**Korporativ Boshqaruv So‘nggi Tadqiqotlar**

**ANDREI SHLEIFER va ROBERT W. VISHNY**\*

**QISQACHA MAZMUNI** Ushbu maqola dunyo bo‘yicha korporativ boshqaruv tizimlarida investorlarning huquqiy himoyasi va mulkiy konsentratsiyaning ahamiyatiga alohida e’tibor qaratgan holda, korporativ boshqaruv sohasidagi tadqiqotlarni umumlashtiradi.

**KORPORATIV BOSHQARUV** korporatsiyalarga moliyaviy resurslar ta’minlovchilarning o‘z investitsiyalaridan daromad olishlarini qanday ta’minlash usullari bilan shug‘ullanadi. Moliyachilar qanday qilib menejerlardan foyda qaytarishlarini talab qiladi? Menejerlar ta’minlangan kapitalni o‘zlashtirmasligi yoki noto‘g‘ri loyihalarga sarmoya kiritmasligini qanday ta’minlaydilar? Moliyachilar menejerlarni qanday nazorat qiladi? Bir qarashda, kapital ta’minlovchilar nima uchun daromad olishlarini tushunish qiyin. Axir, ular pulini beradi va keyinchalik korxonaga hissa qo‘shmaydi. Menejerlar yoki tadbirkorlar pulni olib qochishi mumkin. Garchi ba’zida shunday qilsalar ham, odatda ular bunday qilmaydi. Rivojlangan bozor iqtisodiyotlarining aksariyatida korporativ boshqaruv muammosi ma’qul darajada hal qilingan: korporatsiyalarga katta miqdordagi kapital oqimi ta’minlangan va investorlarga foyda qaytariladi. Biroq bu, korporativ boshqaruv muammosi mukammal hal qilinganligini yoki tizimni yaxshilab bo‘lmasligini anglatmaydi. Aslida, korporativ boshqaruv juda amaliy ahamiyatga ega. Rivojlangan mamlakatlarda ham mavjud boshqaruv mexanizmlarining samaradorligi haqida bahslar davom etmoqda. Masalan, Easterbrook va Fischel (1991) va Romano (1993a) AQSh tizimini ijobiy baholasa, Jensen (1989a, 1993) unda jiddiy kamchiliklar borligini va LBO (qarz mablag‘lari bilan sotib olish)ga o‘xshash yuqori kreditlash shakllariga o‘tish kerakligini ta’kidlaydi. Shuningdek, Anglosaks boshqaruv tizimini Germaniya va Yaponiya modellariga almashtirish haqida gap boradi (Roe (1993), Charkham (1994)). Biroq AQSh, Germaniya, Yaponiya va Britaniya korporativ boshqaruv bo‘yicha eng yaxshi tizimlarga ega, ular orasidagi farqlar boshqa mamlakatlar bilan solishtirganda kichikdir. Barca (1995) va Pagano, Panetta, Zingales (1995) ma’lumotlariga ko‘ra, Italiyada korporativ boshqaruv mexanizmlari shunchalik zaifki, bu tashqi kapital oqimini sekinlashtirmoqda. Rivojlanayotgan va transitar mamlakatlarda (masalan, Rossiya) korporativ boshqaruv mexanizmlari deyarli mavjud emas. Rossiyada privatizatsiya qilingan korxonalar menejerlari aktivlarni o‘zlashtirib, tashqi kapital manbalariga kirish imkoniyati yo‘q (Boycko, Shleifer, Vishny (1995)).

Korporativ boshqaruvni tushunish nafaqat rivojlangan mamlakatlarda tizimni takomillashtirishga, balki institutlarni qayta qurish zarur bo‘lgan joylarda yirik islohotlarni rag‘batlantirishi mumkin. Korporativ boshqaruv mexanizmlari siyosiy jarayon orqali o‘zgartirilishi mumkin bo‘lgan iqtisodiy-huquqiy institutlardir. Ba’zilar ta’kidlashicha, bozor raqobati tizimni o‘zi takomillashtiradi, chunki raqobat korxonalarni xarajatlarni minimallashtirishga, shu jumladan eng arzon kapitalni jalb qilish uchun boshqaruv mexanizmlarini qabul qilishga majbur qiladi (Alchian (1950), Stigler (1958)). Biroq biz raqobatning korporativ boshqaruv muammosini yolg‘iz hal qila olmasligiga ishonamiz. Tasavvur qiling, tadbirkorlar har daqiqada bozor narxida kapital va mehnat ijaraga olsa, ular uchun resurslarni o‘zlashtirish imkoni bo‘lmaydi. Amalda esa, kapital ko‘p hollarda o‘ziga xos va qaytarib olinmaydigan xususiyatga ega. Shuning uchun kapitalni kiritgan shaxslarga uning daromadi qaytarilishi kafolatlanishi kerak. Korporativ boshqaruv mexanizmlari bu kafolatni beradi. Bozor raqobati kapital daromadini kamaytirib, menejerlar tomonidan talon-toroj qilinishi mumkin bo‘lgan summani qisqartirishi mumkin, lekin kapital kiritilgandan keyin ham menejerlar raqobatbardosh daromadni o‘zlashtirishining oldini olmaydi. Bu muammoni hal qilish uchun raqobatdan tashqari yechimlar kerak.

Bizning nuqtai nazarimizga ko‘ra, korporativ boshqaruv asosan “agentlik muammosi” yoki “mulkiy huquq va nazoratning ajralishi” bilan bog‘liq. Savol shundaki, investorlar menejerlarni qanday qilib o‘z mablag‘larini qaytarishga undaydi?

**I Bo‘lim**  
Agentlik muammosining mohiyati va agentlikning standart modellari tavsiflangan. Shuningdek, agentlik muammosining yechimi sifatida rag‘batlantiruvchi shartnomalar muhokama qilinadi. Yakuniy qismda rivojlangan bozor iqtisodiyotlarida ham bu muammoning keng miqyosda mavjudligini ko‘rsatuvchi dalillar keltirilgan.

**II–IV Bo‘limlar**  
Firmalar agentlik muammosiga qaramay kapitalni qanday jalb qilishi mumkinligining turli usullari umumiy shaklda bayon etilgan.

**II Bo‘lim**  
Investorlarga haqiqiy kuch berilmasdan firma kapitalni qanday jalb qilishi mumkinligi ko‘rib chiqiladi. Kapital bozorida obro‘ qurish va investorlarning ortiqcha optimizmi kabi omillar analiz qilinib, ularning yetarli emasligi ta’kidlanadi.

**III va IV Bo‘limlar**  
Investorlarga ma’lum huquqlar berish asosidagi ikkita eng keng tarqalgan yondashuv:

1. **Huquqiy himoya** (ozchilik huquqlari himoyasi, menejerlarning o‘z manfaatlarini ko‘zlovchi shartnomalarni taqiqlash).
2. **Konsentrlangan mulkchilik** (yirik investorlarning nazorati va daromad huquqlarini birlashtirish). Aksariyat mamlakatlarda qo‘llaniladigan boshqaruv mexanizmlari (yirik aksiyadorlik, banklar bilan uzoq muddatli aloqalar, kompaniyalarni sotib olish) yirik investorlarning kuchidan misol sifatida keltiriladi. Yirik investorlar agentlik xarajatlarini qanday kamaytirishi va ularning potentsial salbiy tomonlari (boshqa investorlar va manfaatdor tomonlarning huquqlarini buzishi) muhokama qilinadi.

**V Bo‘lim**  
Yirik investorlarning boshqaruvidagi potentsial xavflar (masalan, boshqa tomonlarning manfaatlariga zarar etkazishi) diqqat markazida.

**VI Bo‘lim**  
Korporativ boshqaruvning amaliy misollari:

* **Qarz va aksiyadorlik asosidagi boshqaruv**
* **LBO (qarz bilan sotib olish)** – konsentrlangan mulkchilikning afzalliklari va kamchiliklari.
* **Davlat korxonalari** – boshqaruvning tubdan muvaffaqiyatsizligi.

**VII Bo‘lim**  
Qaysi boshqaruv tizimi eng yaxshi? Yaxshi tizim **huquqiy himoya** va **yirik investorlarning muvozanatli kombinatsiyasi**ni talab qiladi. AQSh, Germaniya, Yaponiya tizimlari farqli usullarga ega bo‘lsa ham, ularning barchasi asosiy elementlarga ega. Aksincha, rivojlanayotgan mamlakatlar, transitar iqtisodiyotlar va Italiya kabi ba’zi rivojlangan mamlakatlarda investorlarni huquqiy himoya qilish mexanizmlari yetishmaydi. Asosiy masala – ma’lum bir mamlakat modelini ko‘chirish emas, balki investorlarni huquqiy himoya qilishni joriy etishdir.

**VIII Bo‘lim**  
Xulosa va hal qilinmagan savollar:

* Investorlar huquqlarini himoya qilishning optimal darajasi qanday?
* Yirik investorlarning salbiy oqibatlarini qanday kamaytirish mumkin?
* Davlat korporativ boshqaruvda qanday rol o‘ynashi kerak?

**Qo‘shimcha**  
Maqolada quyidagi mavzular qamrab olinmagan:

* Shartnoma nazariyasining asoslari (Hart va Holmstrom, 1987).
* Firma nazariyasining ba’zi elementlari (masalan, vertikal integratsiya).
* Ishchi mulki yoki nodavlat tashkilotlar kabi g‘ayri-kapitalistik mulkchilik shakllari (Hansmann, 1996).
* Moliyaviy vositachilarning jamg‘arma to‘plash funktsiyasi.

**Mamlakatlar tanlovi**  
Asosan AQSh, Yaponiya, Germaniya, Italiya, Shvetsiya va Rossiya tajribalari tahlil qilingan. Boshqa mamlakatlar haqida ma’lumotlar cheklanganligi tadqiqot doirasini belgilab bergan.

**Yakuniy fikr**  
Korporativ boshqaruv – bu firma moliyalashuvi va boshqaruvi o‘rtasidagi ajralishni tartibga soluvchi mexanizmlar tizimi bo‘lib, uni nazariya va amaliyotda qanday hal qilish mumkinligi muhokama etiladi.

**I. Agentlik Muammosi**

**A. Shartnomalar**  
Agentlik muammosi, firma haqidagi shartnoma nazariyasining asosiy elementidir. Bu nazariya R.Koaz (1937), M.Dzhensen va U.Mekling (1976), Fama va Dzhensen (1983a,b) tomonidan ishlab chiqilgan. Agentlik muammosining mohiyati boshqaruv va moliyaviy manbalarning ajralishida, yoki ko'proq standart terminologiyada aytganda, mulkiy huquq va nazoratning ajralishida yotadi. Tadbirkor yoki boshqaruvchi investitsiya jalb qilib, uni samarali yo'llar bilan foydalanishga yoki esa kompaniyadagi ulushlarini sotib pul olishga harakat qiladi. Moliyaviy investitsiya kirituvchilariga boshqaruvchining ixtisoslashtirilgan inson kapitali kerak bo‘ladi, chunki bu kapital ularning fondlaridan daromad olish imkonini beradi. Boshqaruvchi esa moliyaviy investitsiya kirituvchilarining fondlariga muhtoj, chunki u o‘ziga yetarli kapitalga ega emas yoki esa o‘z ulushlarini sotib pul olishni xohlaydi. Ammo investitsiya kirituvchilar qanday qilib ishonch hosil qilishlari mumkinki, ular fondlarini bir marotaba investitsiya qilgandan so'ng, boshqaruvchi ularga faqat arzimas qog‘oz o‘rniga haqiqiy daromad qaytaradi?

Bu kontekstda agentlik muammosi shundan iboratki, investitsiya kirituvchilariga o‘z fondlarining noto‘g‘ri loyihalarga sarflanmasligi yoki egallanib olinmasligiga ishonch hosil qilish qiyin. Eng umumiy ma'noda, investitsiya kirituvchilar va boshqaruvchi o‘rtasida shartnoma tuziladi, bu shartnomada boshqaruvchi fondlardan qanday foydalanishi va qaytarilgan daromadlar qanday taqsimlanishi belgilanadi. Ideal holda, ular butun dunyo holatlarida boshqaruvchi nima qilishini va foyda qanday taqsimlanishini aniq ko‘rsatadigan to‘liq shartnoma imzolashadi. Muammo shundaki, kelajakdagi ko‘p hodisalar oldindan tasvirlab bo‘lmaydi va natijada bunday to‘liq shartnomalar texnik jihatdan amalga oshirib bo‘lmaydi.

Bu muammo hatto boshqaruvchi iloji boricha ko‘proq mablag‘ jalb qilishga intilgan taqdirda ham hal qilinmaydi, chunki to‘liq shartnoma tuzishga urinish ham oson emas. Shu sababli, boshqaruvchi va investitsiya kirituvchi qoldiq nazorat huquqlarini taqsimlashga majbur bo‘ladilar — ya'ni, shartnomada to‘liq ko‘zda tutilmagan vaziyatlarda qaror qabul qilish huquqi (Grossman va Hart (1986), Hart va Moore (1990)). Mulkiy huquq nazariyasi ushbu qoldiq nazorat huquqlarini samarali tarzda taqsimlash masalasini ko‘rib chiqadi.

Nazariy jihatdan, investitsiya kirituvchilar barcha qoldiq nazorat huquqlarini o‘zlari saqlab qolish sharti bilan mablag‘ beradigan shartnoma tuzish mumkin edi. Har safar kutilmagan narsa sodir bo‘lganda, ular qilish kerak bo‘lgan ishni hal qilishadi. Ammo bu amalda ishlamaydi, chunki investitsiya kirituvchilar buning uchun etarlicha malakali yoki ma'lumotli emas — aynan shu sababli ular boshqaruvchini ishga olgan edilar. Natijada, boshqaruvchi juda ko‘p qoldiq nazorat huquqlariga ega bo‘lib qoladi va shuning uchun fondlarni o‘z xohishiga ko‘ra taqsimlash imkoniga ega bo‘ladi. Shartnomada bunday erkinlik cheklovlari mavjud bo‘lishi mumkin va korporativ boshqaruvning katta qismi shu chegaralashlar bilan shug‘ullanadi, lekin fakt shundaki, boshqaruvchilar eng ko‘p qoldiq nazorat huquqlariga ega.

Amalda vaziyat yanada murakkabroq. Birinchidan, boshqaruvchilar va investorlar tomonidan imzolanadigan shartnomalar tashqi sudlarda bajarilishi kerak bo‘lsa, juda ko‘p talqin talab qilmaydi. AQShda sudlarning roli dunyoning istalgan joyiga nisbatan kengroq, ammo hatto u yerda ham "biznes hukmi" deb ataluvchi qoida sudlarni kompaniyalar ishlariga aralashishdan chetda tutadi. Dunyoning boshqa ko‘plab joylarida esa sudlar faqat managerlarning investitsiya kirituvchilarning huquqlarini og‘ir buzgan hollarda (masalan, aktsionerlarning nomlarini ro‘yxatdan olib tashlash) aralashadi.

Ikkinchidan, investitsiya jalb qilish bir nechta investorlardan mablag‘ yig‘ishni talab qilganda, bu investorlar odatda kichik va juda kam ma'lumotga ega bo‘lib, hatto mavjud bo‘lgan nazorat huquqlarini ham amalga oshira olmaydilar. Har bir alohida investor uchun "erkak ot" muammosi ularga moliya qilgan kompaniyalar haqida ma'lumot olish yoki korporativ boshqaruvga qatnashishga qiziqishini pasaytiradi, xuddi fuqarolar siyosiy nomzodlar haqida ma'lumot olishga va ovoz berishga qiziqmasligi singari (Downs (1957)). Natijada, boshqaruvchilarning samarali nazorat huquqlari va shuningdek fondlarni ixtiyoriy taqsimlash imkoniyatlari, agar sudlar yoki moliya ta'minotchilari batafsil shartnoma bajarilishiga faol aralashsa, g‘oyat kengroq bo‘lib ketadi.

**B. Boshqaruv Erkinligi**

Natijada, boshqaruvchilar investorlarning fondlarini qanday taqsimlash bo‘yicha katta nazorat huquqlariga (diskretsiya) ega bo‘lib qoladilar. Birinchidan, ular bu fondlarni o‘zlashtirib olishlari mumkin. Masalan, piramida sxemalarida tashkilotchilar tez orada pul bilan qochib ketishadi. Fondlarni boshqaruvchi tomonidan o‘zlashtirish oddiy naqd pul olishdan ham murakkabroq shakllarda amalga oshirilishi mumkin, masalan, transfer narxlari orqali. Misol uchun, boshqaruvchilar o‘zlariga tegishli mustaqil kompaniyalar tashkil etishi va boshqa firmaga asosiy kompaniya mahsulotlarini bozor narxidan pastroq bahoga sotishi mumkin. Rus neft sanoatida, boshqaruvchilarga tegishli savdo kompaniyalariga neftni (ko‘pincha umuman to‘lov qilmasdan) sotish keng tarqalgan. Yana bir dramatik variant - bu faqat mahsulot emas, balki aktivlarni ham boshqaruvchilarga tegishli bizneslarga bozor narxidan pastroq bahoga sotish.

Masalan, The Economist (iyun 1995) chaebollarning ba'zan o‘z qarindoshlariga subsidiyalarni past bahoga sotganliklarini bildiradi. Zingales (1994) esa davlat nazoratidagi bir italyan kompaniyasining boshqa kompaniyaga juda yuqori bahoga aktivlar sotgan voqeasini bayon qiladi. Sotib oluvchi kompaniya, sotuvchi kompaniyadan farqli ravishda, katta miqdorda minoritar aktsionerlarga ega edi va bu aktsionerlar ushbu bitim tufayli sezilarli darajada zarar ko‘rdilar. Qisqacha qilib aytganda, to‘g‘ridan-to‘g‘ri o‘zlashtirish - bu moliya kirituvchilari hal qilishi kerak bo‘lgan agentlik muammosining tez-tez uchraydigan namoyishi.

Nihoyat, o‘quvchi bunday musodara muhimligini rad etishdan oldin, 18- va 19-asrlarda Britaniya, Kontinental Yevropa va Rossiyada korporativ huquqning rivojlanishi ko‘pincha menejerlar tomonidan o‘zlashtirish muammosiga qaratilganligini ta'kidlaymiz, chunki ishdan bo‘yin tovlash yoki imperiya qurish kabi muammolar unchalik muhim emas edi (Hunt (1936), Owen (1991)). Hozirgi kunda ko‘pgina mamlakatlarda investorlar Rossiya, Koreya yoki Italiyaga qaraganda yaxshiroq huquqiy himoyaga ega. Masalan, AQShda sudlar menejerlarning kompaniya aktivlarini o‘zlariga o‘tkazishini nazorat qilishga harakat qiladi, ammo hatto AQShda ham boshliqlarning maoshlari yoki transfer narxlari shubhali holatlar uchraydi. Misol uchun, Mayami moliyachisi Viktor Posner 1985-yilda oʻz nazoratidagi DWG kompaniyasidan kompaniya zarar koʻrgan paytda 8 million dollardan ortiq maosh oldi (New York Times, 23-iyun, 1986). AQShda menejerlar tomonidan investorlarni musodara qilish odatda sudlar tomonidan cheklanganligi sababli, menejerlar ko‘proq investorlar mablag‘larini shaxsiy manfaatlar uchun nozikroq usullarda sarflash imkoniyatiga ega. Eng kam zararli usul — bu hashamatli gilamlar yoki kompaniya samolyotlari kabi imtiyozlardan foydalanishdir (Burrough va Helyar, 1990). Menejerlar kompaniyani mantiqiy chegaradan tashqari kengaytirish, erkin pulni qayta sarmoyalash yoki shaxsiy loyihalarni amalga oshirishga intilganda esa zarar koʻproq boʻladi. Menejment adabiyotida menejerlar nazorat huquqlaridan investorlar emas, balki oʻzlari foyda oladigan loyihalarni amalga oshirish uchun qanday foydalanishi tushuntirilgan (Baumol (1959), Marris (1964), Williamson (1964), Jensen (1986) va boshqalar). Grossman va Hart (1988) bu foydalarni "nazoratning shaxsiy manfaatlari" deb atashadi. Eng muhimi, menejerlar oʻzlarini mustahkamlab, kompaniyani boshqarishga qodir emasligiga qaramay, lavozimda qolish orqali ham aktsiyadorlarni musodara qilishi mumkin (Shleifer va Vishny (1989)). Jensen va Ruback (1983) ta'kidlaganidek, almashtirilishga qarshilik ko‘rsatadigan yomon menejerlar agentlik muammosining eng qimmat ko‘rinishi bo‘lishi mumkin. Menejerlar opportunizmi — investorlarni musodara qilish yoki kompaniya mablag‘larini noto‘g‘ri taqsimlash — investorlarning kompaniyaga sarmoya kiritish istagini pasaytiradi (Williamson (1985), Grossman va Hart (1986)). Korporativ boshqaruvning ko‘p qismi menejerlarning o‘zlari yoki investorlarning menejerlarga qo‘ygan cheklovlariga bag‘ishlanadi, bu esa resurslarning noto‘g‘ri taqsimlanishini kamaytirib, investorlarni ko‘proq mablag‘ ajratishga undaydi. Biroq, bu cheklovlar bilan ham natijalar menejer o‘z mablag‘lari bilan kompaniyani moliyalashtirganida sodir bo‘ladigan samaradorlikdan past bo‘ladi.

