчивость, Z"-модель Альтмана, структура капитала, наблюдательный совет, МСФО.

Abstract. The article examined the relationship between corporate governance quality and the financial stability of state-participation transport enterprises. Bankruptcy prediction models, governance indices and capital structure theories formed the theoretical basis. Using the IFRS consolidated statements of Uzbekistan Airways JSC for 2023-2024, the author calculated the equity ratio, liquidity and leverage indicators and the Altman Z"-score for emerging markets. The analysis showed stronger profitability and equity and a smaller accumulated loss, and it identified working capital as the key link requiring the attention of governing bodies. The decline of the integral Z"-score from 0.91 to 0.47 was found to be almost entirely due to the working capital factor. A three-tier pyramid was proposed showing how institutional factors influenced financial stability through governance practices. Proposals were substantiated on a supervisory board financial stability committee, working capital norms in corporate strategy and contractual settlements with the state.

Keywords: corporate governance, state-owned enterprise, transport enterprise, financial stability, Altman Z"-score, capital structure, supervisory board, IFRS.

KIRISH

Korporatsiyaning moliyaviy barqarorligi iqtisodiy nazariyada korxonaning tashqi va ichki zarbalarga qaramay o'z majburiyatlarini muddatida bajarish, faoliyat ko'lamini saqlash va kapitalini qayta tiklash qobiliyati sifatida talqin etiladi. Ushbu qobiliyat faqat bozor konyunkturasiga emas, balki qarorlar qabul qilish tizimining sifatiga ham bog'liq ekanligi korporativ boshqaruv nazariyasining markaziy g'oyalaridan biridir. Kapital tuzilmasi bo'yicha klassik izlanishlarda S. Mayers moliyalashtirish manbalarini tanlashda axborot assimetriyasi hal qiluvchi rol o'ynashini ko'rsatib, korxonalar avvalo ichki jamg'armalarga, so'ngra qarz mablag'lariga va eng oxirida yangi aksiyalar emissiyasiga murojaat qilishini asoslagan [12]. Bu iyerarxiya moliyaviy barqarorlikni boshqaruvchilar tomonidan tanlanadigan moliyalashtirish strategiyasining natijasi sifatida ko'rishga imkon beradi va boshqaruv sifati bilan kapital tuzilmasi o'rtasida bevosita ko'prik o'rnatadi.

Davlat ulushi mavjud korxonalarda bu ko'prik yana bir qatlam bilan murakkablashadi. A. Shleyfer va R. Vishni siyosiy maqsadlar va tijorat samaradorligi o'rtasidagi muvozanat davlat korxonalarda resurslarni taqsimlashni o'zgartirishini nazariy jihatdan ko'rsatgan [14]. Y. Kornai tomonidan ilgari surilgan "yumshoq byudjet cheklovi" konsepsiyasi esa davlat qo'llab-quvvatlashi kutilgan sharoitda korxona rahbariyatining moliyaviy intizomga munosabati qanday o'zgarishini izohlaydi [10]. Ikkala yondashuvdan kelib chiqadigan muhim xulosa shundan iboratki, davlat ishtirokidagi korxonalarda moliyaviy barqarorlik kafolati tashqi qo'llab-quvvatlashda emas, balki aniq vakolatlar, shaffof hisobot va javobgarlikka asoslangan ichki boshqaruv mexanizmlarida mujassamlashadi.

Transport korxonalari ushbu muammoni o'rganish uchun alohida qulay obyektidir. Ular kapital sig'imi yuqori aktivlar, uzoq muddatli ijara va kredit majburiyatlari, valyuta tebranishlariga sezgir xarajatlar tuzilmasi bilan ajralib turadi hamda milliy logistika va aviatsiya tizimining tayanch bo'g'ini vazifasini bajaradi. O'zbekistonda davlat ishtirokidagi korxonalarni isloh qilish dasturi doirasida yirik transport korxonalari

transformatsiya qilinadigan korxonalar ro'yxatiga kiritilgani ularning boshqaruv tizimini xalqaro standartlarga moslashtirish ustuvor vazifa sifatida belgilanganidan dalolat beradi [18]. Islohotlar natijasida MHXS bo'yicha tayyorlangan va xalqaro audit tekshiruvidan o'tgan hisobotlarning e'lon qilinishi boshqaruv omillari va moliyaviy ko'rsatkichlar o'rtasidagi aloqani miqdoriy baholash uchun yangi imkoniyat yaratdi.

Maqolaning maqsadi davlat ulushi mavjud transport korxonalarida korporativ boshqaruvning moliyaviy barqarorlikka ta'sir etuvchi omillarini aniqlash va ularning ta'sir kanallarini ilmiy asoslashdan iborat. Maqsadga erishish uchun quyidagi vazifalar qo'yildi: moliyaviy barqarorlik va boshqaruv sifatini o'lchash bo'yicha nazariy yondashuvlarni umumlashtirish; tanlangan transport korxonasining MHXS hisobotlari asosida barqarorlik koeffitsiyentlari va moslashtirilgan Z"-ko'rsatkichni hisoblash; boshqaruv omillarini barqarorlik kanallari bilan bog'lovchi konseptual modelni ishlab chiqish hamda amaliy takliflar tayyorlash.

