

**TOSHKENT DAVLAT IQTISODIYOT UNIVERSITETI  
HUZURIDAGI ILMIY DARAJALAR BERUVCHI  
DSc.03G‘10.12.2019.I.16.01 RAQAMLI ILMIY KENGASH**

---

**TOSHKENT DAVLAT IQTISODIYOT UNIVERSITETI**

**XAMZAYEV AZIZBEK NEMATOVICH**

**AKSIYADORLIK JAMIYATLARINING FOND BOZORIDAGI  
FAOLIYATINI TAKOMILLASHTIRISH**

**08.00.07 – Moliya, pul muomalasi va kredit**

**Iqtisodiyot fanlari bo‘yicha falsafa doktori (PhD) dissertatsiyasi  
AVTOREFERATI**

**Toshkent – 2025**

**Iqtisodiyot fanlari bo‘yicha falsafa doktori (PhD) dissertatsiyasi avtoreferati  
mundarijasi**

**Oglavlenie avtoreferata dissertatsii doktora filosofii (PhD) po ekonomicheskim  
naukam**

**Contents of Dissertation Abstract of the Doctor of Philosophy (PhD) in  
Economic Sciences**

**Xamzayev Azizbek Nematovich**

Aksiyadorlik jamiyatlarining fond bozoridagi faoliyatini takomillashtirish..... 3

**Xamzaev Azizbek Nematovich**

Совершенствование деятельности акционерных обществ на фондовом  
рынке..... 25

**Khamzayev Azizbek Nematovich**

Improving the activities of joint-stock companies in the stock  
market..... 47

**E‘lon qilingan ishlar ro‘yxati**

Список опубликованных работ

List of published works..... 51

**TOSHKENT DAVLAT IQTISODIYOT UNIVERSITETI  
HUZURIDAGI ILMIY DARAJALAR BERUVCHI  
DSc.03G‘10.12.2019.I.16.01 RAQAMLI ILMIY KENGASH**

---

**TOSHKENT DAVLAT IQTISODIYOT UNIVERSITETI**

**XAMZAYEV AZIZBEK NEMATOVICH**

**AKSIYADORLIK JAMIYATLARINING FOND BOZORIDAGI  
FAOLIYATINI TAKOMILLASHTIRISH**

**08.00.07 – Moliya, pul muomalasi va kredit**

**Iqtisodiyot fanlari bo‘yicha falsafa doktori (PhD) dissertatsiyasi  
AVTOREFERATI**

**Toshkent – 2025**

**Falsafa doktori (PhD) dissertatsiyasi mavzusi Oliy attestatsiya komissiyasida B2022.4.PhD/Iqt2594 raqam bilan ro'yxatga olingan.**

Dissertatsiya Toshkent davlat iqtisodiyot universitetida bajarilgan.

Dissertatsiya avtoreferati uch tilda (o'zbek, rus, ingliz (rezyume)) Ilmiy kengashning veb-sahifasida (www.tsue.uz) va «Ziyonet» axborot-ta'lim portalida (www.ziyonet.uz) joylashtirilgan.

**Ilmiy rahbar:** **Karlibaeva Raya Xodjabaevna**  
iqtisodiyot fanlari doktori, profecor

**Rasmiy opponentlar:** **Tursunov Bobur Ortiqmirzaevich**  
iqtisodiyot fanlari doktori, professor

**Alladustov Rustam Djonmurodovich**  
iqtisodiyot fanlari bo'yicha falsafa doktori (PhD)

**Yetakchi tashkilot:** **Samarqand iqtisodiyot va servis instituti**

Dissertatsiya himoyasi Toshkent davlat iqtisodiyot universiteti huzuridagi ilmiy darajalar beruvchi DSc.03/10.12.2019.I.16.01 raqamli Ilmiy kengashning 2025-yil «\_\_» \_\_\_\_\_ kuni soat \_\_\_\_ dagi majlisida bo'lib o'tadi. Manzil: 100066, Toshkent shahri, Islom Karimov ko'chasi 49. Tel.: (99871) 239-01-49, 239-28-78, faks: (99871) 239-27-23, e-mail: info@tsue.uz

Dissertatsiya bilan Toshkent davlat iqtisodiyot universitetining Axborot-resurs markazida tanishish mumkin (\_\_\_\_ raqami bilan ro'yxatga olingan). Manzil: 100066, Toshkent shahri, Islom Karimov ko'chasi 49. Tel.: (99871) 239-01-49, 239-28-78.

Dissertatsiya avtoreferati 2025-yil “\_\_” \_\_\_\_\_ kuni tarqatildi.

(2025-yil «\_\_» \_\_\_\_\_ dagi \_\_\_\_\_ raqamli reestr bayonnomasi).