Yana bir qiziqarli muammo — investorlar mablag‘larni kiritganidan keyin resurslarning samarali taqsimlanishi. Faraz qilaylik, menejer toʻgʻridan-toʻgʻri resurslarni musodara qilolmaydi, lekin investorlarga pulni qaytarish majburiyatidan ozod. Menejer oʻziga 10 dollar shaxsiy foyda keltiradigan, biroq investorlarga 20 dollar zarar yetkazadigan loyihani amalga oshirishni rejalashtiradi. Agar menejer kompaniyada ulushga ega boʻlmasa, Jensen va Meckling (1976) ta'kidlaganidek, u loyihani amalga oshiradi va bu ex post (keyingi) samarasizlikka olib keladi (investorlar bunday kompaniyaga sarmoya kiritishni kamaytirgani uchun ex post samarasizlik ham yuzaga keladi). Jensen-Meckling stsenariysi savol tug‘diradi: nega investorlar menejerga, masalan, 11 dollar to‘lab, samarasiz loyihani to‘xtatishga urinmaydi? Bu Coase (1960) teoremasi bashorat qilgan va Grossman va Hart (1986) ex post sodir boʻlishini taxmin qilgan holat boʻlardi. Ba'zi hollarda, masalan, menejerlarga "oltin parashyut" shartnomalari orqali to‘lov qilish (dushman egallash takliflarini qabul qilish uchun) kuzatiladi (Walkling va Long (1984), Lambert va Larcker (1985)). Ko‘pincha esa investorlar har bir harakat uchun menejerlarga to‘lamaydi va ex post samarali natijalarga erishilmaydi. Jensen-Meckling nuqtai nazari amaliy jihatdan to‘g‘ri, Coase teoremasi esa amal qilmaydi. Coase teoremasining muvaffaqiyatsizligining an'anaviy sababi — ko'plab investorlarning menejerga pora to'lash uchun kelishuvi kerakligi — bu yerda ahamiyatsiz, chunki menejer faqat kichik direktorlar kengashi bilan kelishishi yetarli. Menejerlarning investorlarni tahdid qilib, samarasiz harakatlarni to‘xtatish uchun pora talab qilishini ko‘rmaymiz, chunki bu ularning investorlarga bo‘lgan "sadoqat majburiyati"ni buzadi. Bu majburiyatni buzish sudlarda jazolanishi mumkin (Clark (1985)). Biroq, savol tugʻiladi: nega bu majburiyat mavjud, agar u menejer va investorlar o‘rtasidagi samarali ex post kelishuvlarga toʻsqinlik qilsa? "Sadoqat majburiyati"ning asosiy maqsadi — menejerlarning shartnomalarda koʻzda tutilmagan holatlarda investorlarni doimiy tahdid qilib, pora talab qilishining oldini olishdir. Investorlar uchun doimiy tahdidlarga duchor boʻlishdan koʻra, kelishuvlardan butunlay voz kechish yaxshiroqdir. Bu xulosa korruptsiyaning nega qonuniylashtirilmaganligi bilan oʻxshash: jamoat amaldorlarning xususiy faoliyatga toʻsiq qoʻyib, pora olish imkoniyatini yaratishiga yoʻl qoʻymaslik kerak (Shleifer va Vishny (1993)). Biroq, natijada korruptsiya cheklanganligi sababli, ex post samarali kelishuvlar amalga oshmaydi. Xuddi shu tarzda, agar "sadoqat majburiyati" menejerni shaxsiy manfaat uchun harakat qilishdan to‘xtatish uchun to‘lashga toʻsqinlik qilsa, u holda bu harakatlar menejerga investorlarga yetkazgan zararga qaraganda kamroq foyda keltirsa ham amalga oshiriladi.

C. **Motivatsion Shartnomalar**

Oldingi bo‘limda biz to‘liq va shartli shartnomalar amalga oshirib bo‘lmaydigan holatlarda agentlik muammosini ko‘rib chiqdik. Shartnomalar to‘liq bo‘lmagan va boshqaruvchilarning aktsionerlarga qaraganda ko‘proq mutaxassislikka ega bo‘lgan hollarda, boshqaruvchilar odatda nazoratning qoldiq huquqlariga ega bo‘lib qoladi, bu esa ularning o‘z manfaatlari uchun keng harakat qilish imkoniyatini yaratadi. Ba'zi hollarda, bu boshqaruvchilarning juda ham samarasiz harakatlar qilishiga olib keladi, bu esa investitsiya kirituvchilarga boshqaruvchilarning shaxsiy foydalaridan ancha ortiq zarar etkazadi. Bundan tashqari, boshqaruvchilarning aktsionerlarga bo‘lgan vijdonsizlik vazifasi ushbu noeffektivlikni ex post (keyingi bosqichda) shartnoma orqali hal qilishni qiyinlashtiradi. Yaxshiroq echim esa, boshqaruvchiga oldindan juda shartli va uzoq muddatli motivatsion shartnoma berishdir, bu esa uning manfaatlarini investitsiya kirituvchilar manfaatlari bilan moslashtiradi.

Ba'zi kelajak hodisalarida boshqaruvning shaxsiy manfaatlari chegarasining qiymati boshqaruvchining shartli kompensatsiyasining chegaraviy qiymatidan oshishi mumkin, ammo agar to‘lovning motivatsion qismi yetarlicha katta bo‘lsa, bunday holatlar nisbatan kam uchraydi. Shunday qilib, motivatsion shartnomalar boshqaruvchini investitsiya kirituvchilar manfaatlariga muvofiq harakat qilishga undashi mumkin, ammo bunda qora to‘lash (rüşvet)ni rag‘batlantirmaydi, garchi bunday shartnomalar dunyoning yomon holatlarida boshqaruvchilarning kompensatsiyasining pastki chegarasi mavjud bo‘lganda va boshqaruvning shaxsiy manfaatlari yuqori bo‘lganda qimmatga tushishi mumkin.

Odatda, bunday shartnomalarni amalga oshirish uchun boshqaruvchining qarorining sifati bilan kuchli bog‘liq bo‘lgan ba'zi ishonchli daromad o‘lchovlari sudlarda tasdiqlanishi kerak. Ba'zi hollarda, investitsiya kirituvchilarning kuzatiladigan, lekin tasdiqlanmaydigan signallarga asoslangan amallarni bajarishga oid aniqliksiz tahdid yoki va'dasi ham yetarli bo‘lishi mumkin.

Motivatsion shartnomalar turli shakllarda bo‘lishi mumkin, masalan, aktsiyalar egallash, opsiyonlar yoki past daromad holatida bo‘lishni tahdid qilish (Jensen va Meckling (1976), Fama (1980)). Optimal motivatsion shartnoma boshqaruvchining riskdan qo‘rqish darajasiga, uning qarorlarining ahamiyatiga va uning pul oqimiga ega bo‘lish uchun oldindan pul to‘lash qobiliyatiga bog‘liq (Ross (1973), Stiglitz (1975), Mirrlees (1976), Holmstrom (1979, 1982)).

Motivatsion shartnomalar amalda juda keng tarqalgan. Motivatsion shartnomalar va boshqaruvchilarning mulkiyati haqidagi empirik adabiyot kamida Berle va Means (1932)ga borib taqaladi, ular katta korporatsiyalarda boshqaruvchilarning mulkiyati juda kam bo‘lib, bu esa ularni foyda maksimallashtirishga qiziqtirmaydi deb taxmin qilishadi. Ba'zi erta tadqiqotlar Berle va Meansga qarshi chiqib, to‘lov va natijalar o‘rtasidagi musbat munosabatlarni ko‘rsatib, mulkiyat va nazoratning to‘liq ajralishi gipotezini rad etadi (Murphy (1985), Coughlan va Schmidt (1985), Benston (1985)).

So‘nggi paytlarda Jensen va Murphy (1990) AQSh rahbarlarining to‘lovlari natijalarga nisbatan sezgirligini tekshirishdi. Jensen va Murphy faqat maosh va bonuslarni emas, balki aktsiya opsiyonlarini va yomon natijalardan keyingi bo‘lish ehtimolini ham ko‘rib chiqishdi. Ular bir qiziq raqamga erishdilar: rahbarlik to‘lovlari firma aktsionerlarining boyliklarida har $1000 o‘zgarishga nisbatan taxminan $3 ga ko‘tariladi (yoki pasayadi). Berle va Means kabi, Jensen va Murphy ham o‘z natijalarini noeffektiv to‘lov tizimlarining dalili sifatida talqin qilishdi, garchi ularga ko‘ra bu tartiblar siyosiy sabablarga ko‘ra juda yuqori to‘lovlarga cheklovlar bilan bog‘liq bo‘lsada.

Kaplan (1994a,b) AQSh, Germaniya va Yaponiyada to‘lov (va bo‘lish)ning natijalarga nisbatan sezgirligi o‘xshashligini ko‘rsatadi, garchi o‘rtacha to‘lov darajasi AQShda eng yuqori bo‘lsa-da. Savol shundaki, barcha mamlakatlarda natijaga asoslangan to‘lovni to‘lashda shunga o‘xshash nosozlik bormi yoki, aksincha, Jensen va Murphy tomonidan topilgan natijalar shunchaki intuitiv tarzda tushunarsiz emasmi? Xususan, hatto Jensen va Murphy tomonidan topilgan to‘lovning natijalarga nisbatan sezgirligi rahbarlik boyliklarida ulkan tebranishlarni keltirib chiqarishi mumkin, bu esa katta risk tolernitsiyasini talab qiladi. Ko‘proq sezgirlilik riskdan qo‘rqadigan rahbarlar uchun samarali bo‘lmasligi mumkin (Haubrich (1994)).

Yuqori quvvatli motivatsion shartnomalar bilan bog‘liq eng jiddiy muammo shundaki, ular boshqaruvchilarga o‘z foydalariga xizmat qilish uchun ulkan imkoniyatlar yaratadi, xususan, agar bu shartnomalar katta investitsiya kirituvchilar bilan emas, balki motivasiasiz direktorlar kengashi bilan muzokaralar yuritilsa. Boshqaruvchilar daromadlar yoki aktsiya narxlari ko‘tarilishini kutganda yoki hisob-kitoblarni va investitsiya siyosatini manipulyatsiya qilib o‘z to‘lovlarni oshirish uchun bunday shartnomalarni o‘zlari uchun muzokara qilishlari mumkin. Masalan, Yermack (1997) yaxshi yangiliklar e’lon qilinishidan oldin boshqaruvchilarga aktsiya opsiyonlari berilishini va yomon yangiliklardan keyin esa bunday grantlarni kechiktirishni aniqladi. Uning natijalari shuni ko‘rsatadiki, opsiyonlar ko‘pincha motivatsion vosita sifatida emas, balki o‘z foydasiga xizmat qilishning biroz yashirin mexanizmi sifatida ishlatiladi.

Yuqori quvvatli motivatsion shartnomalardagi o‘z foydasiga xizmat qilish imkoniyatlarini hisobga olganda, sudlar va regulatorlar ularga shubha bilan qarashlariga hairatlanishga sabab yo‘q. Oxir oqibat, AQSh sudlarining agentlik muammolariga munosabatini belgilovchi biznes hukmlari qoidasi, sudlarni korporativ qarorlariga aralashishdan chetda tutadi, faqat boshqaruvchilarning to‘lovi va o‘z foydasiga xizmat qilish masalalarida bundan mustasno. Bu qonuniy va siyosiy omillar, AQShda ham, boshqa mamlakatlarda ham umumiy bo‘lib, ehtimol, rahbarlik to‘lovlarining natijalarga nisbatan sezgirligini past saqlashda muhim rol o‘ynagan (Shleifer va Vishny (1988), Jensen va Murphy (1990)).

Bu dalillardan boshqaruvchilar natijalarga umuman qiziqmasligi degan xulosaga o‘tish xatosidir, ammo shuningdek, motivatsion shartnomalar agentlik muammosini butunlay hal qiladi degan fikrni isbotlash ham muammo to‘liqdir.

D. **Agentlik Xarajatlari bo‘yicha Dalillar**

Oxirgi o‘n yil ichida investitsiya kirituvchilarning, ayniqsa aktsionerlarning manfaatlariga xizmat qilmaydigan boshqaruvchi xatti-harakatlarning keng tarqalishi haqida ko‘plab dalillar to‘plandi. Bu dalillarning aksariyati kapital bozoridan "voqea" tadqiqotlari shaklida keladi. G‘oya shundan iboratki, agar boshqaruvchilar ma'lum bir harakatni e'lon qilganda aktsiya narxi tushsa, bu harakat aktsionerlarning emas, balki boshqaruvchilarning manfaatlariga xizmat qiladi. Ba'zi hollarda bu xulosaga asoslanish to‘g‘ri kelmaydi, chunki boshqaruvning harakati aktsionerlarning manfaatlariga xizmat qilsa ham, mahsulot bozorga kompaniya haqidagi bog‘liq bo‘lmagan yomon yangiliklarni ham uzatishi mumkin (Shleifer va Vishny (1986a)). Umuman olganda, bunday voqea o‘rganish usuli etarlicha ishonchli hisoblanadi va korporativ boshqaruv va moliya sohasidagi eng keng tarqalgan empirik metodologiyaga aylandi (birinchi voqea o‘rganish Fama, Fisher, Jensen va Roll (1969) tomonidan amalga oshirildi).

Yuqorida ta'kidlab o‘tilganidek, boshqaruvchilarning investitsiya qarorlari odatda investitsiya kirituvchilarning emas, balki o‘zlari manfaatlarini aks ettirishi mumkin. Jensen (1986) o‘zining erkin naqd pul nazariyasida boshqaruvchilarning erkin naqd pulni investitsiya kirituvchilarga qaytarish o‘rniga qayta investitsiya qilishni tanlashini ta'kidlaydi. Jensen neft sanoati misolida, 1980-yillarda integratsiyalangan neft ishlab chiqaruvchilarning yangi neft zaxiralari uchun taxminan barreliga $20 sarflashganini ko‘rsatadi (va shu bilan katta neft qidiruv faoliyatlarini davom ettirish), aktsionerlarga foyda qaytarish yoki bozorda barreliga atigi $6 turadigan isbotlangan neft zaxiralari sotib olish o‘rniga.

McConnell va Muscarella (1986) neft va boshqa firmalar investitsiya loyihalarining e'lon qilinish ta'sirini umumiy ravishda ko‘rib chiqishdi va neft sanoatida bunday e'lonlarning salbiy natijalarini aniqlashdi, garchi boshqa sohalarda bunday bo‘lmasa ham. Investitsiya e'lonlarini o‘rganish murakkabligi shundaki, boshqaruvchilar odatda bunday e'lonlarni qilishga majburlanmagan, shuning uchun ular qiladigan e'lonlar o‘rtacha e'lonlardan yaxshiroq yangiliklar bo‘lishi ehtimoli yuqori. Biroq, neft sanoatidagi boshqaruvchilar hatto yomon yangiliklarni ham e'lon qilishadi.

E'lon tanlash muammosi ba'zi bir turdagi investitsiyalar uchun, ya'ni korxonalarni sotib olish holatida vujudga kelmaydi, chunki deyarli barcha ochiq kompaniyalarning sotib olishlari ommaviy ravishda e'lon qilinadi. Shuning uchun agentlik muammolariga oid eng aniq dalillar korxona sotib olish e'lonlaridan kelib chiqadi. Ko‘plab tadqiqotlar sotib olish e'lonlarida raqobatdoshlarning qaytishlari ko‘pincha salbiy ekanligini ko‘rsatadi (Roll (1986) ushbu dalillarni umumlashtiradi). Lewellen, Loderer va Rosenfeld (1985) topdiki, salbiy qaytishlar eng ko‘p uchrashi, boshqaruvchilarning kam ulushga ega bo‘lgan raqobatdoshlar orasida kuzatiladi, bu esa agentlik muammolarini motivatsiya vositalari bilan yumshatish mumkinligini anglatadi. Morck, Shleifer va Vishny (1990) topdiki, raqobatdoshlarning qaytishlari diversifikatsiya qilganda yoki tez o‘sadigan kompaniyalarni sotib olishda eng past darajada bo‘ladi. Bhagat, Shleifer va Vishny (1990), Lang va Stulz (1994), Comment va Jarrell (1995) diversifikatsiyaning kompaniya baholanishiga salbiy ta'siri haqida o‘xshash dalillarni topdilar. Diversifikatsiya va o‘sish eng ko‘p boshqaruvchilarning, aktsionerlarning emas, maqsadlaridan biri hisoblanadi. Kaplan va Weisbach (1992) AQSh kompaniyalarining diversifikatsiya tarixining yomonligi va keyinchalik ajratib sotishning keng tarqalishini tasdiqlaydi.

Nihoyat, Lang, Stulz va Walkling (1991) Tobin Q ko‘rsatkichlari past va naqd oqimlari yuqori bo‘lgan kompaniyalarda raqobatdoshlarning qaytishlari eng past darajada ekanligini topdilar. Ularining natijasi Jensen (1986) agentlik nazariyasini qo‘llab-quvvatlaydi, unda eng og‘ir agentlik muammolari yomon investitsiya imkoniyatlari va ortiqcha naqd pulga ega bo‘lgan kompaniyalarda sodir bo‘ladi. Xulosa qilib aytganda, kompaniyalarning korxona sotib olish qarorlarida boshqaruvchilarning manfaatlari aktsionerlarnikidan ustun turishi haqida ko‘plab dalillar mavjud.

Agentlik muammolariga oid yanada aniqroq dalillar esa boshqaruvchilarning nazoratning shaxsiy manfaatlarini yo‘qotish bilan to‘g‘ridan-to‘g‘ri tahdid ostida bo‘lgan holatlardan kelib chiqadi. Bular - boshqaruvchilarning korxonani egallashga qarshi qarshilik ko‘rsatish bo‘yicha olib borilgan tadqiqotlar, ularning soni juda ko‘p bo‘lib ketgan. Walkling va Long (1984) topdiki, yuqori daromad keltiradigan egallashlarga qarshi boshqaruvchilarning qarshiligi kamroq ehtimollik bilan sodir bo‘ladi, agar yuqori lavozimdagi boshqaruvchilar bitim orqali aktsiyalar ulushi yoki "oltin paraşyutlar" orqali moliyaviy manfaatga ega bo‘lsa yoki yuqori lavozimdagi boshqaruvchilar o‘z ish joylarini saqlab qolish ehtimoli yuqori bo‘lsa.