ADABIYOTLAR SHARHI

Moliyaviy barqarorlikni miqdoriy baholashning nazariy poydevori E. Altmanning 1968-yilgi ishida qo'yilgan. Olim ko'p o'lchovli diskriminant tahlil yordamida aylanma kapital, taqsimlanmagan foyda, operatsion foyda, kapitalning bozor qiymati va sotuv hajmining aktivlarga nisbatlarini yagona integral ko'rsatkichga birlashtirib, bankrotlik ehtimolini oldindan aniqlash mumkinligini isbotlagan [1]. Keyinchalik muallif rivojlanayotgan bozorlar korxonalari uchun sotuv hajmi omilini chiqarib tashlagan va kapitalning bozor qiymati o'rniga balans qiymatidan foydalanadigan Z"-modelni taklif qilgan; bu talqin aksiyalari birjada aylanmaydigan va tarmoqlar bo'yicha aktivlar aylanuvchanligi keskin farq qiladigan korxonalar uchun mos keladi [2]. E. Altman va hammualliflarning keyingi xalqaro tadqiqoti modelning turli mamlakatlar ma'lumotlarida ham yuqori tasniflash qobiliyatini saqlashini, biroq uning aniqligi tarmoq va mamlakat xususiyatlarini hisobga olish orqali oshirilishi mumkinligini ko'rsatgan [3].

Boshqaruv sifatini o'lchash yo'nalishida P. Gompers, J. Ishii va A. Metrikning aksiyadorlar huquqlarini cheklovchi 24 ta qoidaga asoslangan boshqaruv indeksi asosiy tayanch hisoblanadi; ular aksiyadorlar huquqlari kuchli bo'lgan kompaniyalar yuqoriroq bozor qiymati va daromadlilikiga ega ekanini aniqlagan [9]. L. Braun va M. Keylor bu yondashuvni kengaytirib, audit, kuzatuv kengashi, ustav qoidalari, rahbariyatni rag'batlantirish va egalik tuzilmasini qamrab olgan keng ko'lamli Gov-Score ko'rsatkichini taklif qilgan va boshqaruv omillarining hammasi ham bir xil ahamiyatga ega emasligini, korxona qiymatiga eng kuchli ta'sirni cheklangan sondagi asosiy omillar ko'rsatishini aniqlagan [5]. Ushbu xulosa davlat korxonalari uchun ham muhim: islohot resurslarini barcha boshqaruv elementlariga teng taqsimlash o'rniga moliyaviy natijaga eng kuchli ta'sir qiluvchi omillarni ajratib olish maqsadga muvofiq.

Boshqaruv va moliyaviy inqiroz o'rtasidagi bevosita aloqani K. Deyli va D. Dalton ochib bergan. Ularning tadqiqotida bankrotlikka uchragan kompaniyalarda bosh ijrochi direktor va kengash raisi lavozimlarining birlashtirilishi ko'proq uchrashi, mustaqil direktorlar ulushi esa pastroq bo'lishi qayd etilgan [7]. Rivojlanayotgan bozorlar bo'yicha keng qamrovli sharhda S. Klassens va B. Yurtoglu yaxshi korporativ boshqaruv moliyalashtirishga kirish imkoniyatini kengaytirishi, kapital qiymatini pasaytirishi, faoliyat natijalarini yaxshilashi va manfaatdor tomonlar bilan munosabatlarni

barqarorlashtirishini umumlashtirgan [6]. Mazkur xulosalar boshqaruv sifati moliyaviy barqarorlikka kapitalning narxi va mavjudligi orqali ta'sir qilishini ko'rsatadi; bu kanal katta qarz yuklamasi bilan ishlaydigan transport korxonalari uchun hal qiluvchi ahamiyatga ega.

Davlat egaligining o'ziga xos jihatlari bag'ishlangan adabiyotlarda ikki yo'nalish ajralib turadi. Birinchisi, siyosiy aloqalar va davlat qo'llab-quvvatlashi kutilishining moliyaviy xatti-harakatga ta'sirini o'rganadi: M. Faccio, J. Makkonnell va R. Masulis siyosiy jihatdan bog'langan kompaniyalar moliyaviy qiyinchilik paytida qo'llab-quvvatlash olish ehtimoli yuqoriroq ekanini va ular yuqoriroq qarz yuklamasi bilan faoliyat yuritishini ko'rsatgan [8]. Ikkinchisi davlat egaligi va boshqaruv sifati o'rtasidagi bog'liqlikni tekshiradi: G. Borisova va hammualliflar Yevropa Ittifoqi kompaniyalari misolida bu bog'liqlik huquqiy muhit va egalik shakliga qarab farqlanishini aniqlagan [4]. V. Megginson va J. Netter xususiylashtirish tajribasini umumlashtirib, mulkdorlik va boshqaruv tuzilmasidagi o'zgarishlar korxonalar samaradorligi va moliyaviy holatini yaxshilashini ko'rsatgan [11].