**S.U. Mexmonov**

Ilmiy darajalar beruvchi Ilmiy kengash  
raisi, i.f.d., professor

**U.V. Gafurov**

Ilmiy darajalar beruvchi Ilmiy kengash  
ilmiy kotibi, i.f.d., professor

**S.K. Xudoyqulov**

Ilmiy darajalar beruvchi Ilmiy kengash  
qoshidagi Ilmiy seminar raisi, i.f.d.,  
professor

## KIRISH (falsafa doktori (PhD) dissertatsiyasi annotatsiyasi)

**Dissertatsiya mavzusining dolzarbligi va zarurati.** Bugungi kunda “jahon iqtisodiyotida umumiy qiymati 110,2 trillion dollarga teng 80 ga yaqin yirik fond birjalari faoliyat yuritmoqda ulardan dunyoning ikki yirik birjalari Nyu-York (NYSE) va Nasdaq fond birjalari jahon bozor kapitallashuvining 42,4 foizini nazorat qilmoqda. Xususan, iqtisodiyoti jadal rivojlanayotgan Hindiston davlatining kapitallashuvi sezilarli o‘shishni ko‘rsatib, 2023 yilda Buyuk Britaniyani ortda qoldirishga qaramay, AQSh kapital bozorlari katta farq bilan yetakchilik qilishda davom etmoqda”<sup>1</sup>. Shuningdek, “Jahon ichki qimmatli qog‘ozlar bozorining qiymati 2013-yildagi 65,04 trillion dollardan 2022-yilda 98,5 trillion dollargacha o‘ydi. 2023-yil iyul holatiga ko‘ra, jahon fond birjalarida ro‘yxatga olingan mahalliy kompaniyalarning umumiy bozor kapitallashuvi 112 trillion AQSh dollarini tashkil etdi”<sup>2</sup>.

Jahon fond bozori amaliyotida ilg‘or va zamonaviy tajribani o‘rganishga hamda aksiyadorlik jamiyatlarining fond bozoridagi faoliyatida sun‘iy intellekt bilan ta‘minlangan texnologik qimmatli qog‘ozlar, tovar bozori kapitulyatsiyasi bilan bog‘liq muammolarni hal etish bilan bog‘liq ilmiy tadqiqotlar olib borilmoqda. Aksiyadorlik jamiyatlarining fond bozoridagi faoliyatini iqtisodiy jihatdan barqarorligini ta‘minlashga erishish yo‘llarini aniqlash, aksiyalar narxi barqarorligini ta‘minlash, fond bozorida aksiyadorlik jamiyatlari aksiyalari narxining o‘zgarish dinamikasiga ta‘sir qiluvchi omillarni tahlil qilish metodologiyasini takomillashtirish masalalari bu boradagi ilmiy tadqiqotlarning ustuvor yo‘nalishi hisoblanadi.

Yangi O‘zbekistonning taraqqiyot strategiyasida “aksiyadorlik jamiyatlarining fond bozoridagi faoliyatini rivojlantirish hamda mamlakatimizda kelgusi 5 yilda fond bozori aylanmasini 200 mln. AQSh dollaridan 7 milliard AQSh dollariga yetkazish ko‘rsatilgan”<sup>3</sup>. Bunda mamlakatimizda kapital harakatini bosqichma-bosqich erkinlashtirish hamda yirik korxonalarini va ulardagi ulushlar (aksiyalar)ni, shu jumladan, fond birjasi orqali xususiylashtirish kabi bir qator choralarni ko‘rish ko‘zda tutilgan. Xususan, kapital harakatini bosqichma-bosqich erkinlashtirish yo‘lida davlat qimmatli qog‘ozlarini norezidentlar tomonidan xarid qilishga ruxsat berish, korporativ qimmatli qog‘ozlar bozorida likvidlikni oshirish, davlat ulushi mavjud korxonalarda xususiylashtirish jarayonlariga xorijiy investorlar va xalqaro moliya institutlarini jalb qilish, rezidentlar tomonidan chet mamlakatlardagi aktivlarni sotib olish va ularni deklaratsiya qilish tartibini belgilash mo‘ljallangan. Kapital bozori infratuzilmasini yaxshilash, davlat qimmatli qog‘ozlar bozorini ravnaq toptirish, aholining moliyaviy savodxonligini, professional ishtirokchilarning malakasini oshirishga alohida e‘tibor qaratilishi qayd etilgan.

<sup>1</sup> <https://www.tinkoff.ru/invest/social/profile/TrueProphet/655cb0c6-4e8e-48bd-b0de-bc40bd024983/>

<sup>2</sup> <https://www.statista.com/statistics/710680/global-stock-markets-by-country/>

<sup>3</sup> O‘zbekiston Respublikasi Prezidentining 28-yanvar 2022-yildagi “2022 — 2026 yillarga mo‘ljallangan Yangi O‘zbekistonning taraqqiyot strategiyasi to‘g‘risida”gi PF-60-son Farmoni.