Yana bir qator tadqiqotlar shuni ko‘rsatadiki, boshqaruvchilar qarshi-egallash choralari qo‘llasa, aktsionerlar zarar ko‘radilar. Masalan, DeAngelo va Rice (1983) va Jarrell va Poulsen (1988a) korporativ ustavga qarshi-egallash o‘zgarishlarini ommaviy e'lon qilish aktsionerlarning boyliklarini kamaytirishini aniqlashdi, masalan, korporativ kengashni o‘zgartirish uchun 50 foizdan ortiq ovoz talab qiladigan super-ko‘pchilik shartlari. Ryngaert (1988) va Malatesta va Walkling (1988) boshqaruv nazoratiga qarshi chora-qo‘llanmalar bilan duch kelgan kompaniyalarda "zaharli kapsulalar" deb nomlangan vositalar - maqsadli boshqaruvning roziligisiz egallashni juda qimmatga tushirish vositalari - ham aktsionerlarning boyliklarini kamaytirishini aniqlashdi. Comment va Schwert (1995) esa, zaharli kapsulalar mavjud bo‘lgan kompaniyalarda egallashlar tezligi yuqori bo‘lganligi sababli voqea o‘rganish dalillariga shubha bildirdilar.

Umuman olganda, dalillar shuni ko‘rsatadiki, boshqaruvchilar egallashlarga qarshi qarshilik ko‘rsatish orqali o‘z shaxsiy nazorat manfaatlarini himoya qilishadi, aktsionerlarga xizmat qilish emas. Agentlik xarajatlari ahamiyati haqidagi ba'zi dalillar bevosita emas, lekin shunga o‘xshash ishonchli bo‘lishi mumkin. Bajarilgan eng makabr voqea o‘rganishlaridan birida Johnson, Magee, Nagarajan va Newman (1985) aviakatastrofalar yoki yurak urishlari tufayli boshqaruvchilarning birdaniga vafot etishi bilan ulardan boshqarilgan kompaniyalarning aktsiya narxlari ko‘pincha oshishini aniqlashdi. Narx o‘sishlari eng katta korporatsiyalar uchun eng yuqori bo‘ladi, ularda asoschilar investorlarga ko‘p narsa qaytarmasdan katta imperiyalar qurishgan. Ushbu dalillarning ishonchli izohi shundan iboratki, kuchli boshqaruvchilarning vafotidan so‘ng nazorat manfaatlarining oqimi kamayadi.

Boshqaruvning qiymati berilganligi haqida ham ko‘plab dalillar mavjud, bu holda boshqaruvchilar (yoki aktsionerlar) boshqa investitsiya kirituvchilarga o‘xshash manfaatlarga ega bo‘lmagan holatlarda bo‘ladi. Barclay va Holderness (1989, 1992) AQShda katta aktsiya bloklari minoritar ulushlarning post-trade narxidan ancha yuqori narxda sotilganini aniqlashdi, bu esa kontrolli ta'sirga ega bo‘lishi mumkin bo‘lgan bloklarni sotib olganlar maxsus manfaatlarga ega bo‘lishini ko‘rsatadi. Bir qator tadqiqotlar bir xil dividend huquqlariga ega, ammo farqli ovoz berish huquqlariga ega bo‘lgan aktsiyalar narxlarini solishtiradi. Lease, McConnell va Mikkelson (1983, 1984), DeAngelo va DeAngelo (1985), Zingales (1995) AQShda yuqori ovoz berish huquqlari mavjud aktsiyalar premium bilan sotilishini ko‘rsatadi. O‘rtacha olganda, bu premium juda kichik, lekin Zingales (1995) uni firma ustidan nazorat kurashilayotgan vaziyatlarda keskin oshishini ko‘rsatadi, bu yana bir bor boshqaruv jamoasi minoritar investitsiya kirituvchilarga mavjud bo‘lmagan manfaatlarga ega ekanligini tasdiqlaydi.

Hatto yanada dramatik dalillar boshqa mamlakatlardan keladi. Levy (1982) Isroil bo‘yicha o‘rtacha ovoz berish premiumi 45.5 foizni aniqladi, Rydqvist (1987) Shvetsiya uchun 6.5 foizni, Horner (1988) Shveytsariya uchun taxminan 20 foizni ko‘rsatdi, va eng oxirgi tadqiqotda Zingales (1994) Milano Fond Birjasi uchun 82 foizlik ovoz berish premiumini aniqladi. Zingales (1994) va Barca (1995) Italiyadagi boshqaruvchilar foydalarni o‘zlariga qaratish va non-voting aktsionerlar bilan ulashmaslik imkoniyatlariga ega ekanligini taklif qiladilar. Isroil va Italiyadagi ovoz berish premiumi bo‘yicha dalillar shuni ko‘rsatadiki, agentlik xarajatlari ba'zi mamlakatlarda juda katta bo‘lishi mumkin.

Lekin ular qanchalik katta bo‘lishi mumkin? Rossiya bo‘yicha ba'zi dalillar bu haqda ip uchini beradi. Boycko, Shleifer va Vishny (1993) Rossiya privatlashtirish jarayonida ishlab chiqarish korxonalari har bir xodimga taxminan $100 dan sotilganini, G‘arb korxonalari uchun esa bozor bahosi har bir xodimga taxminan $100,000 ni tashkil etganini hisoblab chiqdi. Ming barobar farq hayot darajasidagi farq bilan tushuntirib bo‘lmaydi, chunki Rossiya hayot darajasi G‘arbning o‘n bir qismiga teng. Hatto bu farqni hisobga olganda ham, rossiya aktivlari 99 foizlik chegirma bilan sotildi. O‘xshash dalillar neft sanoatidan keladi, bu yerda rossiya kompaniyalari isbotlangan zaxiralarga barreliga atigi 5 sentdan baholanadi, G‘arb neft kompaniyalari uchun o‘rtacha $4 dan $5 gacha bo‘ladi.

Ushbu 99 foizlik chegirmada davlat egallashlari, nazorati va soliqqa tortish haqiqati albatta muhim rol o‘ynaydi. Yomon boshqaruv ham tarixning bir qismi bo‘lishi mumkin. Ammo shunchaki muhim bo‘lgan jihat shundaki, rossiya firmalarining boshqaruvchilari foyda va aktivlarni o‘zlariga qaratish imkoniyatiga ega bo‘lishdi. Rossiya bo‘yicha dalillar shuni ko‘rsatadiki, investitsiya kirituvchilarni himoya qilish rejimida agentlik xarajatlarining yuqori chegarasi qiymatning 99 foizi bo‘lishi mumkin.

II. **Boshqaruvsiz Moliyalashtirish**

Oldingi bo‘lim korporativ boshqaruvning asosiy savolini ko‘taradi: nima uchun investitsiya kirituvchilar o‘z mablag‘larini, teoriya va dalillar boshqaruvchilarning bu pul bilan nima qilishga juda katta erkinlikka ega ekanligini ko‘rsatganda ham, ularga berib yuboradilar? Bu savol ayniqsa investitsiya kirituvchilar uchun qiziqarli, chunki ular, yuqori malakali xodimlar va boshqaruvchilardan farqli o‘laroq, bir marta pulni ajratib bergandan so‘ng kompaniyaga yordam berishda maxsus qobiliyatga ega emaslar. Ularning investitsiyasi "cho‘kkan" hisoblanadi va hech kim - xususan boshqaruvchilar - ularga ehtiyoj sezmaydi. Biroq, shunga qaramay, tashqi moliyalashtirish deyarli barcha bozor iqtisodiyotlarida sodir bo‘ladi va rivojlangan mamlakatlarda esa ulkan miqyosda amalga oshiriladi. Bu qanday sodir bo‘ladi?

Ushbu bo‘limda biz tashqi moliyalashtirishning siriga oid turli javoblarni muhokama qilishni boshlaymiz, avvalo boshqaruvga to‘g‘ri keladigan ikki izohga e’tibor qaratamiz: firma va boshqaruvchilarning reputatsiyasi haqidagi g‘oya va investitsiya kirituvchilarning soddaligi va aldash mumkin bo‘lgan holatlar. Bu ikki yondashuvning umumiy elementi shundan iboratki, investitsiya kirituvchilar o‘z fondlariga nisbatan hech qanday nazorat huquqlarini olmaydilar, faqat kelajakda pul ishlash umidiga ega bo‘ladilar.

**Reputatsiya qurish** - bu odamlar shartnomalarini bajarganliklarini tushuntirish uchun juda keng tarqalgan izohdir, hatto ularni majburiy ravishda bajartirish imkonsiz bo‘lganda ham (masalan, Kreps (1990) ni ko‘ring). Moliyalashtirish kontekstida dalil shundan iboratki, boshqaruvchilar investitsiya kirituvchilarga pulni qaytarishadi, chunki ular kelajakda kapital bozoriga qaytib, fond jalb qilishni rejalashtirishadi va shuning uchun kelajakdagi investitsiya kirituvchilarni pul berishga ishonch hosil qilish uchun yaxshi risk sifatida reputatsiya qurishlari kerak. Ushbu dalil dastlab suveren qarz olish kontekstida ilgari surildi, bunda shartnomalarni qonuniy jihatdan bajartirish deyarli mavjud emas (Eaton va Gersovitz (1981), Bulow va Rogoff (1989)). Biroq, bir nechta yangi maqolalar shaxsiy moliyalashtirishning reputatsiya qurish modellarini taqdim etdi. Diamond (1989, 1991) firmalar qisqa muddatli qarzlarini qaytarish orqali yaxshi qarzdorlar sifatida reputatsiya qurishini ko‘rsatadi, Gomes (1996) esa dividend to‘lovlarining firmalarga aktsionerlik kapitalini jalb qilishga yordam beradigan reputatsiya yaratishini ko‘rsatadi.

Reputatsiya modellari albatta ko‘p jihatdan haqiqatni aks ettiradi, garchi ularning ba’zi muammolari ham mavjud. Bulow va Rogoff (1989) ta'kidlaganidek, sof reputatsion dalillar orqaga qarab rekursiv muammo bilan duch keladi. Faraz qiling, kelajakda (yoki dunyo holatlarining ba’zi variantlarida) boshqaruvchi uchun tashqi fondlar jalb qilish imkoniyatlaridan olinadigan foyda, allaqachon investitsiya kirituvchilarga va'da bergan to‘lovlardan ko‘ra kamroq bo‘lsa. Bu holda u o‘z to‘lovlarini rasional ravishda rad etadi. Albatta, agar investitsiya kirituvchilar bunday vaqt yoki holatga kelishini kutgan bo‘lsa, ular dastlab firma bilan moliyalashtirishni amalga oshirmas edilar. Bulow va Rogoff tomonidan muhokama qilingan ayrim ehtimolli sharoitlarda, muammo yechimga olib kelmaydi va tashqi moliyalashtirishning imkoni yo‘q bo‘ladi.

Reputatsiya albatta firmalarning pul jalb qilish qobiliyatining muhim sababi bo‘lsa-da, mavjud tadqiqotlar shuni ko‘rsatadiki, u tashqi moliyalashtirishning to‘liq izohi bo‘la olmaydi. Masalan, Diamond (1989) korporativ qarz olish modelida reputatsiya boshqaruvchilarning aktivlarni firma bilan olib ketishini oldini oladigan kredit beruvchilarni himoya qilish mexanizmlari bilan birgalikda rol o‘ynaydi.

Investitsiya kirituvchilarning kompaniyalarga pul berishiga sabab bo‘ladigan yana bir alternativ nazariya esa investorlarning ortiqcha optimistikligiga murojaat qiladi. Investitsiya kirituvchilar kompaniyalar haqida hursand bo‘lib qolishadi va shuning uchun pulni qaytarib olish haqida ko‘p o‘ylamasdan, faqat qisqa muddatli aktsiya narxining o‘sishiga umid qilib moliyalashtirishadi. Ushbu hikoyaning ekstremal versiyasi Ponzi sxemalaridir, bunda targ‘ibotchilar ketma-ket tashqi fondlar jalb qilishadi va keyingi investitsiya kirituvchilardan olingan mablag‘lardan avvalgi investitsiya kirituvchilarga to‘lov qilishadi, shu bilan yuqori daromadlar tasvirini yaratadilar.

Ponzi sxemalarisiz ham, agar investitsiya kirituvchilar qisqa muddatli kapital o‘sishiga juda optimistik bo‘lsa va kompaniyaning oxir-oqibat investitsiya kirituvchilarga qaytarib berishi haqida qayg‘urmasdan pulni ajratib bersalar, tashqi moliyalashtirish samarali boshqaruv mexanizmlari mavjud bo‘lmasada davom etishi mumkin. Delong, Shleifer, Summers va Waldmann (1989, 1990) investitsiya kirituvchilarning ortiqcha optimistikligiga asoslangan tashqi moliyalashtirishning dastlabki modellarini taqdim etishdi. Piramida sxemalari barcha yirik moliya bozorlarining asosiy elementi bo‘lib, kamida Louisiana va Janubiy Denga Pufakchalari (Kindleberger (1978)) vaqtlariga borib taqaladi. Dunyodagi deyarli barcha temiryo‘l qurilish boomlari investitsiya kirituvchilar tomonidan moliyalashtirilgan, ularning hech qanday himoyasi bo‘lmagan, faqat umidi bo‘lgan. AQShda bunday sxemalar 1920-yillarda juda keng tarqalgan edi (Galbraith (1955)), va bugungi kunda ham ba'zan sodir bo‘ladi. Ular ko‘plab o‘tish iqtisodiyotlarida ham uchrab turadi, masalan, Rossiyaning mashhur piramida sxemasi MMM, unda millionlab odamlar televiziyada reklama qilish uchun foydalaniladigan pulni jalb qilish uchun aktsiyalarga obuna bo‘lishdi, lekin haqiqatan esa Ponzi sxemasini amalga oshirishdi.

Sharqiy Osiyo iqtisodiyotlarida bo‘zilayotgan ulkan hajmdagi aktsionerlik moliyalashtirishning bir qismi investitsiya kirituvchilarning yaqin vaqt ichida narx ko‘tarilishiga bo‘lgan optimistikligi va boshqaruvchilarni investitsiya kirituvchilarga qaytarib berishga majbur qiladigan mexanizmlarning zaifligiga e'tibor bermaslikka asoslangan deb taxmin qilish notabii emas. Oxirgi yillarda statistik dalillar investitsiya kirituvchilarning optimistikligining kamida ba’zi bozorlarda moliyalashtirish uchun muhimligini ko‘rsatadi. Kaplan va Stein (1993), masalan, 1980-yillarning oxirida AQShda egallashlarni moliyalashtirish uchun ishlatilgan yuqori daromadli obligatsiyalar investitsiya kirituvchilar tomonidan sistematik ravishda baholanib ketganligi haqida dalillar taqdim etadi. AQSh va boshqa mamlakatlardan kelgan dalillar ham kompaniyalarning birinchi yoki ikkinchi emissiyalarda aktsiyalar chiqarishlari sistematik ravishda baholanib ketganini ko‘rsatadi (Ritter (1991), Loughran, Ritter va Rydqvist (1994), Pagano, Panetta va Zingales (1995), Teoh, Welch va Wong (1995)). Ushbu dalillar yangi emissiyalar to‘plashning aksariyati aksiyalar narxlari yuqori bo‘lgan davrlarda sodir bo‘lishi, IPO-larning uzun muddatli past samaradorligi, emissiyadan oldingi foyda manipulyatsiyalari va emissiyadan keyingi foydalanishning pasayishi kabi holatlarni ko‘rsatadi. Qisqacha qilib aytganda, investitsiya kirituvchilarning ortiqcha optimistikligi investitsiya instrumentlari emissiyasini tushuntirish uchun kamida bir oz izohlash quvvatiga ega bo‘lishi ko‘rinadi.

Biroq, biz umuman olganda investitsiya kirituvchilar boshqaruvchilar hamma narsani o‘g‘irlashi mumkin bo‘lgan holatlarda haqiqatan ham befoyda qiymatga ega bo‘lgan qiymatli qog‘ozlarga yaxshi pul to‘lashga tayyor deb o‘ylamaymiz. Agentlik nazariyasiga oid dalillar ko‘rsatadiki, boshqaruvchilar chegaralangan boyliklarni o‘g‘irlashi mumkin va shuning uchun investitsiya kirituvchilar sotib olgan qiymatli qog‘ozlarning ba'zi fundamental qiymatlari mavjud. Ushbu qiymatli qog‘ozlarning qiymatga ega ekanligini tushuntirish uchun biz investitsiya kirituvchilarning ortiqcha optimistikligidan tashqari nazariyalarga muhtojmiz.

III. **Huquqiy Himoya**

Investitsiya kirituvchilar tashqi moliyalashtirishni firma uchun ta'minlashning asosiy sababi shundan iboratki, ular nazorat huquqlarini olishadi. Tashqi moliyalashtirish - bu firma sifatida yuridik shaxs va moliyaviy investitsiya kirituvchilar o‘rtasidagi shartnoma bo‘lib, u moliya kirituvchilarga firmalarning aktivlariga nisbatan ma'lum huquqlarni beradi (Hart (1995), II qism). Agar firma boshqaruvchilari shartnomani buzsa, moliya kirituvchilar sudga murojaat qilib o‘z huquqlarini amalga oshirish imkoniga ega bo‘ladilar. Dunyo bo‘ylab korporativ boshqaruv tizimlari orasidagi farqlarning ko‘pchiligi boshqaruvchilarning moliya kirituvchilarga bo‘lgan huquqiy majburiyatlarining tabiatidagi farqlardan hamda sudlarning ushbu majburiyatlarni qanday talqin qilishi va amalga oshirishidan kelib chiqadi.

Aktsionerlarning eng muhim huquqi - bu korxona birlashmalariga, likvidatsiyaga, hamda boshqaruv kengashining sayloviga kabi muhim korporativ masalalar bo‘yicha ovoz berish huqukidir, bunda tanlangan direktorlar o‘z navbatida boshqaruv bilan bog‘liq ma'lum huquqlarga ega bo‘ladi (Manne (1965), Easterbrook va Fischel (1983)). (Ovoz berish huquqlarini aktsiyalar qiymati haqidagi muhim xususiyat sifatida VI bo‘limda muhokama qilamiz.) Biroq, ovoz berish huquqlarini amalga oshirish va himoya qilish qimmatga tushadi. Ko‘plab mamlakatlarda aktsionerlar pochta orqali ovoz bera olmaydilar va ovoz berish uchun umuman aksiyadorlar yig‘ilishiga borib kelishlari kerak – bu talab kichik investitsiya kirituvchilarning deyarli hech qachon ovoz bermasligini kafolatlaydi. Rivojlangan mamlakatlarda sudlar ovoz berish jarayonining amalga oshirilishini kafolatlashga ishonch hosil qilish mumkin, ammo hatto shu yerda ham boshqaruvchilar ovoz berish jarayoniga aralashadilar, aktsionerlarni o‘zlari tomoniga tortishga harakat qiladilar, raqiblarga ma'lumotni yashiradilar va hokazo (Pound (1988), Grundfest (1990)). Huquqiy tizim zaif mamlakatlarda esa aktsionerlarning ovoz berish huquqlari yanada ochiq ravishda buziladi. Rossiya boshqaruvchilari ba'zan xodim-aktsionerlarni, agar ular boshqaruv bilan birgalikda ovoz bermasalar, ishdan bo‘shatish bilan tahdid qiladilar, yillik yig‘ilishlar haqida aktsionerlarga xabar bermaydilar, raqib aktsionerlarni texnik jihatdan ovoz bermaslikka majbur qilishga harakat qiladilar va hokazo. Bundan tashqari, Stalinga murojaat qilganda, "odamlar qanday ovoz bersa ham muhim emas, kim ovozlarni hisoblaydi shu muhim," degan gapni eslatish mumkin – va ovozlarni boshqaruvchilar hisoblaydi. Biroq, hatto Rossiya sharoitida ham, sudlar kompaniya boshqaruvchilari katta aktsionerni ro‘yxatdan o‘chirganida uning huquqlarini himoya qilgan. Xulosa qilib aytganda, aktsionerlarning ovoz berish huquqlarining huquqiy darajasi ham, sudlar tomonidan himoyalanishi ham mamlakatlararo katta farqlarga ega.