Xalqaro me'yoriy darajada ushbu xulosalar OECDning davlat korxonalari korporativ boshqaruvi bo'yicha 2024-yilda yangilangan tamoyillarida mujassamlashgan. Hujjatda davlatning mulkdor sifatidagi vazifalarini tartibga soluvchi funksiyalardan ajratish, kuzatuv kengashlarining mustaqilligi va malakasini ta'minlash, xususi kompaniyalar uchun qo'llaniladigan yuqori sifatli hisobot va audit standartlarini joriy etish, davlat korxonalarining moliyalashtirish shartlarini bozor shartlariga yaqinlashtirish talablari belgilangan [13]. Adabiyotlar tahlili bankrotlik modellari va boshqaruv indeksleri alohida-alohida chuqur ishlab chiqilganini, ammo davlat ulushi mavjud transport korxonalarida boshqaruv omillarini aniq moliyaviy koeffitsiyentlar bilan bog'lovchi yaxlit yondashuv yetarli darajada shakllanmaganini ko'rsatdi. Maqola aynan shu bo'shliqni to'ldirishga yo'naltirilgan.

METODOLOGIYA

Tadqiqot sifat va miqdoriy usullarni uyg'unlashtirgan holat tahlili (case study) dizayniga asoslandi. Obyekt sifatida yagona aksiyadori O'zbekiston Respublikasi Iqtisodiyot va moliya vazirligi bo'lgan "Uzbekistan Airways" AJ tanlandi [16]. Tanlov uch mezonga tayandi: korxona davlat ishtirokidagi korxonalarni transformatsiya qilish dasturining transport bo'limiga kiritilgan; uning MHXS bo'yicha konsolidatsiyalangan hisobotlari ochiq e'lon qilinadi va xalqaro auditorlik tashkiloti tomonidan tekshiriladi [15]; aviatsiya tarmog'ining kapital sig'imi va ijara majburiyatlari ulushi yuqoriligi moliyaviy barqarorlik omillarini aniq kuzatish imkonini beradi. Tahlil davri 2023-2024-yillarni qamrab oldi, chunki 2024-yilgi hisobotda 2023-yil ko'rsatkichlari qayta hisoblangan taqqoslama shaklda keltirilgan va ikki yil ma'lumotlari yagona hisob siyosatida solishtiriladi.

Tadqiqotning axborot bazasi faqat xalqaro audit tekshiruvidan o'tgan va ochiq e'lon qilingan hisobot ma'lumotlari bilan cheklandi, barcha hosilaviy ko'rsatkichlar muallif tomonidan shu ma'lumotlar asosida hisoblandi. Ikki yillik davr qisqa ko'rinsa-da, holat tahlilida asosiy maqsad statistik qonuniyatni emas, balki boshqaruv omillari va moliyaviy ko'rsatkichlar o'rtasidagi sabab-oqibat kanallarini aniqlashdan iborat. Bunday yondashuv K. Deyli va D. Dalton tadqiqotida qo'llangan mantiqqa yaqin bo'lib, unda boshqaruv

tuzilmasining xususiyatlari moliyaviy inqiroz holatlari bilan solishtirilgan [7]. Ko'rsatkichlarni hisoblashda balans moddalarini yil oxiridagi qiymatlarda olindi, operatsion daromad foiz va soliqlar to'langunga qadar foydaning yaqinlashtirilgan o'lchovi sifatida ishlatildi.

Moliyaviy barqarorlikni integral baholash uchun Altmanning rivojlanayotgan bozorlar va ishlab chiqarish bilan shug'ullanmaydigan korxonalar uchun moslashtirilgan modeli qo'llandi [2]:

$$Z'' = 6,56X_1 + 3,26X_2 + 6,72X_3 + 1,05X_4 \quad (1)$$

Bu yerda Z'' - moliyaviy barqarorlikning integral ko'rsatkichi; X_1 - aylanma kapitalning (joriy aktivlar va joriy majburiyatlar farqining) jami aktivlarga nisbati; X_2 - taqsimlanmagan foyda yoki jamg'arilgan zararining jami aktivlarga nisbati; X_3 - foiz va soliqlar to'langunga qadar foydaning jami aktivlarga nisbati, unda operatsion daromad ko'rsatkichi ishlatildi; X_4 - xususiy kapital balans qiymatining jami majburiyatlarga nisbati. Model shkalasiga ko'ra Z'' qiymati 2,6 dan yuqori bo'lsa barqaror hudud, 1,1 dan 2,6 gacha noaniq hudud, 1,1 dan past bo'lsa xavfli hudud deb talqin qilinadi [3]. Davlat ulushi mavjud korxonalar uchun X_2 va X_4 omillari mulkdorning kapital va dividend siyosatini, X_1 omili g'aznachilik intizomini, X_3 omili esa operatsion boshqaruv samaradorligini aks ettiradi; shu tariqa formula boshqaruv qarorlarini moliyaviy natija bilan bog'lovchi analitik vosita vazifasini bajaradi.