O‘zbekiston Respublikasi Prezidentining 2022-yil 28-yanvardagi PF-60-son “2022-2026-yillarga mo‘ljallangan Yangi O‘zbekistonning taraqqiyot strategiyasi to‘g‘risida”gi 2021-yil 13-apreldagi PF-6207-son “Kapital bozorini yanada rivojlantirish chora-tadbirlari to‘g‘risida”gi, 2021-yil 12-fevraldagi PF-6167-son “Davlat aktivlarini xususiylashtirish jarayonlarini yanada jadallashtirish to‘g‘risida”gi farmonlari, 2022-yil 17-yanvardagi PQ-90-son “Kapital bozorini qo‘llab-quvvatlashning samarali mexanizmlarini joriy etishga doir qo‘shimcha chora-tadbirlar to‘g‘risida”gi, 2022-yil 18-martdagi PQ-168-son “Iqtisodiyotda davlat ishtirokini yanada qisqartirish va xususiylashtirishni jadallashtirishga oid qo‘shimcha chora-tadbirlar to‘g‘risida”gi, 2023-yil 2-sentyabrdagi PQ 291-son “Kapital bozorini rivojlantirishning qo‘shimcha chora-tadbirlari to‘g‘risida”gi qarorlari, shuningdek boshqa me‘yoriy hujjatlarda belgilangan vazifalarni amalga oshirishda mazkur dissertatsiya tadqiqoti muayyan darajada xizmat qiladi.

**Tadqiqotning respublika fan va texnologiyalari rivojlanishining ustuvor yo‘nalishlariga mosligi.** Mazkur dissertatsiya tadqiqoti respublika fan va texnologiyalari rivojlanishining I. “Demokratik va huquqiy jamiyatni ma‘naviy-axloqiy va madaniy rivojlantirish, innovatsion iqtisodiyotni shakllantirishning ustuvor yo‘nalishlari” doirasida bajarilgan.

**Muammoning o‘rganilganlik darajasi.** Aksiyadorlik jamiyatlarining fond bozoridagi faoliyatini takomillashtirish ilmiy-nazariy jihatlarini ko‘plab xorijlik olimlarning tadqiqot yo‘nalishidir. Bu borada Alyoxin B.I., Dj.Beyli, E.Bredli, R.Breyli, R.Veytilingem, B.Vilyams, S.Mayers, K.Morris, U.O.Nila, E.Peters, E.Rode, R.Rozen, A.Sigel, Dj.Tyulz, Dj.Soros, F.Faboss, Dj.Xiks, U.Sharp kabi olimlarning ilmiy tadqiqot ishlarida o‘rganilgan<sup>4</sup>. Sanab o‘tilgan tadqiqotchilarning iqtisodiyot faniga qo‘shgan salmoqli hissasiga qaramay, qimmatli qog‘ozlar va fond bozorini moliyalashtirish, ular faoliyatini tahlil qilish, baholash, tartibga solish va nazorat qilish masalalarining o‘ziga xos xususiyatlari inobatga olinmagan.

Mustaqil davlatlar hamdo‘stligi mamlakatlarida bu borada G.Aleksandr, A.Basov, V.Galanov, Dj.Gitman, A.Kilyachkov, V.Kolesnikov, Ya.Mirkin, A.V.Navoy, E.Petere, B.Rubsov, V.Torkanovskiy, O.Xmiz, L.Chaldaeva, N.Berzon singari olimlar<sup>5</sup> tadqiqotlar olib borganlar. Mazkur olimlarning ilmiy ishlarida aksidorlik jamiyatlarining fond bozoridagi faoliyati o‘rganilmagan.

O‘zbekiston fond bozorini rivojlanmaganligiga ta‘sir etuvchi davlat organlarining aralashuvi, yirik aksiya paketlariga davlat egalik qilishi, aholining qimmatli qog‘ozlar va undan daromad olish mumkinligi haqida yetarlicha

<sup>4</sup> Alyoxin B.I. Рынок сменных бумаг (введение в фондовые операции). М.: Финансы и статистика, 1991. – 230s.; SHarp U., Aleksander G., Beyli Dj. Investisii: Per. s angl. – М.: INFRA-M, 1999. — XII, 1025 s.; Navoy A.V. Структурный анализ международного движения капитала //Дengi i kredit. – М., 2007. –№1. –44 s.; Breyli Richard, Mayers Styuart Prinsipy korporativnykh finansov: Per. s angl. – М.: Olimp-biznes, 2004;

<sup>5</sup> Mirkin YA.M. Рынок сменных бумаг России: vozdeystvie fundamentalnykh faktorov, prognoz i politikarazvitiya. – М.: Alpina Publisher, 2002. -578 s.; Rubsov B.B. Современные фондовые рынки. -М.: AlpinaBiznes Buks, 2006. -382 s.; Varinov E.A., Хмыз O.V. Рынки валютные и сменных бумаг. – М.: Ekzamen, 2001. – 608 s.; Сменные бумаги: Uchebnik/Под red. V.I. Kolesnikova, V.S. Torkanovskogo. 2-eizd., pererab. i dop. – М.: Финансы и статистика, 2000. – 448 s. Kilyachkov A.A., CHaldaeva L.A. Рынок сменных бумаг i birjevoe delo. – М.YUrist’ 2005. — 687 s.; Berzon N.I. i dr. Fondovyy rynek: Uchebnoe posobie dlya vuzov ekonomicheskogo profilya. – 2-e izd. – М.: Vita-Press, 1999. – 400 s.;

tasavvurga ega emasligi, infratuzilma obligasiyalarining muomalada yo‘qligi, qimmatli qog‘ozlardan daromad olishni ta’minlovchi va kafolat beruvchi infratuzilma sub’ektlarining rivojlanmaganligi kabi muammolar yetarlicha tadqiq etilmagan.