Agar aktsionerlar boshqaruv kengashini saylashsa ham, direktorlar albatta ularning manfaatlarini ifoda etmasligi mumkin. Korporativ kengashlar tuzilishi hatto rivojlangan iqtisodiyotlar ichida ham juda farq qiladi: Germaniyada ikki pog‘onalı nazorat va boshqaruv kengashlaridan, Yaponiyada ichki tomonlarga moyill kengashlardan, AQShda aralash kengashlardan iboratdir (Charkham (1994)). Har qanday mamlakatdagi kengash samaradorligi savoliga javob topish mushkul va kontroversial bo‘lib chiqqan. Mavjud tizimli dalillar aralash. Masalan, AQShda boshqaruv kengashlari, xususan tashqi direktorlarga moyill kengashlar, ba'zan yomon natijalar ko‘rsatgandan so‘ng yuqori lavozimdagi boshqaruvchilarni o‘rnidan bo‘shatishadi (Weisbach (1988)). Ammo kengash haqiqatan ham faol harakat qilishi uchun ish faoliyatidagi haqiqiy falokat sodir bo‘lishi kerak (Warner, Watts va Wruck (1988)). Yaponiya va Germaniya bo‘yicha dalillar (Kaplan (1994a,b)) ham ko‘rsatadiki, kengashlar juda passiv bo‘lib qoladi, garchi ekstremal holatlarda faollashsa ham. Mace (1971) va Jensen (1993) AQSh korporativ kengashlarining umuman olganda boshqaruv tomonidan bosib olinishini juda kuchli ravishda isbotlashadi. Ko‘plab mamlakatlarda aktsionerlarning ovoz berish huquqlari boshqaruvchilarning aktsionerlarga vijdonsizlik vazifasi bilan to‘ldiriladi. Eng umumiy qilib aytganda, boshqaruvchilar aktsionerlar manfaatlariga xizmat qilish majburiyatiga ega. Bu vazifaning mosligi haqida tez-tez bahslashishlar bo‘ladi, chunki ba'zi odamlar boshqaruvchilarning xodimlarga, jamoatchilikka, kredit beruvchilarga, davlatga va boshqa tomonlarga ham vijdonsizlik vazifasiga ega bo‘lishi kerak deb hisoblaydilar (Hopt va Teubner, Eds. (1985) maqolalariga qarang). Biroq, OECD mamlakatlaridagi sudlar boshqaruvchilarning aktsionerlarga vijdonsizlik vazifasini umuman olganda qabul qilishgan.

Buning uchun yaxshi sabab bor. Aktsionerlar tomonidan qilingan investitsiyalar ko‘p jihatdan "cho‘kkan" hisoblanadi va ulardan firmaning keyingi investitsiyalari uchun ko‘proq pul talab qilinmaydi. Bu xodimlar, mahalliy aholi va hatto kredit beruvchilar uchun kamroq holatda bo‘ladi. Masalan, xodimlar mehnatlariga demak-bo‘lganlik to‘lovi tezda amalga oshiriladi va ular korxonani kasbini tark etish bilan tahdid qilish orqali uni bosib olish imkoniyatiga ega bo‘lib, aktsionerlarga qaraganda ancha yaxshi holatda bo‘ladilar. Investitsiyalari cho‘kkanligi sababli, aktsionerlar egallab olinishdan boshqa tomonlardan kamroq himoyalangan bo‘ladilar. Ularni dastlabki investitsiya qilishga undash uchun ularga kuchliroq himoya, masalan, vijdonsizlik vazifasi kerak bo‘ladi.

Ehtimol, vijdonsizlik vazifasining eng keng qabul qilingan elementi boshqaruvchilarning o‘z foydasiga xizmat qilishiga qo‘yiladigan qonuniy cheklovlardir, masalan, to‘g‘ridan-to‘g‘ri o‘g‘rilik, ortiqcha kompensatsiya yoki boshqaruv va uning qarindoshlariga qo‘shimcha aktsiyalar (masalan, equity) chiqarish. Ba'zi hollarda qonun o‘z foydasiga xizmat qilishni to‘g‘ridan-to‘g‘ri taqiqlaydi; boshqa hollarda esa sudlar bunday amallarni taqiqlaydigan korporativ ustavlarni amalga oshiradi (Easterbrook va Fischel (1991) ni ko‘ring). Boshqaruvchilarga qo‘yilgan ba'zi qonuniy cheklovlari ularning harakatlarini cheklash orqali amalga oshiriladi, masalan, katta qarorlar qabul qilishdan oldin boshqaruv kengashiga maslahat olishni talab qiladi yoki aktsionerlarga aktivlarni past narxlarda sotishni to‘xtatish uchun baholash vositalarini beradi. Boshqa cheklovlar esa minoritar aktsionerlarning ichki tomonlar singari muomala qilinishini talab qiladi (Holderness va Sheehan (1988a)).

IV. **Katta Investitsiya Kirituvchilar**

Agar huquqiy himoya kichik investitsiya kirituvchilarga pul ajratishga undash uchun yetarli nazorat huquqlarini bermasa, ehtimol investitsiya kirituvchilar o‘zlarining nazorat huquqlarini oshirish uchun "katta" bo‘lishlari mumkin. Agar nazorat huquqlari bir necha katta investitsiya kirituvchilarning qo‘llarida to‘plansa va ularning jamlangan naqd oqimi ulushi katta bo‘lsa, investitsiya kirituvchilar tomonidan birgalikda harakat qilish juda osonroq bo‘ladi, chunki nazorat huquqlari ko‘plab kichik investitsiya kirituvchilarga bo‘linmagan holda bir necha katta investorlarda to‘planadi. Ayniqsa, bunday birgalikda harakat qilish sudlardan minimal yordam bilan amalga oshirilishi mumkin. Boshqacha qilib aytganda, mulkiyatlarni konsentratsiya qilish huquqiy himoyani yanada samarali darajada oshiradi.

Mulkiyatni konsentratsiya qilishning bir necha shakli mavjud, jumladan, katta aktsionerlar, egallashlar va katta kredit beruvchilar. Ushbu bo‘limda biz mulkiyatni konsentratsiya qilishning ushbu shakllarini va ular agentlik muammosini qanday hal qilishini muhokama qilamiz. Keyingi bo‘limda esa katta investitsiya kirituvchilarning mavjudligining ba'zi xarajatlarini ko‘rib chiqamiz.

**Katta Aktsionerlar**

Katta aktsionerlar – bu korporatsiya kapitalining muhim qismini egallagan yagona shaxs yoki guruhdir. Ular odatda kompaniya faoliyatiga katta ta'sir o‘tkazish imkoniyatiga ega bo‘lib, boshqaruvchilarning noto‘g‘ri harakatlariga qarshi kurashishda faol ishtirok etadilar. Katta aktsionerlar boshqaruvchilarning o‘z foydasiga xizmat qilishiga yo‘l qo‘ymaslik uchun bir qator mexanizmlardan foydalanadilar, masalan:

Boshqaruv kengashida vakolatli vakillar tayinlash: Katta aktsionerlar o‘z vakillarini boshqaruv kengashiga kirish orqali boshqaruv jarayoniga to‘g‘ridan-to‘g‘ri ta'sir o‘tkazishlari mumkin.

Bo‘lish (dismissal) amali: Agar boshqaruvchilar samarasiz ishlasa yoki aktsionerlarning manfaatlariga zid harakat qilsa, katta aktsionerlar ularni ishdan bo‘shatishga olib kelishi mumkin.

Sudga murojaat qilish: Katta aktsionerlar o‘z huquqlarini himoya qilish uchun sudga murojaat qilishlari mumkin, masalan, vijdonsizlik vazifasini buzgan holda boshqaruvchilarga qarshi dava chiqarish.

AQShda klassik misol sifatida CalPERS (Kaliforniya Xodimlar Pension Fondi)ni keltirish mumkin, bu fond aktiv tarzda boshqaruv jarayoniga aralashib, samarasiz boshqaruvchilarni ishdan bo‘shatishga intilgan. Katta aktsionerlar agentlik muammosini kamaytirishda muhim rol o‘ynaydi, lekin ular ham o‘z manfaatlarini ko‘rsatishga moyil bo‘lishi mumkin, masalan, kompaniyani o‘zlarining strategik maqsadlariga moslashtirish uchun boshqaruvni bosib olish orqali.

Loyallik vazifasi ko'pgina OECD mamlakatlarida tamomila qabul qilingan bo'lsa-da, sudlar uni qanchalik qat’iylik bilan bajarilishini nazorat qilishi juda farq qiladi. AQShda sudlar boshqaruv o'g'irligi va aktivlarni yo'naltirish holatlariga aralashadilar va agar menejerlar mavjud aktsionerlarni o'zlarga aksiya chiqarib sulaytirish orqali zarar etkazsa, albatta, ular aralashadilar. Sudlar ortiqcha to'lovlar bo'yicha kamroq aralashishadi, ayniqsa agar bu murakkab opsiya shartnomalarini o'z ichiga olgan holda amalga oshirilsa, va menejerlarning biznes qarorlarini, jumladan aktsionerlarga zarar keltiradigan qarorlarni takroran baholash ehtimoli juda past. Ehtimol, eng muhimi, AQShdagi aktsionerlar agar menejerlar loyallik vazifasini buzgan deb hisoblasalar, korporatsiyani sudga tortish huquqiga ega bo'lib, odatda klass to'plam dasturchilik muammolarini chetlab o'tish uchun foydalaniladi. AQSh loyallik vazifasini talqin qilishda menejerlarga nisbatan nisbatan qattiq deb hisoblanadi, garchi Bebchuk (1985) va Brudney va Chirelstein (1978) singari ba'zi olimlar bunday emas deb hisoblashadi. Masalan, Fransiyada korporativ imkoniyatlar doktrinasi, ya'ni menejerlarga korporatsiyaga taqdim etilgan biznes imkoniyatlaridan shaxsan foyda olishni taqiqlaydigan qoidalar sudlar tomonidan qabul qilinmaydi (Tunc (1991)). AQSh va Kanadaning tashqarisida klass to'plam dasturlari umuman ruxsat etilmaydi va shartli to'lovlar taqiqlangan (Romano (1993a)). OECD ning tashqarisida esa loyallik vazifasi ancha zaif tushuncha bo'lib, kamida qisman sudlar biznesga aralashishga qobiliyat yoki istagini yo'qligiga bog'liq. Aktsionerlar singari, kredit beruvchilar ham turli xil huquqiy himoyalarga ega bo'lib, bu ham mamlakatlar bo'yicha farq qiladi. (Bu haqda ko'proq gapirish uchun VI bo'limdagi qarz va bankrotlik munozaralariga qarang.) Bu huquqlar quyidagilarni o'z ichiga olishi mumkin: qarzga zamin sifatida xizmat qiladigan aktivlarni egallash huquqi, kompaniya qarzlarini to'lamasa uni likvidatsiya qilish huquqi, kompaniyani qayta tashkil etish bo'yicha qaror qabul qilish huquqi va qayta tashkil etish jarayonida menejerlarni olib tashlash huquqi. Kredit beruvchilarning huquqiy himoyasi odatda aktsionerlarnikidan ko'ra samaraliroqdir, chunki qarzdorlik - bu sud tomonidan tekshirilishi mumkin bo'lgan oddiy va aniq qarz shartnomasining buzilishi. Boshqa tomondan, agar bankrotlik jarayoni kompaniyalarga kredit beruvchilarning avtomatik to'xtatish huquqini bersa, menejerlar hatto standartlarga rioya qilmasdan ham kredit beruvchilardan qochib ketishi mumkin. Bankrotlik paytida aktivlarni tiklash hatto ta'minlangan kredit beruvchilar uchun ham juda qiyin bo'lishi mumkin (White (1993)). Bir-biriga zid qiziqishlarga ega bo'lgan ko'plab va turli xil kredit beruvchilar mavjud bo'lganda, to'lovni yig'ish qiyinchiliklari yanada ko'proq bo'ladi va bankrotlik jarayoni ko'pincha bir necha yil davom etadi (Baird va Jackson (1985), Gertner va Scharfstein (1991), Weiss (1990)). Albatta, bu qarzni boshlang'ichdan boshlab kamroq jozibador moliyalashtirish vositasi qiladi (Bolton va Scharfstein (1996)). Hali ham, kredit beruvchilar uchun qimmatga tushsa ham, bankrotlik qarzdor firmalar uchun ham juda qiyin kechadi, chunki ularning menejerlari odatda ishdan haydaladi, aktivlar sotiladi va qarz asosan joyida qoladi (Baird (1995)). Shunday qilib, kredit beruvchilarning huquqiy huquqlari qimmat va samarasiz tarzda amalga oshiriladi, ammo ular amalga oshiriladi. Bankrotlik protseduralari juda murakkab bo'lganligi sababli, kredit beruvchilar rasmiy bankrotlik jarayonlaridan tashqari AQShda (Gilson, John va Lang (1990), Asquith, Gertner va Scharfstein (1994)) va Yevropada (OECD (1995)) tez-tez qayta ko'rib chiqadilar. Rivojlanishdagi mamlakatlarda vaziyat yanada yomonroq, chunki sudlar yanada ishonchsiz va bankrotlik qonunlari yanada to'liqsiz. Mavjud bankrotlik protseduralarining samarasizligi ayrim iqtisodchilarni yangi protseduralarni taklif qilishga undadi (Bebchuk (1988), Aghion, Hart va Moore (1992)), bu avvalo bankrot kompaniyasining barcha talablarini kapitalga aylantirish va keyin kapital egalari bankrot firmani nima qilish kerakligini hal qilishga imkon beradi. Uzoq muddatda bu takliflar kredit beruvchilarning huquqlarini amalga oshirish xarajatlarini kamaytirishi mumkin. Xulosa qilib aytganda, investorlarning huquqiy himoyasi darajasi dunyo bo'ylab juda katta farq qiladi. Ba'zi mamlakatlarda, masalan AQSh, Yaponiya va Germaniyada, qonun kamida ba'zi investorlarning huquqlarini himoya qiladi va sudlar ushbu qonunlarni amalga oshirishga nisbatan ochiq. Lekin hatto bu mamlakatlarda ham huquqiy tizim menejerlarga sezilarli ravishda ixtiyor beradi. Dunyoning qolgan aksariyat qismida qonunlar investorlarni himoya qilishga kamroq moyil va sudlar yomonroq ishlaydi va faqat eng aniq investor huquqlarining buzilishlarini to'xtatadi. Natijada, faqat huquqiy himoya investorlarga pul ulashinganiga kafolat bermasligi mumkin. IV. Katta Investorlar Agar huquqiy himoya kichik investorlarga yetarlicha nazorat huquqlarini bermasa va ularni pul berishga undasa, unda ehtimol investorlar kattaroq bo'lish orqali samaraliroq nazorat huquqlarini olishlari mumkin. Agar nazorat huquqlari jamlangan naqd pul ulushi katta bo'lgan kam sonli investorlarning qo'llarida markazlashgan bo'lsa, investorlar tomonidan birgalikda harakat qilish, masalan ovozlar kabi nazorat huquqlari ko'pchilikka bo'lingan holatga qaraganda ancha osonroq bo'ladi. Xususan, bu birgalikda sudlardan minimal yordam bilan amalga oshirilishi mumkin. Aslida, mulkdorlikning markazlashuvi huquqiy himoyani oshiradi. Markazlashuvning bir necha alohida shakllari mavjud, jumladan katta aktsionerlar, korxona sotib olishlar va katta kredit beruvchilar. Ushbu bo'limda biz mulkdorlikni markazlashishning ushbu shakllari va ular agentlik muammosini qanday hal qilishini muhokama qilamiz. Keyingi bo'limda esa katta investorlarga ega bo'lishning ba'zi xarajatlarini muhokama qilamiz.

Yaponiya uchun Kaplan va Minton (1994), Kang va Shivdasani (1995) katta aktsionerlarga ega bo'lgan kompaniyalar, ularsizgi kompaniyalarga qaraganda, yomon natijalarga javoban menejerlarni almashtirish ehtimoli ko'proq ekanligini ko'rsatadi. Yafeh va Yosha (1996) katta aktsionerlarning yapon menejerlarining ixtiyoriy xarajatlarini, masalan reklama, tadqiqot va rivojlanish (R&D), hamda o'yin-kulgi xarajatlarini kamaytirganliklarini aniqladilar. AQSh uchun Shivdasani (1993) tashqi katta aktsionerlarning kompaniya sotib olinish ehtimolini oshirganini ko'rsatadi, Denis va Serrano (1996) esa agar sotib olish muvaffaqiyatsiz tugasa, blok egalariga ega bo'lgan yomon ishlaydigan kompaniyalarda menejment almashinuvi yuqori ekanligini ko'rsatadi. Barcha bu topilmalar katta aktsionerlarning korporativ boshqaruvda faol rol o'ynaydi degan fikrni qo'llab-quvvatlaydi (Shleifer va Vishny (1986b)). Katta aktsionerlar ovoz berish huquqlarini amalga oshirib boshqarish olib boradilar, shuning uchun ularning kuchlari ovozlarning huquqiy himoyasi darajasiga bog'liq. Aksiyadorlikni ko'pchilikka egalik faqatgina ovoz berish mexanizmi ishlasa va ko'pchilik egaligi kompaniyaning qarorlarini belgilash imkoniga ega bo'lsa samarali bo'ladi. Bu sudlarning kamroq talabi bilan amalga oshishi mumkin, chunki 51 foizlik ulush nisbatan oson isbotlanadi va ko'pchilik aktsioneri o'z afzalliklarini bildirgandan so'ng ovoz sanash talab etilmaydi. Katta aksiyadorlikni kamchiliklari bilan bog'liq holda vaziyat murakkabroq bo'ladi, chunki ular boshqa investorlar bilan ittifoqlar tuzib nazoratni amalga oshirishlari kerak. Menejerlar ushbu ittifoqlarga aralashish imkoniyati kuchayadi va sudlarning katta aktsionerlarning huquqlarini himoya qilish to'g'risidagi yuklamasi ancha og'irlashadi. Shu sababli, katta kamchilikli aksiyadorlik faqat nisbatan murakkab huquqiy tizimga ega bo'lgan mamlakatlarda samarali bo'lishi mumkin, sudlar haqiqatan ham zaif bo'lgan mamlakatlarda esa to'liq ko'pchilik egaligi mavjud bo'lish ehtimoli ko'proq. Yana bir eng ta'sirli misol Rossiya hududidan keladi. Bir rossiya investitsiya bankiri ta'kidlaganidek, g'arb investorining 75 foizli ulushi bilan rossiya kompaniyasini nazorat qilishi mumkin, ammo rossiya investorining faqat 25 foizlik ulushi bilan nazorat qilishi mumkin. Ushbu izoh quyidagi holatlarni hisobga olganda oson tushuniladi: menejment xorijiy investorlarga qarshi turli usullardan foydalanishi mumkin, jumladan ba'zi ulushlarini noqonuniy ekanligini e'lon qilish, masalalarni aktsionerlar yig'ilishining kundaligiga kiritish uchun superko'pchilik talab qilish, ovoz berish yozuvlarini yo'qotish va hokazo. Menejerlar ushbu usullarni mahalliy investorlarga qarshi ham qo'llashi mumkin, lekin oxirgi ovoz beruvchilarga o'z kuchlarini himoya qilish uchun ko'proq mexanizmlarga ega, jumladan boshqa aktsionerlarga, sudlarga va ba'zi hollarda fizik kuchga yaxshiroq kirish imkoniyati. Shunday qilib, katta aktsionerlarning samaradorligi ularning huquqlarini himoya qila olish qobiliyatiga yaqin bog'liq.