Kapital tuzilmasining mustahkamligi alohida avtonomiya koeffitsiyenti orqali baholandi:

$$K_E = \frac{E}{A} \times 100 \quad (2)$$

Bu yerda K_E - xususiy kapital koeffitsiyenti, foizda; E - xususiy kapitalning balans qiymati, mlrd so'm; A - jami aktivlar, mlrd so'm. Ko'rsatkich aktivlarning qanday qismi mulkdor mablag'lari hisobidan moliyalashtirilganini ifodalaydi va kreditorlar uchun himoya zaxirasi darajasini ko'rsatadi. Ikki formulaga qo'shimcha ravishda joriy likvidlik, qarz va ijara majburiyatlarining kapitalga nisbati, foiz xarajatlarining qoplanishi va aktivlar rentabelligi hisoblandi. Boshqaruv omillarini barqarorlik kanallariga bog'lash uchun PF-6096-son Farmon talablari [18] va OECD tamoyillari [13] asosida kontent-tahlil o'tkazildi, natijalar uch pog'onali omillar piramidasi ko'rinishida umumlashtirildi.

TAHLIL VA NATIJALAR

Tahlilning birinchi bosqichida korxonaning moliyaviy holatini tavsiflovchi asosiy ko'rsatkichlar MHXS bo'yicha konsolidatsiyalangan hisobotdan olindi. Foyda va zarar hamda kapital ko'rsatkichlari yakuniy e'lon qilingan hisobotdan [16], balans moddalarining tarkibiy taqsimoti esa korxona rasmiy saytida joylashtirilgan hisobot matnidan [17] olindi; ikki manbadagi daromad, sof foyda, xususiy kapital, kreditlar va ijara majburiyatlari qiymatlari to'liq mos keladi. Natijalar 1-jadvalda keltirilgan.

1-jadval

“Uzbekistan Airways” AJning asosiy moliyaviy ko‘rsatkichlari (MHXS, mlrd so‘m)¹

Ko‘rsatkich	2023	2024	O‘zgarish, foizda
Tushum (daromad)	15 085	17 799	18,0
Operatsion daromad	3 074	3 123	1,6
Moliyaviy xarajatlar	836	1 111	32,9
Yil davomidagi sof foyda	1 260	1 489	18,2
Jami aktivlar	18 256	20 345	11,4
Joriy aktivlar	3 847	3 490	-9,3
Joriy majburiyatlar	4 110	5 273	28,3
Jami majburiyatlar	15 679	17 185	9,6
Xususiy kapital	2 577	3 160	22,6
Kreditlar va qarzlar	7 652	6 639	-13,2
Ijara majburiyatlari	5 332	6 385	19,7
Pul mablag‘lari va ularning ekvivalentlari	320	820	156,3

1-jadval ma’lumotlari korxona faoliyatida ijobiy tendensiyalar ustunligini ko‘rsatdi. Tushum bir yilda 18,0 foizga, sof foyda 18,2 foizga oshdi, xususiy kapital esa 22,6 foizga o‘tib, 3 160 mlrd so‘mga yetdi. Taqqoslash uchun 2022-yil oxirida korxona kapitali 1 381 mlrd so‘mni tashkil etgan edi [15], ya’ni so‘nggi yillarda kapital bazasi barqaror mustahkamlanib bormoqda. Jamg‘arilgan zarar 1 686 mlrd so‘mdan 1 103 mlrd so‘mgacha qisqardi, kreditlar va qarzlar 13,2 foizga kamaydi, pul mablag‘lari zaxirasi 2,6 barobar ko‘paydi. Ayni paytda ijara majburiyatlari 19,7 foizga, moliyaviy xarajatlar 32,9 foizga oshgani parkni yangilash jarayoni moliyaviy tuzilmaga sezilarli ta’sir ko‘rsatayotganini, joriy majburiyatlarning joriy aktivlardan tezroq o‘shishi esa qisqa muddatli likvidlikni boshqarishga alohida e’tibor qaratish lozimligini bildiradi.

Ikkinchi bosqichda (1) va (2) formulalar hamda qo‘shimcha koeffitsiyentlar yordamida barqarorlik ko‘rsatkichlari hisoblandi. Hisob-kitob natijalari 2-jadvalda jamlangan.

2-jadval natijalari barqarorlik omillari turli yo‘nalishda harakatlanganini ko‘rsatdi. Kapital tuzilmasini aks ettiruvchi ko‘rsatkichlar yaxshilandi: X_2 manfiy qiymati -0,092 dan -0,054 ga qisqardi, X_4 0,164 dan 0,184 ga, xususiy kapital koeffitsiyenti 14,1 foizdan 15,5 foizga oshdi, qarz va ijara majburiyatlarining kapitalga nisbati 5,04 dan 4,12 gacha pasaydi. Aktivlar rentabelligi 7,3 foizga ko‘tarilib, korxonaning operatsion asosi mustahkamligini tasdiqladi. Integral Z'' ko‘rsatkichining 0,91 dan 0,47 ga pasayishi deyarli to‘liq X_1 omili hisobiga yuz berdi: uning modeldagi hissasi -0,09 dan -0,57 gacha o‘zgardi, qolgan uch omil birgalikda 1,00 dan 1,05 ga oshdi. Demak, korxonaning uzoq muddatli

¹ “Uzbekistan Airways” AJning 2024-yil uchun MHXS bo‘yicha konsolidatsiyalangan moliyaviy hisoboti [16] va uning korxona saytidagi matni [17] asosida; o‘zgarish sur‘atlari muallif tomonidan hisoblangan.

moliyaviy salohiyati kuchaygan, integral bahoni cheklayotgan asosiy omil esa joriy majburiyatlar tarkibi va aylanma mablag'larni boshqarish bilan bog'liq.