Fond bozori uning rivojlantirish yo‘llari, qimmatli qog‘ozlar bozori faoliyatini takomillashtirishning umumiy jihatlari I.Butikov, M.Xamidulin, Sh.Shoh’azamiy, U.Alieva, N.Karimov, F.Mirzaev, X.Xudoyqulov, U.Xalikov, A.Xo‘jamurodov va boshqa olimlarning<sup>6</sup> ilmiy tadqiqot ishlarida ko‘rsatib berilgan.

Shu bilan birga, hozirgi O‘zbekistonning iqtisodiyotini modernizatsiya qilish jarayonida aksiyadorlik jamiyatlarining fond bozoridagi faoliyatini takomillashtirish, bozorni rivojlantirishda infratuzilma faoliyatini samaradorligini oshirish, risklarni boshqarish, davlat tomonidan tartibga solish mexanizmlarini takomillashtirish, institutsional investorlarning rolini oshirish masalalari yetarlicha tadqiq etilmaganligi mazkur tadqiqot ishi mavzusining tanlanishiga sabab bo‘ldi.

**Dissertatsiya tadqiqotining dissertatsiya bajarilgan oliy ta’lim muassasasining ilmiy tadqiqot ishlari rejasi bilan bog‘liqligi.** Mazkur dissertatsiya ishi Toshkent davlat iqtisodiyot universiteti ilmiy ishlari rejasining “Iqtisodiyotni modernizatsiya qilish sharoitida moliya, bank va hisob tizimini muvofiqlashtirishning ilmiy asoslari” mavzusidagi amaliy loyiha doirasida bajarilgan.

**Tadqiqotning maqsadi** aksiyadorlik jamiyatlarining fond bozoridagi faoliyatini takomillashtirishga qaratilgan ilmiy taklif va amaliy tavsiyalar ishlab chiqishdan iborat.

**Tadqiqotning vazifalari:**

aksiyadorlik jamiyatlarining fond bozoridagi faolligini iqtisodiy mohiyati va mazmunini ilmiy-nazariy asoslarni tadqiqi etish;

aksiyadorlik jamiyatlarining fond bozoridagi faoliyatini tasniflanishi va uni shakllanishining asosiy yo‘nalishlarini aniqlash;

aksiyadorlik jamiyatlarining fond bozoridagi faoliyatini xorij tajribasini o‘rganish asosida O‘zbekiston amaliyotida qo‘llash imkoniyatlarini belgilash;

aksiyadorlik jamiyatlarining institutsional asoslari hamda iqtisodiy, texnik va funksional tahlil qilish;

aksiyadorlik jamiyatlarining fond bozoridagi faoliyatini rivojlantirishga ta’sir etuvchi omillarning ekonometrik tahlili asosida omillar ta’sirini baholash;

aksiyadorlik jamiyatlarining fond bozoridagi faoliyatini davlat tomonidan

---

<sup>6</sup> Xamidulin M.B Razvitie finansovogo mexanizma korporativnogo upravleniya, Avtoreferat diss... doktora. ekon. nauk.-Tashkent, BFA, 2009; Butikov I.L. Problemy formirovaniya i funkcionirovaniya rynka sennykh bumag v Uzbekistane, Avtoreferat diss... doktora. ekon. nauk.-Tashkent, BFA, 2009; SHoha’zamiy SH.SH. Metodologicheskie osnovy i prioritety strategicheskogo razvitiya rynka sennykh bumag v Uzbekistane, Avtoreferat diss...doktora. ekon. nauk.-Tashkent, BFA, 2011; Alieva U.M. Puti sovershenstvovaniya funkcionirovaniya infrastruktury rynka sennykh bumag: Avtoreferat diss.... kand. ekon. nauk.-Tashkent, BFA, 2008. Xo‘jamurodov A.J. Iqtisodiyotni modernizatsiyalash sharoitida fond bozori infratuzilmasini takomillashtirish. Avtoreferat PhD. Toshkent, TDIU, 2019; Xudoyqo‘lov X.X. Aksiyadorlik jamiyatlarining aksiyalar qiymatini baxolashning metodologiyasini takomillashtirish. Ikt. fan. doktori. (DSc)...avtoref. — T., 2021.-69 b.; Xalikov U.R. O‘zbekistonda fond bozori orqali investitsion faoliyatni moliyalashtirishni takomillashtirish. Ikt. fan. buy. fal. dok. (PhD)...avtoref. -T., 2017.;

tartibga solish mexanizmlarini takomillashtirish;

aksiyadorlik jamiyatlarining fond bozoridagi faoliyatini rivojlantirish strategiyasini belgilash va institutsional investorlarning rolini oshirish bo'yicha tavsiyalar ishlab chiqish.

**Tadqiqotning obyekti** bo'lib "Toshkent" respublika fond birjasi va aksiyadorlik jamiyatlari hisoblanadi.

**Tadqiqotning predmeti** aksiyadorlik jamiyatlarining fond bozoridagi faoliyatini takomillashtirish jarayonlarida yuzaga keladigan ijtimoiy-iqtisodiy munosabatlar hisoblanadi.