B. Sotib olishlar

Buyuk Britaniya va AQShda, katta aktsionerlar kamroq tarqalgan mamlakatlardan ikkitasida, mulkdorlikni konsolidatsiya qilish uchun maxsus mexanizm paydo bo'lgan, ya'ni hosil taklif qilish (Jensen va Ruback (1983), Franks va Mayer (1990)). Tipik hosil taklif qilishda raqib maqsadli kompaniyaning tarqalgan aktsionerlariga tender taklifi beradi va agar ular bu taklifni qabul qilsalar, maqsadli kompaniyaga nazorat olib, menejmentni almashtirishi yoki kamida nazorat qilishi mumkin. Shunday qilib, sotib olishlar mulkdorlikni tezda markazlashish mexanizmi sifatida qaralishi mumkin. Ko'plab nazariyalar va dalillar sotib olishlarning boshqaruv muammolarini hal qilishga xizmat qiladi degan fikrni qo'llab-quvvatlaydi (Manne (1965), Jensen (1988), Scharfstein (1988)). Eng muhim nuqta shundaki, sotib olishlar odatda maqsadli va sotib oluvchi kompaniyalarning umumiy qiymatini oshiradi, bu keyinchalik foydalar oshishi kutilganini anglatadi (Jensen va Ruback (1983)). Bundan tashqari, sotib olish maqsadlarida ko'pincha yomon ishlaydigan kompaniyalar bo'ladi (Palepu (1985), Morck, Shleifer va Vishny (1988a, 1989)) va sotib olish muvaffaqiyatli bo'lgandan so'ng ularning menejerlari olib tashlanadi (Martin va McConnell (1991)). Jensen (1986, 1988) sotib olishlar erkin naqd pul oqimining muammosini hal qilishi mumkin deb da'volaydi, chunki ular odatda kompaniyaning foydalarini vaqt o'tishi bilan investorlarga taqsimlashga olib keladi. Sotib olishlar AQShda menejment ixtiyorini samarali nazorat qilish uchun zarur bo'lgan asosiy korporativ boshqaruv mexanizmi sifatida keng tarqalgan (Easterbrook va Fischel (1991), Jensen (1993)). Sotib olishlarning korporativ boshqaruv mexanizmi sifatida samaradorligi haqida ba'zi savollar qolmoqda. Birinchidan, sotib olishlar shunchalik qimmatki, faqatgina katta ishlash muvaffaqiyatsizliklari hal qilinishi mumkin. Sotib olishni amalga oshirish narxi ularni qimmat qiladigan yagona omil emas. Grossman va Hart (1980) taklif qilganidek, sotib olish jarayonida raqib uning boshqaruvida kutilgan foyda oshishini maqsadli kompaniyaning aktsionerlariga to'lashi kerak, aks holda ular tender qilmaydi va oddiygina o'z sahamni ushlab turadi, chunki sotib olish muvaffaqiyatli bo'lsa, sahmlar avtomatik ravishda qimmatroq bo'lib qoladi. Agar kamchilik huquqlari to'liq himoyalangan bo'lmasa, raqib o'ziga maqsadli aktsionerlardan biroz yaxshiroq shartlarni olishi mumkin, lekin baribir u nazorat olishdan olingan foydalarning ko'p qismini tark etishi kerak. Ikkinchidan, sotib olishlar boshqaruvning shaxsiy foydalarini olib keladigan sotib olishlar uchun menejment ortiqcha to'lashganida agentlik xarajatlarini aslida oshirishi mumkin (Shleifer va Vishny (1988)). Erkin sotib olish bozori menejerlarga imperiyalarni kengaytirishni osonlashtirishi mumkin va imperiyalarni ortiqcha kengaytirishni to'xtatmasligi mumkin. Jensen (1993) disiplinaviy hosil bo'lmagan sotib olishlar AQShda 1980-yillarda sotib olish faoliyatining juda oz qismini tashkil etganini ko'rsatadi. Uchinchidan, sotib olishlar likvid kapital bozoriga muhtojdir, bu esa raqiblarga katta miqdordagi kapitalga qisqa muddat ichida kirish imkonini beradi. 1980-yillarda AQShda Drexel, Burnham, Lambert firmasi axlat obligatsiyalar orqali bunday bozorni yaratdi. Ushbu firma to'ptirilishi sotib olish to'lqinining oxiriga olib kelgan bo'lishi mumkin. Va nihoyat, eng muhimi, hosil bo'lmagan sotib olishlar siyosiy jihatdan juda zaif mexanizmdir, chunki ular menejment lobbiylari tomonidan qarshi chiqiladi. AQShda ushbu siyosiy bosim, davlat antitakeover qonunlarini o'z ichiga olgan tarzda namoyon bo'ldi va 1980-yillardagi sotib olishlarga yakun yozdi (Jensen (1993)). Boshqa mamlakatlarda hosil bo'lmagan sotib olishlarga qarshi siyosiy qarshi chiqish ularning dastlabki mavjud emasligini qisman tushuntiradi. Shunday qilib, AQSh va Buyuk Britaniyada amalga oshirilgan sotib olish yechimi, mulkdorlikni konsolidatsiya qilishning juda nozik va siyosiy jihatdan zaif usuli hisoblanadi.

**V. Katta Investorlarning Xarajatlari**

Katta investorlarning afzalliklari kamida nazariy jihatdan aniq: ular pulini qaytarib olishga qiziqish bilan birga, uni talab qilish qudratiga ham ega. Ammo katta investorlar bilan bog'liq xarajatlar ham bo'lishi mumkin. Bu xarajatlarning eng yaqqin misoli - bu tarqalgan mulkdorlikning afzalliklari haqidagi doimiy dalil bo'lib, katta investorlar diversifikatsiya qilmagan va shuning uchun ortiqcha riskni ko'taradilar (masalan, Demsetz va Lehn (1985)). Biroq, dunyoning deyarli hamma joyida kompaniyalardagi mulkdorlik shunchalik markazlashganligi, diversifikatsiya etishmovchiligining katta investorlar uchun nazoratni qo'yib yuborish kabi shaxsiy xarajatga aylanmasligini ko'rsatadi. Ancha fundamental muammo shundaki, katta investorlar o'z manfaatlarini ifodalovchidirlar, bu boshqa investorlar, xodimlar yoki menejerlar manfaatlari bilan mos kelmaydi. O'z nazorat huquqlaridan foydalanib o'z farovonligini maksimal darajada oshirish jarayonida, katta investor boshqalardan mol-mulkni samarali va nosamarali usullarda qayta taqsimlashi mumkin. Bu konsolidlangan mulkdorlikning xarajati, xususan boshqalar - masalan, xodimlar yoki minoritar investorlar - kompaniyaga oid maxsus investitsiyalar amalga oshirganda ayniqsa muhim bo'ladi, chunki bu investitsiyalar katta investorlar tomonidan egallanish ehtimoli tufayli buzilishi mumkin. Ushbu umumiy tuzilmaning yordamida biz katta investorlarning potentsial xarajatlarini muhokama qilamiz: boshqa investorlarni, menejer va xodimlarni to'g'ridan-to'g'ri egallash; shaxsiy (foyda maksimallashtirmaslik) maqsadlarini olib borish orqali nosamarali egallash; va nihoyat, egallashning boshqa partnyorlar uchun ta'sirchanlik effektlari.

Dastlab, katta investorlar boshqa investorlar va xodimlar hisobiga o'zlarga afzallik berishga urinib ko'rishi mumkin. Agar ularning nazorat huquqlari naqd pul ulushlaridan ancha ortiqcha bo'lsa, bunday qilish imkoniyatlari alohida katta bo'ladi. Bu, agar ular ustun ovoz berish huquqi mavjud bo'lgan kapitalga ega bo'lsalar yoki piramida tuzilishi orqali kompaniyani boshqarsalar sodir bo'ladi, ya'ni bir aktsiya-bir ovoz tamoyilidan sezilarli darajada og'ish bo'lsa (Grossman va Hart (1988), Harris va Raviv (1988)). Bu holda, katta investorlar faqat barcha investorlarga pro-rata tarzda naqd pul taqsimlamasdan, balki o'zlari uchun to'lashga moyil bo'ladilar. Ular o'zlari uchun maxsus dividentlar to'lash yoki nazorat ostidagi kompaniyalar bilan boshqa biznes munosabatlaridan foydalanish orqali bunday qilishlari mumkin. Greenmail va maqsadli aktsiya sotib olishlar katta investorlar uchun maxsus shartnomalar misolidir (Dann va DeAngelo 1983).

Minoritar aktsionerlarning egallanish darajasini o'lchashga qaratilgan bir nechta maqolalar mavjud. Ustun ovoz berish huquqi mavjud bo'lgan aktsiyalar katta premium bilan savdo qilinishi, minoritar aktsionerlar hisobiga bo'lishi mumkin bo'lgan nazoratning muhim shaxsiy afzallarini tasdiqlovchi dalildir. Qizig'i shundaki, ovoz berish premiumi eng past bo'lgan ikki mamlakat - Shvetsiya va AQSh - minoritar aktsionerlarning egallanishini o'rganish olib borilgan mamlakatlar hisoblanadi. Tabbuqlik bilan, Bergstrom va Rydqvist (1990) Shvetsiya uchun va Barclay va Holderness (1989, 1992) AQSh uchun sezilarli egallanish dalillarini topa olmaganlar. Buning teskarisi, Zingales (1994) bergan aralash dalillar Italiyada egallanish muammosi kattaroq ekanligini ko'rsatadi, bu uning shu mamlakat uchun topgan ancha katta ovoz berish premiumiga mos keladi.

Nazorat afzallari va minoritar aktsionerlarning potensial egallanishiga oid ba'zi bog'liq dalillar mulkdorlik tuzilishi va ishlash munosabatlari bo'yicha tadqiqotlardan kelib chiqadi. Demsetz (1983) va Demsetz va Lehn (1985) kompaniyaning mulkdorlik tuzilishi va uning ishlashi o'rtasida hech qanday bog'liqlik bo'lmaydi deb da'vo qilsalar, dalillar ularning nuqtai nazari bilan bir qatorda emas. Morck, Shleifer va Vishny (1988b) eng katta aktsionerlarning naqd pul ulushi va Tobin's Q orqali o'lchanadigan kompaniyalarning foydasi o'rtasidagi munosabat haqida dalillar taqdim etadilar. Morck va boshqalar 0 dan 5 foizgacha bo'lgan mulkdorlik oralig'ida foyda oshayotganini va keyin esa pasayib ketayotganini aniqladilar. Bu topilgan natijani shunday izohlash mumkinki, agentlik xarajatlarini kamaytirishdagi motivatsiyaning roli bilan birga, avvaliga menejment va katta aktsioner mulkdorligining oshishi bilan ishlash yaxshilanadi. Biroq, mulkdorlik ma'lum bir chegara oshgach, katta egalar deyarli to'liq nazoratga ega bo'lib, minoritar aktsionerlar bilan baham ko'rmagan holda shaxsiy nazorat afzallarini generatsiya qilishga boylik darajasiga yetadilar. Shunday qilib, yuqori mulkdorlik va mustahkam o'rnatilganlik bilan birga, juda tarqalgan mulkdorlik bilan ham xarajatlar mavjud. Stulz (1988) mulkdorlik va ishlash o'rtasidagi cho'ptekis shakldagi munosabatni formal modelini taqdim etadi, bu keyinchalik empirik ishlar bilan tasdiqlangan (McConnell va Servaes (1990), Wruck (1989)).

Shuningdek, german va yapon banklarining sanoat korxonalari ustidan nazorat qilish orqali rentaga ega bo'lishlari va shu tariqa boshqa investorlar hisobiga o'zlariga foyda keltirishlari haqida dalillar mavjud. Rajan (1992) banklarning axborotga oid ustunliklardan foydalanib investorlardan rentani chiqarib olish imkoniyatini tushuntiruvchi nazariy modelni taqdim etadi. Weinstein va Yafeh (1994) boshqa omillarni hisobga olgan holda, asosiy banklarga bog'liq bo'lgan yapon kompaniyalari bank bilan bog'liq bo'lmagan kompaniyalarga qaraganda o'z majburiyatlariga o'rtacha ko'proq foiz to'lashini aniqladilar. Ushbu dalillar asosiy banklarning rentani chiqarib olishi bilan mos keladi. Hoshi, Kashyap va Scharfstein (1993)ning topilmolari esa yanada ko'proq ma'lumot beradi: regulator hujjatlarning o'zgarishi yapon kompaniyalariga faqat banklardan emas, balki umumiy kapital bozorlaridan ham qarz olish imkonini berganida, yuqori aktivlarga ega bo'lgan kompaniyalar darhol bu imkondan foydalanganlar. Bu dalillar shuni ko'rsatadiki, ushbu kompaniyalar uchun bank moliyalashtirishning xarajatlari uning afzalliklaridan ortiq edi. Franks va Mayer (1994) nemis banklarining mijoz kompaniyalarining sotib olinishiga qarshi chiqishining bir necha misollarini taqdim etadilar, ya'ni ular yoki menejment tomonidan "o'zlashtirilgan" yoki bank-mijoz munosabatlaridan foyda yo'qotishdan qo'rqish tufayli bunday qilishgan. Biroq, Gorton va Schmid (1996) nemis banklarining rentani chiqarib olishi bo'yicha hech qanday dalil topa olmaganlar.

Katta investorlar tomonidan egallanish muammosi boshqa investorlar turli xil turga mansub bo'lganda, ya'ni kompaniyadagi naqd pul oqim iddialarining boshqa shakllariga ega bo'lganda yanada ahamiyat kasb etadi. Masalan, agar katta investor aktsioner bo'lsa, u kompaniyani juda ko'p riskka tortib olishga intilishi mumkin, chunki u muvaffaqiyat paytida foydaga ega bo'ladi, boshqa investorlar esa (ehtimol kredit beruvchilar) barcha muvaffaqiyatsizlik xarajatlarini ko'tarishadi (Jensen va Meckling (1976)). Shu bilan birga, agar katta investor kredit beruvchi bo'lsa, u kompaniyani yaxshi investitsiya loyihalaridan voz kechishiga sabab bo'lishi mumkin, chunki u xarajatlarning bir qismini o'z zimmasiga oladi, foydalar esa aktsionerlarga boradi (Myers (1977)). Nihoyat, katta investorlarning xodimlardan o'zlariga iqtisodiy rentani qayta taqsimlashga moyilligi menejerlarga qaraganda katta bo'lishi mumkin (Shleifer va Summers (1988)).

Firma ichidagi turli xil iddokorlar o'rtasidagi qayta taqsimlash haqidagi mavjud dalillar asosan korporativ nazorat bitimlaridan kelib chiqadi. Bir nechta tadqiqotlar, masalan, so'raladi: aktsionerlar qarz egalarini qayta kapitalizatsiya yoki qarzli buy-out operatsiyalarida egallaydilarmi? Odatda, bunday qayta taqsimlashlar nisbatan kichik bo'ladi (Asquith va Wizman (1990)). Yana bir guruh tadqiqotlar esa sotib olish jarayonlari natijasida xodimlardan ish haqi kamayishi, ishdan haydash yoki pensiya imtiyozlarini kesish orqali katta boylikni qayta taqsimlanishiga olib keladimi yoki yo'qligini so'raydi. Yana, bunday qayta taqsimlashlar odatda katta emas (Bhagat va boshqalar (1990), Rosett (1990), Pontiff va boshqalar (1990)). Albatta, AQShdagi investorlar va xodimlarning keng himoyalanganligi boshqa mamlakatlardagi egallanish tasvirini noaniq qilishi mumkin. Katta investorlar tomonidan egallanish menejerlar va xodimlar rag'batlariga salbiy ta'sir ko'rsatishi orqali samaradorlikka zarar yetkazishi mumkin, chunki moliyotchilar tomonidan yaqindan nazorat qilinayotganda yoki rentalar yo'qotilishi bilan osonlikcha ishdan haydalganda, ular firma maxsus odam kapitaliga investitsiya qilishdan voz kechishadi. Schmidt (1996) va Cremer (1995) boshliqning yuqori quvvatli rag'batlari agentning harakatlarini pasaytirishi haqida umumiy nuqtai nazarni taqdim etadi. Katta aktsionerlar holatida Burkart, Grom va Panunzi (1997) o'xshash nuqtai nazarni bayon qiladilar, sotib olishlar holatida Shleifer va Summers (1988), banklar holatida esa Rajan (1992). Barcha ushbu misollarda asosiy g'oya shundan iboratki, katta investor o'zini keyinchalik menejerlardan rentani chiqarib olishdan voz kechishga majbur qila olmaydi va bu esa oldindan menejer va xodim rag'batlariga salbiy ta'sir ko'rsatadi.

Agar katta investorlar tomonidan egallanishning maqsadlari boshqa investorlar bo'lsa, bunday egallanishning salbiy rag'bat effekti tashqi moliyalanishning pasayishidir. Ko'plab mamlakatlarda, masalan, minoritar investor huquqlarini himoya qilishga kam harakat qilinsa-da, oilalar yoki banklar shaklida katta investorlar mavjud. Bu boshqaruv tuzilmasi menejerlarni nazorat qilishi mumkin bo'lsa-da, potentsial minoritar investorlar himoyasiz qoladi va shuning uchun investitsiya qilishdan voz kechadilar. Ehtimol, shu sababli Yevropa qit'asidagi Italiya, Germaniya va Fransiya kabi mamlakatlarda umumiy aktsiyalar bozori nisbatan kichik. Shu kontekstda, minoritar investorlarga zaif himoya bo'lgan Yaponiyada katta aktsiyalar bozorining mavjudligi qiziq arizaga olib keladi. Bu paradoksni yapon korxonalari ichidagi past quvvatli rag'batlarning ustunligi yoki Yaponiyadagi nomalum shartnomalar va obro' mexanizmlarining ishlashi bilan izohlash mumkin. Yaponiya misoli katta investorlarga juda boshqacha nuqtai nazar bilan qarashni ko'tarib beradi: ular juda yumshoqdir, deyarli juda qattiq emas.

Bu bir necha sabablarga ko'ra bo'lishi mumkin. Birinchidan, katta investorlar, ular aktsioner yoki kredit beruvchi bo'lishidan qat'i nazar, o'zlari korporatsiyalar bo'lgan va o'zlarining agentlik muammolariga duch keladigan hollarda yumshoq bo'lishi mumkin. Charkham (1994) ko'rsatganidek, nemis banklari deyarli o'zlari o'zlarini boshqaradi. "Oxirgi yillardagi umumiy yig'ilishlarda Deutsche Bank aktsiyalarining 47.2 foizi, Dresdner Bank aktsiyalarining 59.25 foizi va Commerzbank aktsiyalarining 30.29 foizi ovoz berish huquqiga ega edi" (36-bet). Bundan tashqari, banklar menejerlarni tartibga solishga intilmasliklari va firmaga qarz berish uzoq muddat davomida bo'lsa, ularga ko'proq ish olish uchun moslashishga intilishlari mumkin (Harris va Raviv (1990)). Edwards va Fischer (1994) dalillarni umumlashtirib, nemis banklarining o'z kredit quvvatlari va kapital ovozlariga nazorati bilan korporativ boshqaruvida kutgandek faol emasligini ko'rsatadilar.

Ikkinchidan, ba'zi yangi maqolalar ko'rsatadiki, ular o'zlarining agentlik muammolariga duch kelmasalar ham, banklar kabi katta investorlar keraksiz loyihalarni tugatishga qodir bo'lmagan holda juda yumshoq bo'lishi mumkin, chunki likvidatsiya qilishdan ko'ra davom ettirish afzalroqdir (Dewatripont va Maskin (1995), Gertner, Scharfstein va Stein (1994)). Nihoyat, katta investor juda boy bo'lishi mumkin va shuning uchun boylik o'rniga nazoratning shaxsiy afzallarini maksimal darajada oshirishni afzal ko'rishi mumkin. Agar u butun kompaniyaga egalik qilmasa, u boshqa investorlar uchun ushbu nazorat afzallarining narxini ichki qilib olmaydi.

Ushbu dalillar katta investorlar bilan bog'liq bo'lgan boshqa muammolarni ko'rsatadi, lekin ular ham katta investorlarning menejerlarni foyda maksimallashtirish va uni taqsimlashga majbur qilishdagi muvaffaqiyatsizliklariga ishora qiladi.

VI. Maxsus Boshqaruv Tashkil etilishi

Oldingi bo'limlarda biz investorlarning kompaniyalardan o'z dividentlarini to'plashini ta'minlashda huquqiy himoya va markazlashtirilgan mulkdorlikning rollari haqida muhokama qildik. Biz agentlik muammosini hal qilish uchun ishlatiladigan maxsus shartli mexanizmlar haqidagi muhokamani ushbu bo'limgacha kechiktirdik. Ayniqsa, hozirgi paytda biz moliyalashtirish vositalari sifatida qarz va kapitalga e'tibor qaratamiz. Bundan tashqari, biz davlat mulkdorligi - bu maqolada muhokama qilingan sabablarga ko'ra kamdan-kam hollarda samaradorlikka olib keladigan alohida tashkiliy shaklga ham to'xtalamiz.