2-jadval

“Uzbekistan Airways” AJ moliyaviy barqarorligi koeffitsiyentlari²

Koeffitsiyent	2023	2024	Boshqaruv kanali
X1: aylanma kapital / jami aktivlar	-0,014	-0,088	G'aznachilik
X2: jamg'arilgan natija / jami aktivlar	-0,092	-0,054	Kapital siyosati
X3: operatsion daromad / jami aktivlar	0,168	0,154	Operatsion boshqaruv
X4: xususiy kapital / jami majburiyatlar	0,164	0,184	Mulkdor siyosati
Z"-ko'rsatkich	0,91	0,47	Integral
Xususiy kapital koeffitsiyenti KE, foizda	14,1	15,5	Mulkdor siyosati
Joriy likvidlik koeffitsiyenti	0,94	0,66	G'aznachilik
(Kreditlar + ijara) / xususiy kapital	5,04	4,12	Moliyalashtirish
Operatsion daromad / moliyaviy xarajatlar	3,68	2,81	Moliyalashtirish
Aktivlar rentabelligi (ROA), foizda	6,9	7,3	Operatsion boshqaruv

Moliyalashtirish kanali bo'yicha natijalar alohida izohni talab qiladi. Operatsion daromadning moliyaviy xarajatlarni qoplash darajasi 3,68 dan 2,81 ga pasaygan bo'lsa-da, ko'rsatkich birdan sezilarli yuqori bo'lib qolmoqda va korxona foiz majburiyatlarini joriy faoliyat hisobidan to'liq qoplay olishini tasdiqlaydi. Moliyaviy xarajatlarning o'sishi ijara majburiyatlari ko'payishi bilan bir vaqtda kuzatildi, kreditlar va qarzlar hajmi esa shu davrda 1 013 mlrd so'mga qisqardi. S. Klassens va B. Yurtoglu xulosasiga ko'ra, boshqaruv sifati yuqori bo'lgan korxonalar uzoq muddatli resurslarni qulayroq shartlarda jalb qiladi [6]; MHXS bo'yicha hisobot va xalqaro audit amaliyoti aynan shu imkoniyatni kengaytiradi. M. Faccio va hammualliflar davlat qo'llab-quvvatlashi kutilgan korxonalarda qarz yuklamasi yuqoriroq bo'lishini ko'rsatgan edi [8]; o'rganilayotgan korxonada qarz va ijara majburiyatlarining kapitalga nisbati pasayishi moliyalashtirish qarorlari tobora ko'proq tijorat mezonlari asosida qabul qilinayotganidan dalolat beradi. Bu holat S. Mayersning moliyalashtirish iyerarxiyasiga ham mos keladi: o'sib borayotgan sof foyda ichki manbalar ulushini oshirib, tashqi qarzga ehtiyojni kamaytirmoqda [12].

Olingan Z" qiymatlarini talqin qilishda ikki holatni hisobga olish zarur. Birinchidan, modelning chegaraviy qiymatlari ijara majburiyatlari balansga to'liq kiritilmagan davr korxonalari ma'lumotlarida kalibrlangan; zamonaviy hisobot standartlariga ko'ra aviakompaniyaning 6 385 mlrd so'mlik ijara majburiyatlari balansda aks ettiriladi va natijada X₄ hamda X₁ qiymatlari tarixiy tanlanmaga nisbatan mexanik ravishda pasayadi. Ikkinchidan, joriy majburiyatlar tarkibida 1 302 mlrd so'mlik mijozlar bilan shartnomalar bo'yicha majburiyatlar, ya'ni oldindan sotilgan chiptalar uchun olingan avanslar mavjud [17]; ular pul chiqimini emas, balki kelgusi xizmat ko'rsatishni anglatadi. Binobarin, integral ko'rsatkich mutlaq diagnoz sifatida emas, balki boshqaruv e'tiborini talab etuvchi omilni aniqlovchi signal sifatida ishlatilishi maqsadga muvofiq [3].

Uchinchi bosqichda me'yoriy hujjatlar va xalqaro tamoyillar asosida boshqaruv omillari aniqlangan barqarorlik kanallari bilan bog'landi. Bunda har bir omil uchun u

² 1-jadval ma'lumotlari [16] asosida muallif tomonidan hisoblangan.

ta'sir ko'rsatadigan Z'' komponenti va korxona hisobotida kuzatiladigan dalil belgilandi. Natijalar 3-jadvalda keltirilgan.