**Tadqiqotning usullari.** Tadqiqotda tizimli yondashuv, tahlil va sintez, funksional va qiyosiy tahlil, guruhlash, prognozlash, iqtisodiy jarayonlarni anglashni mantiqiy xulosalash, ekspert baholash, ekonometrik modellashtirish, korrelyatsion va regression, statistik tahlil va boshqa usullar qo'llanilgan.

**Tadqiqotning ilmiy yangiligi** quyidagilardan iborat:

tijorat banki aksiyalarini fond birjasida birlamchi ommaviy joylashtirishda aksiyalar uchun dastlabki narx chegaralarini andarrayterlar tomonidan aniqlash aksiyalarini sotib olish bo'yicha arizalarni yig'ish uchun narx chegaralarini aniqlash va qo'shimcha aksiyalarni joylashtirish narxini boshqaruv organi bilan kelishish imkonini berishi asoslangan;

aksiyadorlik jamiyatlari aksiyalari bo'yicha "Toshkent" RFB savdo maydonchasi orqali elektron auksion savdoni amalga oshirish barcha investitsiya vositachilari va ularning mijozlari uchun shaxsiy kabinet yaratish orqali buyurtmalarni real vaqt rejimida beg'araz asosda qabul qilish, investorlarni identifikatsiya qilish, investitsiya vositachilari bilan tegishli shartnoma tuzish, depo hisobvarag'ini ochishda teng imkoniyatni ta'minlashi asoslangan;

korporativ obligatsiyalarni chiqarish uchun talab qilinadigan ta'minot talabini bekor qilish orqali aksiyadorlik jamiyatlari korporativ obligatsiyalarining emmissiya jarayonini soddalashtirish taklifi asoslangan;

O'zbekistonda aksiyadorlik jamiyatlari aksiyalari qiymatining o'sishini o'zgarmas effektlar regression ekonometrik modeli asosida 2030-yilga qadar prognoz ko'rsatkichlari ishlab chiqilgan.

**Tadqiqotning amaliy natijalari** quyidagilardan iborat:

aksiyadorlik jamiyatlarining fond bozoridagi faolligini rivojlantirishning ahamiyati va muhimlik darajasi asoslab berilgan;

aksiyadorlik jamiyatlarining fond bozoridagi faolligini hozirgi holati tahlili o'rganib chiqilgan va moliyaviy barqarorlikni ta'minlash yo'llari bo'yicha tavsiyalar ishlab chiqilgan;

aksiyadorlik jamiyatlarining fond bozoridagi faolligini ta'minlashning ekonometrik tahlili etilgan;

**Tadqiqot natijalarining ishonchliligi.** Dissertasiyada O'zbekiston respublikasi prezidenti huzuridagi statistika agentligi va Iqtisodiyotva moliya vazirligi, Davlat aktivlarini boshqarish agentligi, "Toshkent" Respublika fond birjasi, Markaziy depozitariyning moliyaviy, statistik va buxgalteriya hisobotlari,

muallif tomonidan shakllantirilgan birlamchi ma'lumotlari natijalaridan foydalanildi.

**Tadqiqot natijalarining ilmiy va amaliy ahamiyati.** Tadqiqotning ilmiy ahamiyati fond bozori aksiyadorlik jamiyatlarini faoliyatini takomillashtirishga qaratilgan yangi metodologik yondashuvni qo'llashda foydalaniladi. Taklif etilgan metodologik vositalarni keng qo'llash orqali fond bozorida qimmatli qog'ozlar savdo hajmini, likvidligini oshirishning va bu borada rivojlanish dasturlari hamda axborot bazalarini shakllantirish uchun asos sifatida xizmat qiladi. Tadqiqot natijalari O'zbekiston fond bozori faoliyati rivojlanishining konseptual asoslari, metod va modellarini takomillashtirishda ham qo'llanilishi mumkin.

Tadqiqotning amaliy ahamiyati shundan iboratki, aksiyadorlik jamiyatlarini fond bozoridagi faoliyatini rivojlanishining o'ziga xos jihatlari, qimmatli qog'ozlar oldi-sotdi munosabatlarini, Respublika fond birjasining xalqaro bozorlardagi nufuzini oshirish, unda o'z mavqeyini o'stirishning strategik maqsadlarini aniqlash, bular asosida fond bozori subyektlarining istiqbolli dasturini shakllantirish va prognozlashda foydalaniladi. Aksiyadorlik jamiyatlarini fond bozoridagi faolligini oshirish bo'yicha tavsiyalar, Respublikada aksiyadorlik jamiyatlarining moliyaviy salohiyatini yanada oshirish borasida qabul qilinayotgan qarorlar va maqsadli dasturlarni shakllantirishda foydalaniladi.