A. Qarz yoki Kapitalni Tanlash

So'nggi yillarda agentlik muammolarini hal qilish mexanizmi sifatida qarz shartnomasi ustida tadqiqotlar to'lqini bo'ldi. Ushbu yangi ishlar Modigliani-Miller (1958) tuzilishidan farqli o'laroq, qarz faqat naqd pul oqimining ma'lum bir shakli bilan bog'liq emas, balki uning belgilovchi xususiyati kredit beruvchilarning nazorat qila olish qobiliyatidir. Aniqrog'i, qarz bu qarzdor kredit beruvchidan ba'zi mablag'larni oladi va kelajakdagi oldindan belgilangan to'lovlar oqimini amalga oshirishni va'da qiladigan shartnoma hisoblanadi. Bundan tashqari, qarzdor odatda turli shartnoma majburiyatlarini buzmaslikni va'da qiladi (Smith va Warner (1979)), masalan, kompaniya ichidagi aktivlarning qiymatini saqlab qolish. Agar qarzdor shartnomani buzsa, xususan to'lovni bajarmasa, kredit beruvchi ba'zi huquqlarga ega bo'ladi, masalan kompaniyaning ba'zi aktivlarini (zamin) egallash yoki uni bankrotlikka uloqtirish imkoniyati. Shunday qilib, qarzning asosiy xususiyati shundaki, qarzdorning shartnomaga rioya qilmasligi uning ba'zi nazorat huquqlarini kredit beruvchiga uzatishiga olib keladi.

Qarz haqidagi adabiyot Grossman-Hart (1986) gacha va undan keyingi davrlarga ajratilishi mumkin. Townsend (1978) va Gale va Hellwig (1985) qarzdorning kompaniyaning foydalarini o'g'irlashi mumkin bo'lgan modellarni ko'rib chiqadilar. Biroq, agar kredit beruvchiga to'lov amalga oshirilmasa, u kompaniyaning hisobotlarini tekshirish huquqiga ega bo'lib, qarzdor pulni o'g'irlashdan oldin uni egallay oladi. Shu tarzda, to'lovni amalga oshirmaslik aktivlarning nazoratini qarzdordan kredit beruvchiga uzatishga olib keladi. Gale va Hellwig (1985) tekshirish xarajatlarini minimal darajada kamaytiradigan optimal shartnoma qarz shartnomasi ekanligini ko'rsatadilar.

Grossman va Hart (1982), Jensen (1986) esa erkin naqd pul oqimini investorlarga taqsimlashda qarzning rolini modellashtiradilar. Xususan, Grossman va Hart (1982)da standartga rioya qilmaslik kredit beruvchilarga menejerlardan nazorat afzallarini olib qo'yish imkonini beradi. Yana bitta muhim erta maqola, agentlik kontekstida yozilmagan bo'lsa-da, juda dolzarb g'oya o'z ichiga olgan Myers va Majluf (1984). Ular menejmentda ustun axborot mavjudligi sababli tashqi moliyalashtirish qimmat ekanligini ko'rsatadilar. Bundan tashqari, ular bunday salbiy tanlash muammosi eng "xavfsiz" qiymatni beruvchi, ya'ni narxlash menejer shaxsiy axborotiga eng kam sezgir bo'lgan qiymatni minimallashtiradi deb da'vo qiladilar. Shuning uchun aniq to'lov oqimi bor yuqori reytingli qarz aktsiyadan oldin chiqariladi, chunki aktsiya qiymatini aniqlash uchun kompaniyaning mavjud aktivlarining aniq qiymati va kelajakdagi o'sish imkoniyatlarini bilish talab etiladi. Qarzni baholash ayniqsa zamin ko'p bo'lganda osonroq, chunki investorlar butun kompaniyani baholash bilan emas, faqat zamin qiymatiga e'tibor qaratishlari kerak, aktsionerlar singari.

Keyingi avlod maqolalar noyakunlangan shartnomalar tuzilishini yanada aniqroq qo'llab-quvvatlaydi va nazoratni menejerlardan kredit beruvchilarga uzatishga e'tibor qaratadi. Aghion va Bolton (1992) noyakunlangan shartnoma nazariyasidan foydalanib qarzni dunyoning yomon holatlarida kompaniyani nazorat qilish huquqiga ega bo'lgan vosita sifatida tasniflaydilar. Ular menejment nazorati afzallari yaxshi holatlarda yuqori bo'lsa, menejerlarning yaxshi holatlarda aktivlarga nazorat qilish, kredit beruvchilarning esa yomon holatlarda nazorat qilish samarali bo'lishi mumkinligini ko'rsatadilar. Ularning modeli standartga rioya qilmaslik holatida nazoratni kredit beruvchilarga uzatish g'oyasini o'z ichiga olmaydi. Bolton va Scharfstein (1990) esa standartga rioya qilmaslik holatida kredit beruvchilarning kompaniyani kapital bozoridan chetlashtirish va shu bilan kelajakdagi moliyalashtirishni to'xtatish qudratiga ega bo'lgan modelni taklif qiladilar. Hart va Moore (1989, 1994a) esa qarzni standartga rioya qilmaslik holatida kredit beruvchilarga zaminni tiklash huquqini beruvchi shartnoma sifatida modellashtiradilar. Bunday likvidatsiyadan qo'rqish pul oqimini qarzdorlardan kredit beruvchilarga uzluksiz ravishda oqimini ta'minlaydi. Hart va Moore qarz modellari qarz to'lovlari jadvalining kredit beruvchilar nazorat qilgandan so'ng qanday natijalar olishiga bog'liqligini aniq ko'rsatadi.

Boshqa bir nechta maqolalar qarz shartnomasining xarajatlar va afzalliklarini modellashtiradi. Afzallik odatda agentlik xarajatlarini kamaytirishdan iborat, masalan, menejerlarni salbiy sof hozirgi qiymatga ega loyihalarga investitsiya qilishdan to'xtatish yoki uni alternativ foydalanishda ko'proq qiymatli aktivlarni sotishga majbur qilish. Qarzning asosiy xarajatlari esa firma yaxshi loyihalarni amalga oshirishdan to'xtatilishi, chunki qarz shartnomalari ularni qo'shimcha mablag'lar jalb qilishdan chetlashtiradi, yoki kredit beruvchilar tomonidan samarasizlik holatida likvidatsiyaga majbur qilinishidir. Stulz (1990), Diamond (1991), Harris va Raviv (1990), Hart va Moore (1995) ushbu g'oyalarni o'z ichiga olgan asosiy modellarning ba'zilarini taqdim etadilar, Lang, Ofek va Stulz (1996) esa isbotlar keltirib, ishlab chiqarish imkoniyatlari yomon bo'lgan kompaniyalar uchun qarz daromadlari investitsiyalarni cheklashini ko'rsatadilar. Williamson (1988) va Shleifer va Vishny (1992) aktivning alternativ foydalanish imkoniyatlari cheklangan yoki potentsial sotib olishchilar o'zlariga mablag'lar ajratib ola olmasa, likvidatsiya xususan qimmatga tushishi mumkinligini da'vo qiladilar. Dewatripont va Tirole (1994) standartga rioya qilmaslikdan keyin qarz egalarining qattiq muzokara pozitsiyasi menejerlarning oldindan jiddiy ishlashini oldini oladigan modelda optimal qarz miqdorini aniqlaydilar. Ushbu model qarzning naqd pul oqimi tuzilishi, ya'ni kam afzallik potensiali bilan senior talab sifatida qarz egalari standartga rioya qilmaslikdan keyin menejerlarga nisbatan qattiq ekanligini tushuntiradi. Bu yomon holatda kompaniyaning kontingent nazorati bilan qarzning naqd pul huquqlarining aniq shaklini birlashtirishni optimal qiladi. Berglof va von Thadden (1994) ham o'zlarining modelida qisqa muddatli qarz egalari - ya'ni qattiq moliyotchilar - yomon holatlarda nazorat qilish kerakligini ko'rsatadilar.

Ko'plab bu maqolalar Myersning (1977) fikrini qo'llab-quvvatlaydi: qarz ortiqchaligi yangi moliyalashtirish va investitsiyalarga samarali to'siq bo'lishi mumkin. Kredit beruvchilarning huquqlari aniqroq va sudlarda buzilishlarni tekshirish osonroq bo'lgani uchun mavjud adabiyot qarzni aktsiyalarga qaraganda tashqi investorlarga yaxshiroq himoya beradigan vosita deb tan olgan. Biroq, katta investorlarga e'tibor qaratish qarz va kapitalning nisbiy kuchlariga yangi nur tutadi. Aniqrog'i, qarz va kapitalni solishtirishda har birining odatda taqdim etgan huquqiy himoyalari va mulkdorlik markazlashuvi osonligining kombinatsiyasi hisobga olinishi kerak.

**Birinchidan, qarz markazlashgan mulkdorlikni rag'batlantiradimi?**

Dunyo bo'ylab hukmron kredit berish shakli bank kredit berishidir. Banklar odatda katta investorlardir, ular standartga rioya qilmaslik paytida yoki undan oldin firmada ko'plab nazorat huquqlariga ega bo'ladilar. Masalan, asosiy bank to'lovni o'tkazib yuborsa, kompaniyaning bank hisobini - bu hisob aynan o'sha bankda joylashgan bo'lsa - fizik nazorat qila oladi, shu tariqa sudlarning ko'p ishtirokisiz bankning kompaniya ustidan deyarli to'liq nazoratini ta'minlaydi. Ushbu nazorat odatda bankning to'g'ridan-to'g'ri kapital ulushi va kelajakda kompaniyaga beriladigan istalgan kreditga nisbatan monopoliya qudrati bilan mustahkamlangan (OECD (1995)). Buning teskarisi, Amerika, Kanada va Buyuk Britaniya kompaniyalari sindirilmiş bank kreditlaridan va hatto umumiy qarzdan keng foydalanadilar, bu erda kredit beruvchilar nisbatan tarqalgan (Mayer (1990)). Ammo hatto qarz juda markazlashmagan holda ham, kredit beruvchilarga taqdim etiladigan samarali huquqiy himoya tarqalgan aktsionerlarga nisbatan ko'proq bo'lishi mumkin.

Kredit beruvchilarning huquqiy huquqlarining muhim xususiyati shundaki, delinqvent qarzdor qarshi harakat qilish uchun bir nechta kredit beruvchilar tomonidan birgalikda harakat qilish talab etilmaydi. Firmaning huquqiy majburiyati har bir kredit beruvchiga nisbatan alohida majburiyatdir va ushbu kredit beruvchilarning har biri kompaniyani to'lov uchun yoki aktivlarni sotish uchun sudga tortishi mumkin. Albatta, bir kredit beruvchi tomonidan harakat qilingandan so'ng, qolgan kredit beruvchilar va sudlar birinchi kredit beruvchi o'ziga noqulay ulushni olmasligini ta'minlash uchun harakat qiladilar. Aslida, bir nechta kredit beruvchilar holatida aktivlarni egallashni mustaqil ravishda boshlash imkoniyati bankrotlik himoyasining nazariy asoslanishini beradi.

Aktsiyadan farqli o'laroq, qarz ba'zi hollarda markazlashmagan holda yanada qattiq bo'lishi mumkin. Agar qarzdor ko'plab kredit beruvchilarga bergan qarzni bajarmasa, bu kredit beruvchilar bilan qayta muzokaralar olib borish juda qiyin bo'lishi mumkin va qarzdor bankrotlikka surilishi mumkin (Gertner va Scharfstein (1991), Bolton va Scharfstein (1996)). Buning aksi, bank bilan qayta muzokara olib borish osonroq bo'lishi mumkin. Qayta muzokaralar qiyinchiliklari va tarqalgan kredit beruvchilarning kuchliligi umumiy qarzning juda kam tarqalgan moliyalashtirish vositasi ekanligini va faqat bir nechta rivojlangan mamlakatlarda ishlatilishini tushuntirishi mumkin, hatto u yerda ham bank qarzidan ancha kamroq (Mayer (1990)).

Kredit beruvchilardan farqli o'laroq, alohida aktsionerlar kompaniyaga moliyaviy investitsiya qilish natijasida hech qanday to'lovni va'da qilmaydi, garchi ular tez-tez direktorlar kengashining ixtiyoricha dividendlar olishi mumkin. Kredit beruvchilardan farqli o'laroq, alohida aktsionerlarga kompaniyaning aniq aktivlariga talab huquqi yo'q va ular zaminni tiklash huquqiga ega emaslar (odatda o'rganiladigan istisno mutual fondlar bo'lib, unda alohida aktsionerlar aktivlarning pro-rata ulushini likvidatsiya qilish va uning qiymatini qaytarib olishni talab qilishlari mumkin). Kredit beruvchilardan farqli o'laroq, aktsionerlarga kompaniyaning likvidatsiya qilinishi va daromadlarning taqsimlanish sanasi belgilanmagan. Nazariy jihatdan, ular hech narsa olmasliklari ham mumkin. Nisbatan zaif huquqiy himoyalarga qo'shimcha ravishda, aktsionerlar odatda oladigan asosiy huquq direktorlar kengashiga ovoz berish huquqidir. Bu huquq ham universal emas, chunki ko'plab mamlakatlarda oddiy aksiyalar bir necha sinflarga bo'linadi va shuning uchun past ovoz berish huquqiga ega bo'lgan aktsionerlar kompaniyaga qilgan moliyaviy investitsiyalariga nisbatan kamroq ovoz oladilar.

Katta guruhdagi aktsionerlarning birgalikda harakat qilishi orqali ovoz berish mexanizmi orqali nazorat olish uchun talab qilinadi, shuning uchun ovoz berish huquqlari ular markazlashmagan taqdirda cheklangan qiymatga ega. Ko'pchilik kichik aktsionerlarning ovoz berishni qanday qilish kerakligini bilishga ham intilishlari yo'q. Menejment to'siq qo'ygan taqdirda, katta guruhdagi kichik aktsionerlar bilan bog'lanish va ularni ikkiloq qilish vakolat mezonlari orqali qiyin va arzon (Dodd va Warner (1983)). Buning aksi, agar ovozlar markazlashgan bo'lsa - ya'ni katta aktsiyadorlik bloki yoki sotib olish orqali - ular juda qimmatbaho bo'ladi, chunki markazlashgan ovozlarni nazorat qiluvchi tomonga deyarli barcha korporativ qarorlarni qabul qilish imkoniyati beriladi. Bu munosabatda markazlashgan kapital markazlashgan qarzdan ko'ra kuchliroqdir. Har bir aktsiya qiymati ularga mahbus bo'lgan ovozlar, kompaniyani nazorat qilishga urinayotganlar uchun qimmatli bo'lganidan kelib chiqadi va minoritar aktsionerlarning himoyasi shuni ta'minlaydiki, nazorat qiluvchilar minoritarlar bilan ba'zi afzalliklarni baham ko'rishlari kerak (Grossman va Hart (1988), Harris va Raviv (1988)).

menejerlardan dividendlar shaklida ba’zi to‘lovlar ajratib olish qobiliyati. Easterbrook (1984) dividend to‘lovlarining agentlik nazariyasini bayon etadi, unda dividendlar kapital uchun nima bo‘lsa, foizlar ham qarz uchun shundaydir: moliyotchilarning nazorat huquqlari bilan qo‘llab-quvvatlanadigan menejerlar tomonidan to‘lov, faqat kapital holatida bu nazorat huquqlari ovoz berish huquqlaridir. Oxirgi yillarda Fluck (1995) va Myers (1995) dividendlar uchun agentlik-nazariy modellarni taqdim etadilar, ular aktsionerlarning menejerlarni ishdan haydash yoki kompaniyani likvidatsiya qilish uchun ovoz berishni va'da qilishi va shuning uchun menejerlar dividendlarni to‘lash orqali aktsionerlarni chetlab o‘tishga intilishi g‘oyasiga asoslangan. Ushbu modellar aktsionerlar o‘rtasidagi "erkak boncigi" muammosiga aniq javob bermaydi; ya’ni, agar ular kichik va tarqalgan bo‘lsa, ularga menejmentga tahdid solish uchun o‘zlari tashkil topa olishlari qanday imkoniyat mavjud? Kapital egalikning markazlashuvi yoki kamida bunday markazlashuvning tahdidi, kompaniyalarni dividendlarni to‘lashga majbur qilish uchun muhim bo‘lishi kerak.

Kapital shartnomalari ko‘taradigan asosiy savollardan biri shuki, nazorat huquqlari markazlashmagan holda zaif bo‘lganda ham, firmalar qanday qilib kapitalni katta miqdorda chiqara oladilar? Kapital eng mos keladigan moliyalashtirish vositasi bo‘lib, qarz shartnomalarini amalga oshirish qiyin bo‘lgan hollarda, ya’ni hech qanday maxsus zamin kreditni qo‘llab-quvvatlamasligi va yaqin muddatdagi naqd pul oqimlari qarz to‘lovlarni qoplamaslik hollatida foydalidir. Yovvoyi rivojlanayotgan kompaniyalar va no’malum aktivlarga ega kompaniyalar, ularning aktivlari kam yoki umuman likvidatsiya qiymatiga ega bo‘lmaganligi sababli, oddiygina kapital moliyalashtirilishi talab qilinishi mumkin. Agar ular qarz bilan moliyalashtirilsa, menejerlar aslida boshqaruvni bankka birinchidan topshirib yuboradilar. Bu xususan firmaning qiymati asosan kelajakda o‘sish imkoniyatlaridan iborat bo‘lganda, lekin bankning qarz talabi va kapitalga kirish istagining yo‘qligi uning ortiqcha afzallikka qiziqishini kamaytirishi va buzilgan rag‘bat bilan likvidatsiyaga intilishi sababli muammo bo‘lishi mumkin (Diamond (1991), Hart va Moore (1995), Dewatripont va Tirole (1994)). Bankga boshqaruvsiz qarshi chiqish o‘rniga, bunday kompaniyalar ko‘pincha tadbirkor va risk kapitalchilar tomonidan juda markazlashtirilgan kapital egaligiga ega bo‘ladilar. Bu minoritar huquqlar yaxshi himoyalangan taqdirda, tashqi tarqalgan kapital egaligiga yo‘l ochishi mumkin. Aslida biz asosan yosh, o‘sib borayotgan kompaniyalar va tez rivojlanayotgan iqtisodiyotdagi kompaniyalar uchun kapital moliyalashtirilishini kuzatamiz, rivojlangan iqtisodiyotlar va yetilgan kompaniyalar esa tashqi mablag‘larga tayanishgan taqdirda odatda bank moliyalashtirilishidan foydalanadilar (Mayer (1990), Singh (1995)).

Shu ruhda, Titman va Wessels (1988) hamda Rajan va Zingales (1995) AQSh va bir nechta OECD iqtisodiyotlari uchun mos ravishda tanglik aktivlarga ega kompaniyalar uchun qarz moliyalashtirilishi eng keng tarqalganligini ko‘rsatadilar. Kapital moliyalashtirilishi haqidagi ushbu tahlil hali ham muhim savolni ochiq qoldiradi: minimal investorlarning huquqiy himoyasi mavjud bo‘lgan mamlakatlarda, hatto tez o‘sib borayotgan mamlakatlarda ham, kompaniyalar qanday qilib kapital moliyalashtirilishini jalb qilishi mumkin? Singh (1995) past daromadli davlatlarda kapital moliyalashtirilishining ahamiyati haqida ba’zi dalillarni taqdim etadi, garchi uning kapital moliyalashtirilishi haqidagi ba’zi ma’lumotlari sanoat guruhlaridagi privatlashtirish va kapital almashinuvlarini o‘z ichiga olishi mumkin, ularning ikkalasi ham ko‘pincha katta bloklar sotilishi shaklida bo‘lib, minoritar xaridlar haqida hech narsani aks ettirmasligi mumkin. Bitta mumkin bo‘lgan izoh shundan iboratki, tez iqtisodiy o‘sish davrida obro‘vi ta’sirlari va tez orada kapital bozoriga qaytish imkoniyatlari yaxshi xulq-atvorlarni talab qiladi, shunda zarur institutsiyalar va huquqiy himoyalarga ega bo‘linadi (Gomes (1996)). Shunday qilib, investorlar qisqa muddatda obro‘ga tayanishi va firmaning kapital bozorlariga kirish ehtiyojlari kamayganda uzun muddatda huquqiy himoya bilan hisobga olishi mumkin. Bundan tashqari, Koreya singari tez rivojlanayotgan ba’zi mamlakatlarda investitsiyalarning rentabellik darajasi ichki odamlar tomonidan egallanish darajasidan oshib ketishi mumkin.