3-jadval

Korporativ boshqaruv omillari va moliyaviy barqarorlik kanallari³

Boshqaruv omili	Ta'sir kanali	Komponent	Korxonadagi dalil
Mulkdor funksiyasini markazlashtirish	Kapitallashtirish va dividend siyosati	X2, X4	Yagona aksiyador vazirlik; kapital 22,6% o'sdi
Kuzatuv kengashida xalqaro mutaxassislar	Strategik nazorat va risklarni boshqarish	X3	Kamida 30% xalqaro a'zo talabi
MHXS va xalqaro audit	Axborot shaffofligi, qarz qiymati	X3, X4	MHXS hisobotlari, xalqaro audit
Moliyaviy tiklanish strategiyasi	Zararlarni bartaraf etish	X2	Jamg'arilgan zarar 34,6% qisqardi
G'aznachilik va aylanma kapital siyosati	Qisqa muddatli likvidlik	X1	Joriy likvidlik 0,94 dan 0,66 ga
Davlat bilan hisob-kitoblar tartibi	Debitorlik qarzining aylanishi	X1	Vazirlikdan debitorlik 1 843 mlrd so'm

3-jadval boshqaruv omillari moliyaviy barqarorlikka bir xil kanal orqali emas, balki modelning turli komponentlari orqali ta'sir etishini ko'rsatdi. Mulkdor funksiyasini markazlashtirish, moliyaviy tiklanish strategiyasi va hisobot shaffofligi kapital tuzilmasi komponentlarini (X_2 va X_4) yaxshilashda samarasini bergan: korxonada aynan shu ko'rsatkichlar ijobiy dinamikaga ega. Islohotlarning keyingi bosqichida e'tibor X_1 komponentiga ta'sir qiluvchi g'aznachilik siyosati va davlat bilan hisob-kitoblar tartibiga qaratilishi mantiqan asoslangan, chunki 1 843 mlrd so'mlik vazirlikdan olinadigan debitorlik qarzining 420 mlrd so'mi joriy aktivlar tarkibida turibdi [17]. Bu xulosa L. Braun va M. Keylor ilgari surgan g'oyani tasdiqlaydi: barqarorlikka ta'sirning asosiy qismi cheklangan sondagi hal qiluvchi boshqaruv omillarida jamlanadi [5].

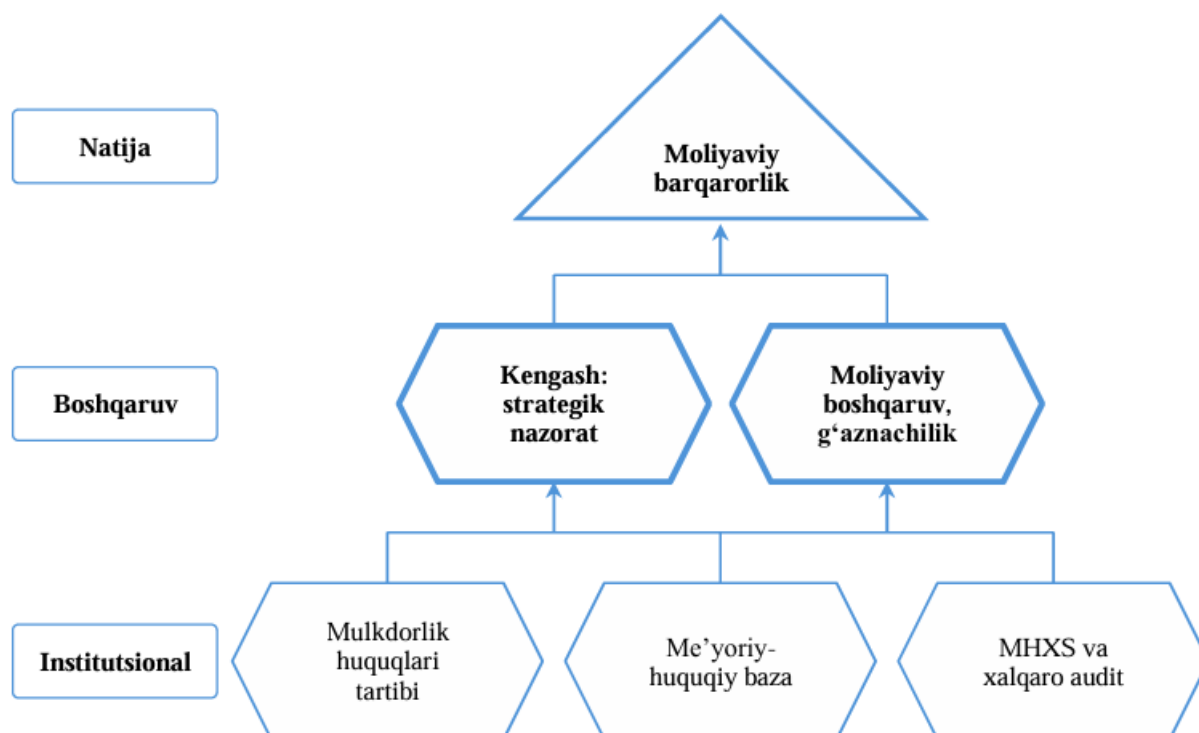
Aniqlangan bog'liqliklar umumlashtirilib, davlat ulushi mavjud transport korxonalari uchun korporativ boshqaruv omillari piramidasi ishlab chiqildi (1-rasm). Piramidaning quyi pog'onasini tashqi institutsional omillar, o'rta pog'onasini korxona darajasidagi boshqaruv amaliyotlari, yuqori pog'onasini esa natija sifatidagi moliyaviy barqarorlik tashkil etadi.