**Tadqiqot natijalarining joriy qilinishi.** Aksiyadorlik jamiyatlarining fond bozoridagi faolligini takomillashtirish boyicha olingan ilmiy natijalar asosida:

tijorat banki aksiyalarini fond birjasida birlamchi ommaviy joylashtirishda aksiyalar uchun dastlabki narx chegaralarini anderrayterlar tomonidan aniqlash aksiyalarni sotib olish boyicha arizalarni yig'ish uchun narx chegaralarini aniqlash va qoshimcha aksiyalarni joylashtirish narxini boshqaruv organi bilan kelishish imkonini berishi yuzasidan taklifi "Agrobank" aksiyadorlik tijorat banki faoliyatida qo'llanilgan. ("Agrobank" ATBning 2024-yil 9-noyabrdagi 13-17-1352-son ma'lumotnomasi). Mazkur ilmiy taklifning amaliyotga joriy etilishi natijasida "Agrobank" aksiyadorlik tijorat banki aksiyalarini sotib olish bo'yicha arizalarni yig'ish uchun narx chegaralarini aniqlash va qo'shimcha aksiyalarni joylashtirish narxini boshqaruv organi bilan kelishish imkonini bergan;

aksiyadorlik jamiyatlari aksiyalari bo'yicha «Toshkent» RFB savdo maydonchasi orqali elektron auksion savdoni amalga oshirish barcha investitsiya vositachilari va ularning mijozlari uchun shaxsiy kabinet yaratish orqali buyurtmalarni real vaqt rejimida beg'araz asosda qabul qilish, investorlarni identifikatsiya qilish, investitsiya vositachilari bilan tegishli shartnoma tuzish, depo hisobvarag'ini ochishda teng imkoniyatni ta'minlashi taklifi "Agrobank" aksiyadorlik tijorat banki faoliyatida qo'llanilgan. ("Agrobank" ATBning 2024-yil 9-noyabrdagi 13-17-1352-son ma'lumotnomasi). Mazkur ilmiy taklifning amaliyotga joriy etilishi natijasida barcha investitsiya vositachilari va ularning mijozlari uchun shaxsiy kabinet yaratish orqali buyurtmalarni real vaqt rejimida beg'araz asosda qabul qilish, investorlarni identifikatsiya qilish, investitsiya vositachilari bilan tegishli shartnoma tuzish, depo hisobvarag'ini ochishda teng

imkoniyat ta'minlanishiga xizmat qilgan;

korporativ obligatsiyalarni chiqarish uchun talab qilinadigan ta'minot talabini bekor qilish orqali aksiyadorlik jamiyatlari korporativ obligatsiyalarining emmisiya jarayonini soddalashtirish taklifi "Agrobank" aksiyadorlik tijorat banki faoliyatida qo'llanilgan. ("Agrobank" ATBning 2024-yil 9-noyabrdagi 13-17-1352-son ma'lumotnomasi). Mazkur ilmiy taklifning amaliyotga joriy etilishi natijasida fond bozorida obligatsiyalar bilan bog'liq savdo hajmini ortishiga va aksiyadorlik jamiyatlarini fond bozoriga qarz instrument orqali faolligini oshirishga xizmat qilgan;

O'zbekistonda aksiyadorlik jamiyatlari aksiyalari qiymatining o'sishini o'zgarmas effektlar regression ekonometrik modeli asosida 2030-yilga qadar ishlab chiqilgan prognoz ko'rsatkichlaridan foydalanish taklifi "Agrobank" aksiyadorlik tijorat banki faoliyatida qo'llanilgan. ("Agrobank" ATBning 2024-yil 9-noyabrdagi 13-17-1352-son ma'lumotnomasi). Mazkur ilmiy taklifning amaliyotga joriy etilishi natijasida aksiyadorlik jamiyatning kapital rentabelligi va aktivlar rentabelligini hamda jamiyatning sof foydasini o'sish dinamikasini baholash imkoniyatini bergan.

**Tadqiqot natijalarining aprobeasiyasi.** Mazkur tadqiqot natijalari, 3 ta xalqaro va 8 ta respublika ilmiy-amaliy anjumanlarida muhokamadan o'tkazilgan.

**Tadqiqot natijalarining e'lon qilinganligi.** Dissertatsiya mavzusi bo'yicha 12 ta ilmiy ishlar, shundan 6 ta mahalliy jurnallarda, 3 ta xalqaro jurnallarda maqola va tezaslar, 8 ta ma'ruza tezislari chop qilingan.

**Dissertatsiyaning tuzilishi va hajmi.** Dissertatsiya tarkibi kirish, 3 ta bob, xulosa, foydalanilgan adabiyotlar ro'yxati va ilovalardan iborat bo'lib, umumiy hajmi 125 betni tashkil etgan.

## DISSERTATSIYANING ASOSIY MAZMUNI

Dissertatsiyaning kirish qismida tadqiqot mavzusining dolzarbligi va zarurati asoslangan, tadqiqot maqsadi, vazifalari, obyekti va predmeti tavsiflangan, respublika fan va texnologiyalari rivojlanishining ustuvor yo'nalishlariga mosligi ko'rsatilgan hamda tadqiqotning ilmiy yangiligi, amaliy natijalari keltirilgan, olingan natijalarning ilmiy va amaliy ahamiyati izohlab berilgan, tadqiqot natijalarini amaliyotga joriy etish, nashr qilingan ishlar va dissertatsiya tuzilishi bo'yicha ma'lumotlar keltirilgan.