Biroq, yana bir ehtimollik shundan iboratki, spekulyativ pufakchalar va investorlarning ortiqcha optimistikligi tez o‘sib borayotgan iqtisodiyotlardagi kapital moliyalashtirilishida muhim rol o‘ynaydi. Mavjud dalillar investorlarga minimal huquqiy himoya mavjud bo‘lgan mamlakatlardagi tashqi kapital moliyalashtirilishining sirini qondiruvchi javob bera olmaydi.

**B. LBOlar (Qarz Asosidagi Sotib Olishlar)**

AQShda so‘nggi yillarda kuzatilgan va katta investorlarning afzalliklari hamda xarajatlari haqida fikr yuritishga imkon beradigan ajoyib hodisa - bu qarz asosidagi sotib olishlar (LBO - Leveraged Buyouts). Ushbu bitimlarda, umumiy mulkdorlikka ega bo‘lgan kompaniya aktsionerlari yangi investorga guruh tomonidan sotib olinadi. Bu guruh odatda eski menejerlar, maxsus sotib olish firmalari, banklar va umumiy qarz egalari (public debt holders)ni o‘z ichiga oladi (Jensen (1989a, 1989b)). Kompaniya umumiy bo‘lgan davrga nisbatan kompensatsiya shartnomalariga kamroq cheklovlar qo‘yilganda, menejerlar odatda yangi kompaniyaga nisbatan ulushlarini keskin oshiradilar, garchi ular oldinroq kompaniyaga investitsiya qilingan ba’zi mablag‘larni chiqarib olishgan bo‘lsalar ham (Kaplan va Stein (1993)). Sotib olish firmasi odatda kompaniyani boshqarish uchun yetarli darajada kapital sotib oladi. Biroq, moliyalashtirishning asosiy qismi banklardan va subordinatlangan umumiy qarz egalaridan, ya'ni 1980-yillarda axlat obligatsiyalari deb atalganlardan keladi. Ba’zi hollarda, axlat qarz egalari qarorlarini uning emissiya qiluvchilari koordinatsiya qilgan. Qisqacha qilib aytganda, LBOlarda menejerlar va LBO fondlari tomonidan markazlashtirilgan kapital egaligi, banklar va amaldagi umumiy qarz egalari tomonidan markazlashtirilgan qarz egaligi mavjud edi.

Katta investorlar agentlik muammolarini kamaytiradi degan g‘oya bilan mos ravishda, mavjud dalillar LBOlarning samarali tashkiliy shakllar ekanligini ko‘rsatadi. Birinchidan, boshqa sotib olishlar singari, LBOlar odatda eski aktsionerlarni sezilarli premium (yuqori narx) bilan sotib oladi, bu kamida birinchi navbatda foydani oshirish rejasida ekanliklarini anglatadi (DeAngelo, DeAngelo va Rice (1984)). Ikkinchidan, keyinchalik umumiy bozorga chiqqan LBOlar namunasidan olingan to‘g‘ridan-to‘g‘ri dalillar ularning foydalarni oshirganliklarini ko‘rsatadi (Kaplan (1989)). Uchinchidan, foydalar oshishi agentlik xarajatlarining pasayishi bilan bog‘liq ekanligiga dalillar mavjud. Ko‘plab LBOlar juda diversifikatsiyalangan kompaniyalarga mo‘ljallangan bo‘lib, ular LBOdan keyin tez orada o‘zining asosiy bo‘lmagan bo‘limlarini sotib yuboradilar (Bhagat, Shleifer va Vishny (1990)). Agar agentlik muammosi ortiqcha o‘lcham va diversifikatsiya shaklida ifodalanadigan bo‘lsa, unda qarz ortiqchaligi va katta aktsionerlar agentlik xarajatlarini kamaytiradi.

Bir vaqtning o‘zida LBOlar og‘ir markazlashtirilgan mulkdorlikning potentsial xarajatlarini ham namoyon qiladi. Jensen (1989a) LBOlar shunchalik samarali bo‘lganligi sababli, ular AQShda asosiy tashkiliy shaklga aylanishi mumkin degan taxminlarda bo‘ladi. Rappaport (1990) esa investorlardan keladigan og‘ir nazorat kelajakdagi investitsiyalar va o‘sishni oldini olishi va shuning uchun menejment uchun jozibador bo‘lmasligi mumkinligini ta’kidlaydi. Bhagat, Shleifer va Vishny (1990) 1980-yillardagi LBOlarning asosiy maqsadi divestituralar kabi drastik qisqa muddatli yaxshilanishlarni amalga oshirish uchun vaqtinchalik moliyalashtirish vositasi sifatida xizmat qilish edi, deb hisoblashadi. Kaplan (1991) empirik jihatdan LBOlarning doimiy tashkiliy shakllar ekanligini yoki, aksincha, oxir-oqibatda ularning umumiy kapital bozoriga qaytishini tekshiradi. Uning dalillari LBOlarning juda qisqa muddatli tashkiliy shakllar emasligini ko‘rsatadi, ammo median firma olti yil ichida umumiy aktsiyalar sotadi. Bu LBOlarning doimiy tashkiliy shakllar emasligini anglatadi, lekin Kaplan bundan tashqari, umumiy aktsiyalar chiqaradigan hatto bu firmalar ham juda og‘ir darajada qarz va kapital egaligini saqlab qolishini aniqlaydi. Dastlabki moliyalashtirish strukturasi doimiy bo‘lish uchun juda qattiq bo‘lsa ham, katta investorlar qolaveradi.

**C. Kooperativlar va Davlat Mulkdorligi**

Biz ba’zi vaziyatlarda markazlashtirilgan mulkdorlik optimal bo‘lmasligini taklif qilgan edik, chunki menejerlar, xodimlar va iste’molchilar kabi aktsioner bo‘lmagan tomonlarga juda kam rentalar va munosabatga oid maxsus investitsiyalar qilish uchun etarli rag‘bat qolmaydi. Bunday vaziyatlarda kooperativlar yanada samarali mulkdorlik tuzilishi bo‘lishi mumkin (Hansmann (1988), Hart va Moore (1994b)). Masalan, katta investorlarga ega bo‘lgan shaxsiy firmalar foyda olishga intilishlari tufayli mahsulot sifatini pasaytirishi yoki firmaning boshqa birikmalariga zarar yetkazishi mumkin. Bu mantiq sog‘liqni saqlash, bolalar parvarishi va hatto chakana savdo sohalarida kooperativlar, jumladan iste’molchi kooperativlari tomonidan eng yaxshi ta’minot berilishi kerakligini tushuntirish uchun ishlatilgan. Narxlar va sifat bo‘yicha ovoz berish orqali, birikmalar foyda maksimallashtiruvchi egadan ko‘ra yaxshiroq natijaga erishadilar.

Xuddi shu dalil davlatning korxonalarga egalik qilishini asoslash uchun ham ishlatilgan. Monopol qudrati, tashqi ta’sirlar yoki taqsimlash muammolari tufayli xavf tug‘diradigan joylarda, shaxsiy foyda maksimallashtiruvchi firmalar bu muammolarni hal qila olmaydi. Jamoat manfaatlariga intiladigan siyosatchi korxonalarning qarorlarini nazorat qilib samaradorlikni oshirishi mumkin. Bunday ijtimoiy farovonlik dalillari temir yo‘llari, elektr energiyasi, qamoxtxonalar, maktablar, sog‘liqni saqlash va boshqa ko‘plab faoliyatlar uchun davlat egalik qilishining an’anaviy asoslarini tashkil etadi (Laffont va Tirole (1993), Sappington va Stiglitz (1987)). Ushbu dalilning turli versiyalari sanoat korxonalari uchun ham davlat egalik qilishini asoslash uchun ishlatiladi. Politsiya va qamoxtxonalar singari davlat egalik qilishining g‘olib chiqqan hollari bundan mustasno (Hart, Shleifer va Vishny (1997)), lekin davlat egalik qilishining haqiqati umuman olganda ushbu samaradorlik dalili bilan mos kelmaydi.

Birinchidan, davlat korxonalari jamoat manfaatlariga shaxsiy firmalardan ko‘ra yaxshiroq xizmat qiladigan ko‘rinmaydi. Masalan, ko‘plab mamlakatlarda davlat korxonalari shaxsiy firmalarga qaraganda ancha og‘ir ifloslovchidir. Haqiqatan ham, ifloslanish muammolari davlat korxonalari hukmron bo‘lgan eski komunist mamlakatlarda eng og‘ir hisoblanadi (Grossman va Krueger (1993)). Ikkinchidan, nazariyaga ziddan, davlat korxonalari odatda juda samarasiz bo‘lib, ularning zararlari mamlakatlarning byudjetlariga katta yuk soladi (Kikeri, Nellis va Shirley (1992) va Boycko, Shleifer va Vishny (1995) tegishli dalillarni ko‘rib chiqadilar). Davlat korxonalari ijtimoiy maqsadlarga e’tibor bermasliklari va ekstremal darajada samarasizliklari bilan xarakterlanadi, bu esa ularning mavjudligining samaradorlik dalillari bilan mos kelmaydi.

Ushbu maqolada korporativ boshqaruvning ko‘rilishi davlat korxonalari xatti-harakatining asosiy elementlarini tushuntirishga yordam beradi. Nazariy jihatdan bu korxonalar jamoat tomonidan nazorat qilinishi kerak, ammo amaldagi nazorat huquqlari biroblarga tegishli. Bu biroblar juda markazlashtirilgan nazorat huquqlariga ega bo‘lishsa-da, naqd pul ulushlari ahamiyatsiz, chunki davlat korxonalarining naqd pul egaligi amalda mamlakat soliq to‘lovchilari orasida tarqalgan. Bundan tashqari, biroblarning maqsadlari ijtimoiy farovonlikdan juda farqli bo‘lib, siyosiy manfaatlar tomonidan belgilanadi (Shapiro va Willig (1990), Boycko va boshqalar (1996), Shleifer va Vishny (1994)). Masalan, ular tez-tez saylovda yutishga yordam beradigan maxsus manfaat guruhlari talablariga javob beradilar, masalan, davlat xodimlari kasaba uyushmalari, bu guruhlar tabiiyki davlat egalik qilishini qattiq qo‘llab-quvvatlaydilar (Lopez-de-Silanes, Shleifer va Vishny (1997)).

Natijada, davlat korxonalari boshqaruvchilarining foydalar haqida eng yaxshisidan ham kamtarafli qayg‘ri (chunki foydalar davlat byudjetiga oqadi) va ijtimoiy manfaatlardan juda farqli maqsadlarga ega. Buning ustiga, ular bu korxonalarga deyarli to‘liq hokimiyatga ega bo‘lib, ularni har qanday siyosiy maqsadga erishish uchun yo‘naltira oladilar. Shunday qilib, davlat egalik qilishi naqd pul ulushlari yo‘qligi va ijtimoiy zararli maqsadlar bilan markazlashtirilgan nazorat misolidir. Bu nuqtai nazardan qaraganda, davlat korxonalari samarasizligi hech qanday ajablanarli emas.

Davlat korxonalari samaradorligining ulkan pastligini va jamoat byudjetlariga bosimni anglash oxirgi yillarda dunyo bo‘yicha umumiy javob sifatida xususiylashtirishga olib kelgan. Ko‘p hollarda, xususiylashtirish siyosiy nazoratni tashqi investorlar tomonidan xususiy nazoratga almashtiradi. Bir vaqtning o‘zida, ko‘plab mamlakatlarda xususiylashtirish nazorat bilan birga markazlashtirilgan xususiy naqd pul ulushlarini yaratadi. Natijada, bu nisbatan samaraliroq mulkdorlik tuzilmalariga o‘tish xususiylashtirilgan korxonalarning samaradorligini sezilarli darajada oshiradi (Megginson va boshqalar (1994), Lopez-de-Silanes (1994)).

Xususiylashtirish rejalashtirilgandek ishlamagan hollarni ham korporativ boshqaruvi nuqtai nazaridan tushuntirish mumkin. Masalan, agar korxonalarni katta investorlarsiz xususiy tasarrufga o‘tkazilsa, agentlik xarajatlari siyosiy nazorat xarajatlari pasayganda ham oshishi mumkin. Buyuk Britaniyada suv ta’minoti kabi xususiy korxonalarning menejerlari katta maosh oshirishlari bilan tanilgan (Wolfram (1995)). Bu natija oldindan kutish mumkin edi, chunki bu korxonalarda tashqi aktsionerlar yo‘q, menejerlarga ko‘proq ixtiyor berilgan. Bir vaqtning o‘zida, biz bu korxonalardagi menejment ixtiyorining muammolarining avvalgi siyosiy nazorat muammolariga yaqin emasligiga shubha qilamiz.

Xususiylashtirishdan keyingi korporativ boshqaruv qiyinchiliklarining yana bir misoli Rossiya (Boycko va boshqalar (1995)). Siyosiy sabablarga ko‘ra, Rossiya xususiylashtirishi ko‘plab kompaniyalarning menejmenti tomonidan boshqariladigan kontrolli mulkdorlikka olib kelgan. Menejment deyarli to‘liq nazorat va katta naqd pul ulushlari bilan ta’minlangan, bu tamomila rag‘batlantirishni yaxshilash imkonini beradi. Biroq, ikkita muammo mavjud – ular nazariy jihatdan oldindan bashorat qilinishi mumkin edi. Birinchidan, minoritar aktsionerlarning himoyasining deyarli yo‘qligi menejerlarga o‘z ulushlari katta bo‘lsa ham resurslarni korxonadan olib tashlashga undaydi, chunki ular tashqi investorlar bilan baham ko‘rmasdan qolasilar. Ikkinchidan, ko‘plab hollarda menejerlar xususiylashtirilgan korxonalarni qayta tashkil qilishga qodir emaslar, ammo nazorat huquqlari tufayli ish o‘rinlarida qolishadi va nazorat afzallarini "iste’mol" qiladilar. Aslida, Rossiyaning eng muvaffaqiyatli xususiylashtirishlaridan ba’zilari tashqi investorlar yetarlicha ulush to‘plash va menejmentni almashtirish yoki boshqarish imkoniyatiga ega bo‘lgan korxonalardir. Bunday tashqi investorlar odatda menejerlardan foydalarni o‘zlariga qaratishga qodir emaslar va foydalarni maksimallashtirishda ham yaxshiroqdir. Rossiya xususiylashtirishining misoli minoritar investorlarning huquqiy himoyasi bo‘lmagan holda markazlashtirilgan mulkdorlikning afzalliklari va xarajatlarini yorqin namoyon qiladi.

**VII. Qaysi Tizim Eng Yaxshi?**

Korporativ boshqaruv mexanizmlari dunyo bo‘yicha katta farqlarga ega. AQSh va Buyuk Britaniya kompaniyalari investorlarning huquqiy himoyasiga katta etibor qaratadi. Katta investorlar kamroq tarqalgan, faqat sotib olish jarayonida mulkdorlik vaqti-vaqti bilan markazlashgan holda uchraydi. Yevropa qit’asining ko‘plab mamlakatlari va Yaponiyada esa murakkab huquqiy himoyalarga kamroq tayaniladi, katta investorlar va banklarga ko‘proq etibor beriladi. Nihoyat, dunyoning qolgan qismida mulkdorlik odatda oilalarda og‘ir markazlashgan bo‘lib, bir necha katta tashqi investorlar va banklar mavjud. Investorlarning huquqiy himoyasi Yaponiya va Germaniyaga qaraganda, shubhasiz AQSh va Buyuk Britaniyaga nisbatan ancha zaifroq. Ushbu tizimlarning turli-tumanligi oldindan ko‘rinadigan savolni ko‘taradi: tashqi mablag‘larni jalb qilish nuqtai nazaridan qaysi tuzilma eng yaxshi? Ushbu bo‘limda biz ushbu savol bilan shug‘ullanishga harakat qilamiz.

**A. Huquqiy Himoya va Katta Investorlar**

Bizning tahlilimiz huquqiy himoya va markazlashtirilgan mulkdorlikning ba’zi shakllari korporativ boshqaruv tizimining yaxshi ishlashi uchun muhim elementlar ekanligiga olib keladi. Katta investorlar menejerlarni foydalar taqsimlashga majbur qilish uchun zarurdek ko‘rinadi. Bu investorlar kamida ovoz berish huquqi yoki zaminni tiklash qudrati kabi asosiy huquqlarga ega bo‘lishlari kerak, bu ularning menejment ustidagi kuchini amalga oshirish imkonini beradi. Agar kichik investorlar kompaniyalarni moliyalashtirish sohasiga jalb qilinishi kerak bo‘lsa, ular ham menejerlar va katta investorlar tomonidan egallanishdan himoyalangan bo‘lishlari kerak. Huquqiy himoya va katta investorlar samarali korporativ boshqaruv tizimida bir-birini to‘ldiruvchi rol o‘ynaydi. Haqiqatan ham, AQSh, Germaniya va Yaponiya singari muvaffaqiyatli korporativ boshqaruv tizimlari investorlarning huquqiy himoyasi va markazlashtirilgan mulkdorlikning kombinatsiyasiga tayanadi.

AQShda kichik va katta aktsionerlar minoritar huquqlarni himoyalovchi, aktsiyalarni osonlik bilan uzatishni ta’minlovchi, direktorlar saylovini menejerlardan nisbatan erkin qiluvchi va aktsionerlarga vijdoniy vazifalarini buzganlik uchun direktorlarga arbiy davolarni (klas nisbatli arbiy davo orqali) beruvchi qoidalar sistemasiga tayanadi. Biroq, AQShda kompaniyalar uchun keng qamrovli bankrotlik himoyasi tufayli kredit beruvchilar Germaniya va Yaponiyadagiga qaraganda nisbatan kamroq huquqlarga ega. Ushbu huquqiy qoidalar aktiv aksiyadorlik bozorida ishtirokni, sotib olishlar orqali mulkdorlikni markazlashtirishni, lekin banklar tomonidan kamgina boshqaruvni qo‘llab-quvvatlaydi.

Germaniyada kredit beruvchilar AQShdagilarga qaraganda kuchliroq huquqlarga ega, ammo aktsioner huquqlari zaifroq. Shuning uchun Germaniya doimiy katta aktsionerlar va banklar tomonidan boshqariladigan tizimga ega, ularga mavjud huquqiy qoidalar ularning kuchlarini amalga oshirish uchun yetarli. Ammo kichik investorlar bozorga deyarli ishtirok etmaydi. Yaponiya esa aktsioner va kredit beruvchi huquqlarini himoyalash darajasi bo‘yicha AQSh va Germaniya orasida joylashgan. Natijada, Yaponiyada kuchli banklar va uzoq muddatli aktsionerlar mavjud, garchi ularning hech biri Germaniyadagilarga qaraganda shunchalik kuchli emas. Bundan tashqari, Yaponiya boshqaruv tizimi kichik investorlarni aksiyalar bozoriga jalb qilishga muvaffaq bo‘lgan.

Germaniya va Yaponiyada ham doimiy katta investorlar tizimi mavjud bo‘lganligi sababli, ikkala mamlakatda ham raqobatbardosh sotib olishlar juda kam uchraydi. Garchi biz quyida uchta tizimning afzalliklarini solishtirsak ham, esda tutish muhimki, ularning hammasida kamida ba’zi xil investorlar uchun samarali huquqiy himoya mavjud.