1-rasm. Moliyaviy barqarorlikka ta'sir etuvchi boshqaruv omillari piramidasi⁴

Izoh: Chap tomondagi yozuvlar piramida pog'onalarini bildiradi; quyi qatordagi uchta oltiburchak institutsional omillarni, o'rta qatordagi qalin chegarali ikki oltiburchak boshqaruv amaliyotlarini, yuqoridagi qora oltiburchak natijani ifodalaydi. O'rta qatordagi chap oltiburchak X2 va X4, o'ng oltiburchak X1 va X3 komponentlariga mos keladi; strelkalar ta'sir yo'nalishini ko'rsatadi.

³PF-6096-son Farmon [18], OECD tamoyillari [13] va korxona hisobotlari [17] asosida muallif ishlanmasi.

⁴ Muallif ishlanmasi.



1-rasmda tasvirlangan piramida institutsional omillar moliyaviy natijaga bevosita emas, balki korxona ichidagi boshqaruv amaliyotlari orqali ta'sir etishini ko'rsatadi. Institutsional pog'onadagi mulkdorlik huquqlarini amalga oshirish tartibi, me'yoriy-huquqiy baza hamda MHXS va xalqaro audit standartlari umumiy tutashtiruvchi chiziq orqali bir vaqtda ikki boshqaruv oltiburchagini oziqlantiradi: kuzatuv kengashi orqali amalga oshiriladigan strategik nazorat va moliyaviy boshqaruv hamda g'aznachilik intizomi. Birinchi amaliyot kapital tuzilmasi va jamg'arilgan natijani shakllantiradi, ikkinchisi esa likvidlik va operatsion rentabellikni belgilaydi. Ushbu tuzilma Gompers va hammualliflarning boshqaruv indeksiga xos yaxlitlik g'oyasini [9] davlat korxonasi sharoitiga moslashtiradi: boshqaruv pog'onasidagi har ikkala amaliyotning muvozanatli rivojlanishigina yuqori pog'onadagi barqarorlikni ta'minlay oladi.

XULOSA VA TAKLIFLAR

O'tkazilgan tadqiqot davlat ulushi mavjud transport korxonalarda moliyaviy barqarorlik korporativ boshqaruv sifatining bevosita in'ikosi ekanini tasdiqladi. "Uzbekistan Airways" AJ misolida 2023-2024-yillarda tushum va sof foyda 18 foizdan ortiq oshgani, xususi kapital 22,6 foizga o'sgani, kreditlar hajmi qisqarib, jamg'arilgan zarar sezilarli kamaygani aniqlandi. Ushbu natijalar davlat ishtirokidagi korxonalarni transformatsiya qilish, MHXS bo'yicha hisobot va xalqaro auditni joriy etish bo'yicha amalga oshirilgan islohotlarning moliyaviy samarasini ko'rsatadi. Altmanning Z"-modeli bo'yicha integral bahoni cheklayotgan omil aylanma kapital ekani, kapital tuzilmasi va operatsion rentabellik komponentlari esa ijobiy dinamikaga ega ekani asoslandi. Ishlab chiqilgan omillar piramidasi institutsional omillarning ta'siri boshqaruv amaliyotlari orqali uzatilishini tushuntirib beradi va islohotlarning keyingi ustuvor yo'nalishini aniqlash imkonini beradi.

Tadqiqot natijalari asosida quyidagi takliflar ishlab chiqildi:

1. Davlat ulushi mavjud yirik transport korxonalari kuzatuv kengashlari tarkibida moliyaviy barqarorlik va risklar bo'yicha qo'mita tashkil etilib, unga Z"-ko'rsatkich, joriy likvidlik va foiz xarajatlarining qoplanishi bo'yicha choraklik monitoring vakolati berilishi maqsadga muvofiq.

2. Korxonalarning o'rta muddatli rivojlanish strategiyalariga aylanma kapital va joriy likvidlik bo'yicha maqsadli me'yorlar kiritilishi hamda ijroiya organi rahbarlarining rag'batlantirish tizimi ushbu me'yorlarga bog'lanishi lozim.

3. Davlat buyurtmalari va kompensatsiyalari bo'yicha hisob-kitoblarni muddat va to'lov tartibi aniq belgilangan shartnomalar asosida yuritish vazirlikdan olinadigan debitorlik qarzining aylanishini tezlashtiradi.