Dissertatsiyaning "**Aksiyadorlik jamiyatlari fond bozoridagi faoliyatining ilmiy-metodologik asoslari**" deb nomlangan birinchi bobida aksiyadorlik jamiyatlarining fond bozoridagi faoliyatining iqtisodiy mohiyati va mazmuni, fond bozori kapital bozorining tarkibiy qismlari va fond bozorida ilg'or xorij tajribalari va xorijiy emitentlar amaliyoti qiyosiy tahlil qilingan va ularning amaliy ahamiyatiga baho berilgan.

Fond bozori rivoji iqtisodiy taraqqiyotga ham uzviy ravishda xizmat qiladi. Iqtisodiyot rivoji esa ijtimoiy sohaning taraqqiyotini jadallashtiradi. Ketma-ketlik oxir oqibat inson qadri yuksalishini ta'minlaydi. Bunday o'ziga xoslik shundaki, institutsional va investorlarning moliya bozoridagi faolligi aholi daromadliligiga

ham xizmat qilishi ham ayni xaqiqat.

Umumiy holda shuni qayd etishimiz lozimki, qimmatli qog'ozlar moliyaviy instrumentlar sifatida moliya bozorida keng qo'llanilsada, ko'plab tadqiqotlar ham moliya bozori, ham kapital bozori, ham qimmatli qog'ozlar bozori instrumentlari sifatida namoyon bo'ladi. Mazkur jihat moliya bozori, qimmatli qog'ozlar bozori, kapital bozorining o'zaro farqli jihatlarini ham tadqiq qilishni shart qilib quyadi.

Sohaga doir tadqiqotlarda moliya bozori bank va nobank moliya bozoriga ajratiladi. B.Koumede, O.Denk, P.Hoellerlar "iqtisodiyotni uzoq muddatli investitsiyalar bilan ta'minlash nobank moliya bozorining asosiy funksiyasi sifatida alohida qayd etiladi va bunda bank sektorining faol roli shubxa ostiga olinadi"<sup>7</sup>. Lekin bunda qayd etib o'tishimiz lozimki, moliya bozorida kredit institutlari, ya'ni banklar va qimmatli qog'ozlar bozorining o'zaro raqobat asosida faoliyatining tashkil etilishi iqtisodiy taraqqiyot uchun nixoyatda muhimdir.

Tadqiqotlar, nazariy va amaliy tahlillar asosida moliya bozorining muhim tarkibiy qismi hisoblangan qimmatli qog'ozlar bozori holati ma'lum jarayonlarda nafaqat moliya bozoridagi holatni o'zida aks ettirishini, balki butun iqtisodiy vaziyatni o'zida namoyon qilishini ta'kidlashimiz lozim. Qimmatli qog'ozlar aynan moliyaviy instrumentlar sifatida investitsion faoliyat va kapital jalb qilishning asosi hisoblanadi.

Iqtisodchi olimlar qimmatli qog'ozlar mazmun-mohiyatini turli yondashuvlar asosida izohlashgan. Xususan, I.L.Butikov "Qimmatli qog'ozlar — bu xujjat (blankli) shaklda yoki ixtisoslashtirilgan tashkilotlar (depozitariylar)dagi hisobraqamlarda yozuvlar ko'rinishida alohida usul bilan tasdiklanadigan, xo'jalik yurituvchi sub'ektlar tomonidan qarz yoki aksiyadorlik kapitali shaklida jalb etiladigan mablag'larni jalb qilish, qayta taqsimlash va qaytarib to'lash sohasidagi mulkiy hamda u bilan bog'liq nomulkiy xuquqlardir"<sup>8</sup> deb ta'riflaydi. Bunda shuni ta'kidlashimiz lozimki, bugungi kunda blankli qimmatli qog'ozlar mavjud emas va qimmatli qog'ozlar faqat elektron tarzda muomalada buladi. Mulkiy jihatdan qimmatli qog'ozlar qiymatga ega va bu qiymat nominal qiymat hamda bozor qiymatida sifatida amaliyotda namoyon buladi.

Amerikalik iqtisodchi olimlar Frederic S.Mishkin va Stanley G.Eakins "Qimmatli qog'oz (moliyaviy instrument deb ham ataladi) emitentning kelajakdagi daromadlari yoki aktivlari (har qanday moliyaviy da'vo yoki egalik xuquqiga ega bo'lgan mulk qismi) bo'yicha da'vodir"<sup>9</sup>, deya ta'rif beradi.

Ilmiy ishimizda qimmatli qog'ozlarning turlariga to'xtalib o'tamiz. Bunda aksiyalar, xususan oddiy va imtiyozli aksiyalar hamda korporativ obligatsiyalarga e'tibor qaratamiz.

---

<sup>7</sup> Coumede, B. Finance and Inclusive Growth / B. Coumede, O. Denk, P. Hoeller // OECD Economic Policy Paper. 2015.-№ 14.-46 p.

<sup>8</sup> Butikov I. Рынок ценных бумаг. Учебник. – Т.: Konsauditinform, 2001. — 496 b.