Dunyoning ko‘plab qolgan joylarida investorlarning huquqiy himoyasi kamroq rivojlangan, chunki qonunlar yomon yoki sudlar bu qonunlarni bajarmaydi. Natijada, kompaniyalar oilaviy nazorat ostida qoladi va hatto ba’zi eng boy mamlakatlarda ham tashqi mablag‘larni jalb qilishda qiyinchiliklarga duch keladi va investitsiyalarining aksariyatini ichki mablag‘lar hisobiga moliyalashtiradi (Mayer 1990). Pagano, Panetta va Zingales (1995) Italiyada kompaniyalarning tashqi mablag‘larni jalb qilishda uchraydigan nadir qiyinchiliklarni bildiradi. 1982 va 1992-yillar orasidagi 11 yil ichida Italiyada faqat 123 kompaniya umumiy bozorga chiqqan, AQShga nisbatan minglab kompaniya chiqqan. Barca (1995) bank moliyalashtirishni ham qiyinligini ko‘rsatadi. Mayer (1990) Italiyada bank moliyalashtirishining sezilarli hajmga ega ekanligini bildirsa-da, uning aksariyati davlat kompaniyalarini davlat banklari tomonidan moliyalashtirilgan. Italiyada davlat tomonidan qo‘llab-quvvatlanmagan ko‘plab katta kompaniyalar oilaviy nazorat ostida va ichki mablag‘lar bilan moliyalashtiriladi.

Tizimli dalillar kam bo‘lsa-da, dunyoning ko‘pchiligi AQSh, Germaniya yoki Yaponiyaga qaraganda ko‘proq Italiyaga o‘xshaydi. Masalan, Hindiston bo‘yicha yangi tadqiqot katta kompaniyalarning oilaviy nazorat ostida ekanligini va davlatdan pul olmaguncha deyarli butunlay ichki moliyalashtirishga tayanishini ko‘rsatadi (Khanna va Palepu (1996)). Lotin Amerikasidagi kompaniyalar ham tashqi korporativ boshqaruvsiz ishlaydi va moliyalashtirish asosan ichki yoki davlat nazoratidagi banklardan amalga oshiriladi.

Biz chiqargan xulosa oddiy: AQSh, Germaniya va Yaponiya korporativ boshqaruv tizimlarida o‘ylangandan ko‘ra ko‘proq umumiylik bor, ya’ni katta investorlar va investor huquqlarini himoyalovchi huquqiy tizimning kombinatsiyasi mavjud. Boshqa joylarda korporativ boshqaruv tizimlari esa zarur huquqiy himoyalarning etishmovchiligi tufayli kamroq samarali.

**B. Boshqaruv Tizimlarining Evolyutsiyasi**

Yuqoridagi muhokama ko‘pchilikni qiziqtirgan savolga javob bermaydi, ya’ni rivojlangan korporativ boshqaruv tizimlaridan qaysi biri eng yaxshi ishlaydi? Ba’zi odamlar AQSh, Yaponiya va Germaniya iqtisodiyoti rivojlanganligi va ularning barcha tizimlari tirik qolganligi sababli bu uchta tizim taxminan bir xil darajada yaxshi bo‘lishi kerak deb dalil keltirishlari mumkin. Biroq, so‘nggi tadqiqotlar tarixiy jihatdan siyosiy bosimlar iqtisodiy omillar singari korporativ boshqaruv tizimlarining evolyutsiyasida birdek muhim rol o‘ynaganini ko‘rsatadi. Ko‘p muhokama qilingan so‘nggi kitobda Roe (1994) iqtisodiy samaradorlikka qaramasdan, ayniqsa federal darajada AQSh korporativ qonunlariga siyosat ta’sir etganini da’vo qiladi. Roe AQSh siyosiy tizimining katta investorlarni sistematik ravishda qo‘llab-quvvatlamasligini batafsil bayon qiladi. Banklar, sug‘urta kompaniyalari, o‘zaro fondlar va pensiya fondlari hammasi korporativ ishlarga ta’sir o‘tkazishdan oldinroq chetlashtirildilar. 1980-yillarning sotib olishlariga qarshi siyosiy munosabat menejmentni qo‘llab-quvvatlash va katta aktsionerlarga qarshi siyosatning davomi deb qaralishi mumkin (Grundfest (1990), Jensen (1993)). Roe AQShda kichik aktsionerlarning huquqiy himoyasining juda yaxshi rivojlanishiga katta investorlarni cheklash hisobiga qisman javob bo‘lishi haqida tushuntirish bermaydi, lekin boshqa ba’zi ishlar (masalan, Douglas (1940), Coffee (1991), Bhide (1993)) ushbu xulosani taklif qiladi. Roe ning yakuni shuki, AQSh tizimi katta investorlarni qo‘llab-quvvatlamasligi tufayli samaradorlikka juda uzoq.

Muammo shundaki, siyosiy jarayon iqtisodiyotdagi kuchli manfaatlarga moslashadi va ijtimoiy farovonlikni maksimallashtirmaydi degan dalil Germaniya va Yaponiya uchun ham amal qiladi. Ikkala mamlakat ham o‘zlarining kuchli banklar tizimini 19-asr oxirida tez iqtisodiy o‘sish davrida va davlat tomonidan kuchli qo‘llab-quvvat bilan shakllantirdilar (Gerschenkron (1962)). Ikkala mamlakatda ham AQSh II Jahon urushi paytida okkupatsiya davrida kuchli moliyaviy institutlarni yo‘q qilishga harakat qilib, ikkalasida ham muvaffaqiyatsizlikka uchradi. Bundan tashqari, Germaniya banklari yetarlicha kuchli bo‘lib qolgach, ma’lumotlarni ochish qoidalarini, ichki savdo taqiqlarini va minoritar aktsionerlarni himoyalash boshqa choralarini joriy etishga qarshilik ko‘rsatdilar – shu tariqa ushbu investorlar hech qachon muhim iqtisodiy yoki siyosiy kuchga aylanmasligini ta’minlashdi. Ushbu siyosiy kanal orqali huquqiy tizim mavjud iqtisodiy kuchga, ya’ni banklarga moslashish uchun rivojlandi. Evolyutsion dalillar aniq ravishda qaysi tizim samaradorroq ekanligini aniqlashga imkon bermaydi.

**C. Qanday Katta Investorlar?**

AQSh, Yaponiya va Germaniyani solishtirishda ko‘pchilik bergan asosiy savollar quyidagilardir: qaysi turdagi katta investorlar eng yaxshi? AQSh uslubidagi sotib olishlar Germaniya va Yaponiyadagi doimiy katta aktsionerlar va kredit beruvchilar bilan qanday taqqoslanadi? Biz mavjud tadqiqotlar ushbu savolga aniq javob berishga yetarli emas deb hisoblamaymiz.

Tadbirkorlikka oid huquqiy himoyani katta investorlarning rolidan ko'ra muhimroq deb hisoblovchilardan eng jiddiy baholarni beradigan mutaxassislarning AQSh korporativ boshqaruv tizimi haqidagi fikrlari hech qanday ajablanarli emas (Easterbrook va Fischel (1991), Romano (1993a)). Romano (1993a) AQSh shtatlararo raqobat natijasida, ko'plab yirik kompaniyalar ro'yxatdan o'tgan Delaver shtati, aktsionerlarning manfaatlarini samarali qondiradigan korporativ qonunlar qabul qilganini va shu tariqa samarali korporativ boshqaruvgaga erishganligini da'vo etadi. Romano (1993a) Delaver shtatining barcha shtatlardan eng mehribon qarshi sotib olish qonunini qabul qilganini va shu tufayli kelajakda raqobatbardosh sotib olishlarning rolini yo'q qilmaganini ham ta'kidlaydi. Easterbrook va Fischel (1991) katta aktsionerlarning roli haqida umuman bahs yuritmaydilar. Romano (1993b) AQShdagi institutsional investorlarning faol, qiymatni maksimallashtiruvchi aktsionerlarga aylanishiga (masalan, Black (1990)) bo'lgan kutilgan umidlar juda ko'paytirilgan deb hisoblaydi. U banklarning potensial boshqaruv roli haqida ham shubhalidir. Qisqacha qilib aytganda, bu olimlarning pul to'g'risidagi stavkasi investorlarning huquqiy himoyasiga qaratilgan. Agar sotib olishlar ushbu huquqiy himoyani to'ldirsa, ular yetarli deb hisoblanadi.

Bundan tashqari, Germaniya va Yaponiya korporativ boshqaruv tizimlarining tarafdorlari doimiy uzoq muddatli investorlarning afzallariga nisbatan sotib olishlardan ustunligini ko'rsatadilar. Hoshi, Kashyap va Scharfstein (1990, 1991) Yaponiyada asosiy bank munosabatlariga ega bo'lgan kompaniyalarning moliyaviy qiyinchiliklarni kamroq iqtisodiy zarar bilan va moliyalashtirishga yaxshiroq kirish bilan o'tganliklarini ko'rsatadilar. Bundan tashqari, keng nazariy va anekdot adabiyoti AQSh korporativ boshqaruv tizimining, xususan sotib olishlarning, korporativ menejerlar xatti-harakatlariga qisqa muddatli maqsadlar berishini va shuning uchun investitsiya samaradorligini pasaytirishini da'vo qiladi (Stein (1988, 1989), Shleifer va Vishny (1990)). Ushbu nazariyalar va dalillar (Porter (1992)) empirik isbotlarga juda kam tayanadi (Potterba va Summers (1995)ga qarang). Bunga qaramay, kamida 1990-yillargacha Yaponiya va Germaniya iqtisodiyotining yuqori samaradorligi ko'pchilikni AQSh tizimiga qaraganda ularga ustunlik berishga majbur qildi (Aoki (1990), Roe (1993), Charkham (1994)ga qarang).

Biz ushbu bahslarning yakuniy deb hisoblamaymiz. Albatta, AQShdagi sotib olishlar nozik boshqaruv mexanizmi hisoblanadi. Biroq, AQSh iqtisodiyoti XX asr davomida bunday mexanizmlarni takroran ishlab chiqqan, jumladan birlashmalar, vakolatli kurashlar, LBOlar va so'nggi paytlarda go'shtetlar fondlari. Ko'plab ushbu mexanizmlar siyosiy muammolarga duch kelsa-da, yangilari doimiy ravishda ixtiro qilinmoqda. 1980-yillardagi raqobatbardosh sotib olishlarning oxiri ehtimol faol katta investorlar davridan chetlashtirmaydi. Bundan tashqari, sotib olishlar natijasida AQSh iqtisodiyoti 1980-yillarda Yaponiya va G'arbiy Yevropa iqtisodiyotlariga qaraganda radikalroq va ehtimol samaraliroq qayta tashkil etilgan. Nihoyat, kichik investorlarning keng huquqiy himoyasi tufayli, yosh AQSh kompaniyalari dunyoning boshqa joylaridagi kompaniyalarga qaraganda birja orqali kapital jalb qilishda yaxshiroqdir. Bu asosiy faktlarni hisobga olgan holda AQSh korporativ boshqaruv tizimini rad etish qiyin.

Biroq, Yaponiya va Germaniyada korporativ boshqaruvni boshqaruvchi doimiy katta aktsionerlar va banklar, albatta, ba’zi afzallarga ega, masalan sabrli va ma’lumotga ega investorlar tomonidan korporativ menejmentga ta’sir qilish qobiliyati. Bu investorlar qiyinchilikka tushgan kompaniyalarga yordam berishda ham yaxshiroq bo‘lishi mumkin. Biroq, bu investorlarning samaradorligi haqida jiddiy savollar mavjud, chunki ularning qattiyatiga shubha bor. Charkham (1994) ko‘rsatganidek, Germaniya banklari o‘zlarini samarali boshqaradigan katta jamg‘arma institutlaridir. Yaponiya yoki Germaniyadan banklar korporativ boshqaruvida juda qattiq ekanligi haqida kam dalil mavjud.

Nihoyat, kamida Germaniyada katta investorlarga yo'naltirilgan boshqaruv tizimi kichik investorlarni moliya bozorlariga jalb qilishdan chetlashtiradi. Xulosa qilib aytganda, katta bahslarga qaramay, biz nazariya yoki dalillar bizga uchta asosiy korporativ boshqaruv tizimidan qaysi biri eng yaxshi ekanligini aytmaydi. Bu nuqtai nazardan biz AQShdagi katta aktsionerlarning o‘sib borayotgan mashhuriyati, Yaponiyada umumiy qarz bozorlarining paydo bo‘lishi va Germaniyada banklarga qarshi siyosatning kuchayishi singari, uchta tizimning bir-biriga yaqinlashishiga oid siyosiy va iqtisodiy bosimlarni ko‘rmaymiz.

Bir vaqtning o‘zida o‘tish iqtisodiyotlarida boshqaruvning rivojlanishi haqida o‘ylashda, ahamiyatli investorlarning huquqiy himoyasi yoki sotib olishlarning kaliti rol o‘ynashi ehtimoldan yiroq. Eng ehtimoldan, Sharqiy Yevropa ichki boshqaruv va umuman xususiy tashqi moliyalashtirishsiz qolib ketmasa (Rossiyada bu xavf mavjud), u banklar va katta aktsionerlar tomonidan boshqariladigan tizimga intiladi. Chek uzruq respublikasidan (van Wijnbergen va Mancini (1995)) va Rossiyadan (Blasi va Shleifer (1996)) dastlabki dalillar haqiqatan ham katta aktsionerlarning, ayniqsa Chek uzruq respublikasida banklar tomonidan boshqariladigan o‘zaro fondlar, korporativ boshqaruvida markaziy rol o‘ynayotganini ko‘rsatadi. O‘tish iqtisodiyotlari Germaniya va Yaponiya korporativ boshqaruv tizimlariga yaqinlashishga muvaffaq bo‘lsa, ayniqsa investorlarning huquqiy himoyasi jihatidan, bu juda omadli bo‘lardi. Ammo bu AQShning ham shu yo‘nalishda harakatlanishi kerak degani emas.

**VIII. Xulosa**

Korporativ boshqaruv bo‘yicha tadqiqotlarni ko‘rib chiqish jarayonida biz ushbu sohaning ma’lum tuzilishini yetkazib berishga harakat qildik. Korporativ boshqaruv agentlik muammosi bilan shug‘ullanadi: menejment va moliyalashtirishni ajratish. Korporativ boshqaruving asosiy savoli – moliyotchilarga ularning mablag‘lariga qaytim olishlarini qanday ta’minlash mumkin? Biz bu ko‘rib chiqishni agentlik muammosining jiddiy ekanligini ko‘rsatish bilan boshladik: menejerlarning moliyotchilar mablag‘larini o‘g‘irlash yoki ulardan sevimli loyihalarga sarflash imkoniyatlari ko‘p va yaxshi hujjatlashtirilgan. Keyin esa korporativ boshqaruvning bir nechta keng yondashuvlarini tasvirladik.

Biz menejerlarning obro‘si yoki investorlarning pulini qaytarish ehtimolini juda optimistik kutishiga asoslangan moliyalashtirish imkoniyatini ko‘rib chiqish bilan boshladik. Biz bunday boshqaruvsiz moliyalashtirishning butun tasvirni anglatmasligini da’vo etamiz. Keyin esa investorlarning huquqiy himoyasi va mulkdorlik markazlashuvi haqida, boshqaruvning to‘ldiruvchi yondashuvlari sifatida bahs yuritamiz. Investor huquqlarining huquqiy himoyasi korporativ boshqaruvning bir muhim elementi ekanligini ta’kidlaymiz. Katta aktsiyalar paketi, sotib olishlar va bank moliyalashtirishi orqali markazlashtirilgan mulkdorlik deyarli universal nazorat usuli bo‘lib, investorlarga mablag‘larini qaytarishga yordam beradi. Katta investorlar agentlik muammosini hal qilishda juda samarali bo‘lishi mumkin, ammo ular boshqa investorlardan yoki birikmalardan o‘zlariga boylikni noqulay tarqatishlari ham mumkin. AQSh, Germaniya va Yaponiya singari muvaffaqiyatli korporativ boshqaruv tizimlari kamida ba’zi investorlarning muhim huquqiy himoyasi va katta investorlarning muhim rolini birlashtiradi. Ushbu kombinatsiya ularni boshqa mamlakatlardagi boshqaruv tizimlaridan ajratib turadi, chunki oxirgi tizimlar investorlarning juda cheklangan huquqiy himoyasiga ega va oilaviy va ichki guruhlar tomonidan boshqariladigan kompaniyalarga, kam tashqi moliyalashtirish bilan bog‘liq.

Biroq, mavjud dalillar bizga muvaffaqiyatli boshqaruv tizimlaridan qaysi biri eng yaxshi ekanligini aytmaydi. Bu ko‘rib chiqishni yozish jarayonida biz hali ochiq qolgan bir nechta savollarga duch kelamiz. Xulosa qilib, biz shunchaki ba’zi savollarni ko‘tarib o‘tamiz. Adabiyot ba’zi hollarda ushbu savollar bo‘yicha fikr bildirsa-da, hozirda ishonchli javoblar mavjud emas deb hisoblaymiz.

1. **Rahbarlar harakatlari firmalar qiymatiga katta ta’sir ko‘rsatganligi sababli, nega juda yuqori quvvatli rag‘batlantirish kontraktlari AQSh va dunyoning boshqa joylarida ko‘proq qo‘llanilmaydi?** Ularning qo‘llanilishi optimal rag‘batlantirish dizayni, o‘ziga xizmat qilishdan qo‘rqish yoki taqsimlash siyosati bilan chegaralanadimi?
2. **Turli mamlakatlardagi korporativ boshqaruv tizimlarining asosini tashkil etuvchi investorlarning huquqiy himoyasining tabiati qanday?** Korporativ qonunlar qanday farq qiladi va bu qonunlarning amalga oshirilishi mamlakatlararo qanday farq qiladi? AQShdagi huquq va korporativ boshqaruv haqida ko‘p narsa yozilgan bo‘lsa-da, dunyoning qolgan qismi, shu jumladan boshqa boy iqtisodiyotlar haqida (ingliz tilida) kamroq yozilgan. Biroq, huquqiy qoidalar korporativ boshqaruvda kaliti rol o‘ynaydi.
3. **Markazlashtirilgan mulkdorlikning xarajat va afzalliklari ahamiyatlimi?** Ayniqsa, katta investorlar boshqa investorlardan va birikmalardan o‘zlariga boylikni samarali ravishda egallaydilarmi? Ular menejerlarga qarshi etarlicha qattiqmi? Katta investorlarga qarshi qarshilik AQShdagi korporativ boshqaruvning rivojlanishini boshqaradi, lekin boshqa mamlakatlarda ular korporativ boshqaruvni dominsat qiladi. Muvaffaqiyatli korporativ boshqaruv tizimlarini ob’ektiv ravishda solishtirish uchun bu savollarga ko‘proq javob topish kerak.
4. **Rivojlanishdagi mamlakatlardagi kompaniyalar haqiqatan ham katta miqdorda kapital moliyalashtirishi jalb qiladimi?** Ushbu kapitalni kimlar sotib oladi? Agar ular tarqalgan aktsionerlar bo‘lsa, minoritar himoya yo‘qligi sababli nega uni sotib oladilar? Ko‘plab mamlakatlarda aktsionerlarning haqiqiy himoyalari nimalardan iborat? Biz AQShdan tashqarida kapital moliyalashtirish haqida juda kam ma’lumot borligiga hayron qoldik.
5. Va nihoyat, ehtimol eng umumiy savol: **Korporativ boshqaruvning siyosiy dinamikasi qanday?** Siyosiy va iqtisodiy kuchlar korporativ boshqaruvni kattaroq samaradorlikka olib keladimi yoki, aksincha, AQShdagi menejerlar yoki Germaniyadagi banklar singari kuchli manfaat guruhlari samarasiz boshqaruv tizimlarini saqlab qoladimi? Samarali boshqaruvni ta’minlashda siyosiy va iqtisodiy bozorning samaradorligi qanday? Bizning ko‘rib chiqishimiz AQShdagi ushbu soha bo‘yicha ba’zi dalillarni tasvirlasa-da, dunyo bo‘ylab korporativ boshqaruvning siyosati haqidagi tushunchamiz hali ham juda cheklangan.

Bu savollarga javob topish korporativ boshqaruvni chuqurroq tushunish va uning global darajadagi evolyutsiyasini baholash uchun muhimdir.