4. Parkni yangilash dasturlari moliyalashtirilayotganda ijara va kredit majburiyatlarining muddatlar bo'yicha tuzilmasi kuzatuv kengashi tomonidan tasdiqlanadigan qarz siyosatida belgilanishi, valyuta va foiz risklarini xejlash tamoyillari aniq qayd etilishi tavsiya etiladi.

5. MHXS bo'yicha hisobotlar bilan birga moliyaviy barqarorlik ko'rsatkichlari va ularning boshqaruv omillari bilan bog'liqligini izohlovchi korporativ boshqaruv hisobotini yillik oshkor etish amaliyotini joriy qilish investorlar va kreditorlar ishonchini mustahkamlab, kapital qiymatini pasaytirishga xizmat qiladi.

Kelgusi tadqiqotlarda ushbu yondashuvni temir yo'l, avtomobil transporti va aeroport korxonalari ma'lumotlarida sinovdan o'tkazish hamda tarmoqqa xos Z"-chegaraviy qiymatlarini aniqlash rejalashtirilmoqda.

FOYDALANILGAN ADABIYOTLAR RO'YXATI

1. Altman, E. I. (1968). Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy. *The Journal of Finance*, 23(4), 589-609. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1968.tb00843.x>

2. Altman, E. I. (2005). An emerging market credit scoring system for corporate bonds. *Emerging Markets Review*, 6(4), 311-323. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2005.09.007>

3. Altman, E. I., Iwanicz-Drozowska, M., Laitinen, E. K., & Suvas, A. (2017). Financial distress prediction in an international context: A review and empirical analysis of Altman's Z-score model. *Journal of International Financial Management & Accounting*, 28(2), 131-171. <https://doi.org/10.1111/jifm.12053>

4. Borisova, G., Brockman, P., Salas, J. M., & Zagorchev, A. (2012). Government ownership and corporate governance: Evidence from the EU. *Journal of Banking & Finance*, 36(11), 2917-2934. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2012.01.008>

5. Brown, L. D., & Caylor, M. L. (2006). Corporate governance and firm valuation. *Journal of Accounting and Public Policy*, 25(4), 409-434. <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2006.05.005>

6. Claessens, S., & Yurtoglu, B. B. (2013). Corporate governance in emerging markets: A survey. *Emerging Markets Review*, 15, 1-33. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2012.03.002>

7. Daily, C. M., & Dalton, D. R. (1994). Bankruptcy and corporate governance: The impact of board composition and structure. *Academy of Management Journal*, 37(6), 1603-1617. <https://doi.org/10.5465/256801>

8. Faccio, M., McConnell, J. J., & Masulis, R. W. (2006). Political connections and corporate bailouts. *The Journal of Finance*, 61(6), 2597-2635. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2006.01000.x>
9. Gompers, P., Ishii, J., & Metrick, A. (2003). Corporate governance and equity prices. *The Quarterly Journal of Economics*, 118(1), 107-155. <https://doi.org/10.1162/00335530360535162>
10. Kornai, J. (1986). The soft budget constraint. *Kyklos*, 39(1), 3-30. <https://doi.org/10.1111/j.1467-6435.1986.tb01252.x>
11. Megginson, W. L., & Netter, J. M. (2001). From state to market: A survey of empirical studies on privatization. *Journal of Economic Literature*, 39(2), 321-389. <https://doi.org/10.1257/jel.39.2.321>
12. Myers, S. C. (1984). The capital structure puzzle. *The Journal of Finance*, 39(3), 575-592. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1984.tb03646.x>
13. OECD. (2024). OECD Guidelines on Corporate Governance of State-Owned Enterprises 2024. Paris: OECD Publishing. <https://doi.org/10.1787/18a24f43-en>
14. Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1994). Politicians and firms. *The Quarterly Journal of Economics*, 109(4), 995-1025. <https://doi.org/10.2307/2118354>
15. Uzbekistan Airways JSC. (2024). Consolidated financial statements for the year ended 31 December 2023 and independent auditors' report. Tashkent: KPMG Audit LLC. https://corp.uzairways.com/sites/default/files/inline-files/cfs/cfs_en_23.pdf
16. Uzbekistan Airways JSC. (2025a). Consolidated financial statements for the year ended 31 December 2024 prepared in accordance with IFRS. Tashkent. https://corp.uzairways.com/sites/default/files/inline-files/cfs/cfs_en_24.pdf
17. Uzbekistan Airways JSC. (2025b). IFRS consolidated financial statements 2024: Statement of financial position and notes (version published on the company website). <https://www.uzairways.com/sites/default/files/inline-files/DRAFT%20IFRS FS UAW 2024 ENG editable.pdf>
18. O'zbekiston Respublikasi Prezidentining 2020-yil 27-oktabrdagi PF-6096-son "Davlat ishtirokidagi korxonalarni isloh qilishni jadallashtirish hamda davlat aktivlarini xususiylashtirishga oid chora-tadbirlar to'g'risida"gi Farmoni. <https://lex.uz/docs/5068824>

Copyright: © 2026 by the authors. This work is licensed under a Creative Commons Attribution- 4.0 International License (CC - BY 4.0)