<sup>9</sup> Frederic S. Mishkin and Stanley G. Eakins. Financial markets and institutions. USA: Pearson, 2018. — P. 42 (704). Mishkin and Stanley G. Eakins. Financial markets and institutions. US/V Pearson 2018 -P 4'

Qimmatli qog'ozlar turlari bo'yicha xususiyatlari<sup>10</sup>

Xususiyatli jihatlar	Oddiy aksiya	Imtiyozli aksiya	Korporativ obligatsii
Aksiyadorlik jamiyatn faoliyatida ishtiroki	Ustav kapitali shakllantiriladi, Barcha masalalarda ovoz berish huquqiga ega	Ustav kapitali shakllantiriladi Cheklaigan masalalarda ovoz berish xuquqiga ega	Karz kapitali jalb qilish ga xizmat qiladi. Kech qanday ovoz berish masalasi kUril maydi
Yuzaga keladigai munosabat	Ulushdorlik	Ulushdorlik	Qarzdorlik
Daromadlilik	Belgilanmagan, aksiyadorlar umumiy yigilishi qarori asosida to'lab beriladi	Qat'iy belgilangan, odatda ustavda aksiya nominal qiymatiga nisbagan foizda belgilab kuyiladi	Kupon stavka emissiya risolasida qat'iy belgilab quyiladi. Kuponsiz holatda nominaldan past joylashtiriladi
Risk darajasi	Yuqori	o'rtacha	Past
Amal qilish muddatn	Muddatsiz	Muddatsiz	Muddatli

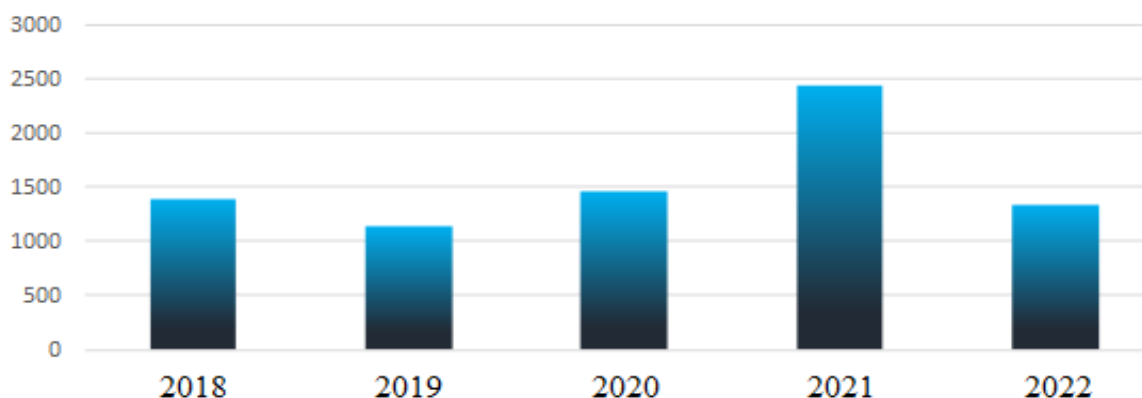
Fond bozorining alohida segmenti sifatida obligatsiyalar bozori qarz instrumentlari muomalasini tashkil etishi orqali nstikbolda aksiyalar bozori rivoji uchun ham ahamiyatga ega hisoblanadi. Bunda emitentlar tomonidan oddiy obligatsiyalar, maxsus birja obligatsiyalari, tijorat obligatsiyalari, xalqaro bozorlarda joylashtiriluvchi evroobligatsiyalar, yashil loyihalarni moliyalashtirish uchun yashil obligatsiyalar muomalaga chikaralishi va joylashtirish orqali kapital jalb qilinishi mumkin. Daromad belgilab quyilishi bois korporativ obligatsiyalar bozori rivojlanish imkoniyatlari yuqori, lekin bunda ham inflyatsiya omili hisobga olinishi lozim.

Dissertatsiyaning “**Aksiyadorlik jamiyatlari fond bozorida faoliyatining amaldagi holati tahlili**” deb nomlangan ikkinchi bobida aksiyadorlik jamiyatlarining aksiya va obligatsiyalarini fond bozorida tahlili, O'zbekistondagi aksiyadorlik jamiyatlarining xalqaro qimmatli qog'ozlar bozorida ishtiroki tahlili va aksiyadorlik jamiyatlarining fond bozorida faoliyatini ekonometrik tahlili bayon qilingan.

Ma'lumotlaridan ayon bo'lmoqdaki, dunyoning barcha mintakalarida global pandemiyadan so'ng 2021-yilda IPO amaliyotlari nagijasida kapital jalb qilish keskin oshgan bo'lsada, 2022-yilda bu ko'rsatkich barcha mintakalarda keskin pasaygan. Ayniqsa Amerikada 2021-yilda muvaffaqiyatli IPO amaliyotlari natijasida 350 milliard AQSh dollariga teng kapital jalb qilingan bo'lsa, 2022-yilda bu ko'rsatkich 26 milliard AKSh dollarini tashkil etgan. Shubhasiz, mazkur pasayishlarga global fond bozorida pasayishlar o'z ta'sirini ko'rsatgan. Shuni ta'kidlashimiz lozimki, fond bozorida pasayishlar sharoitida aksiyalarni ommaviy

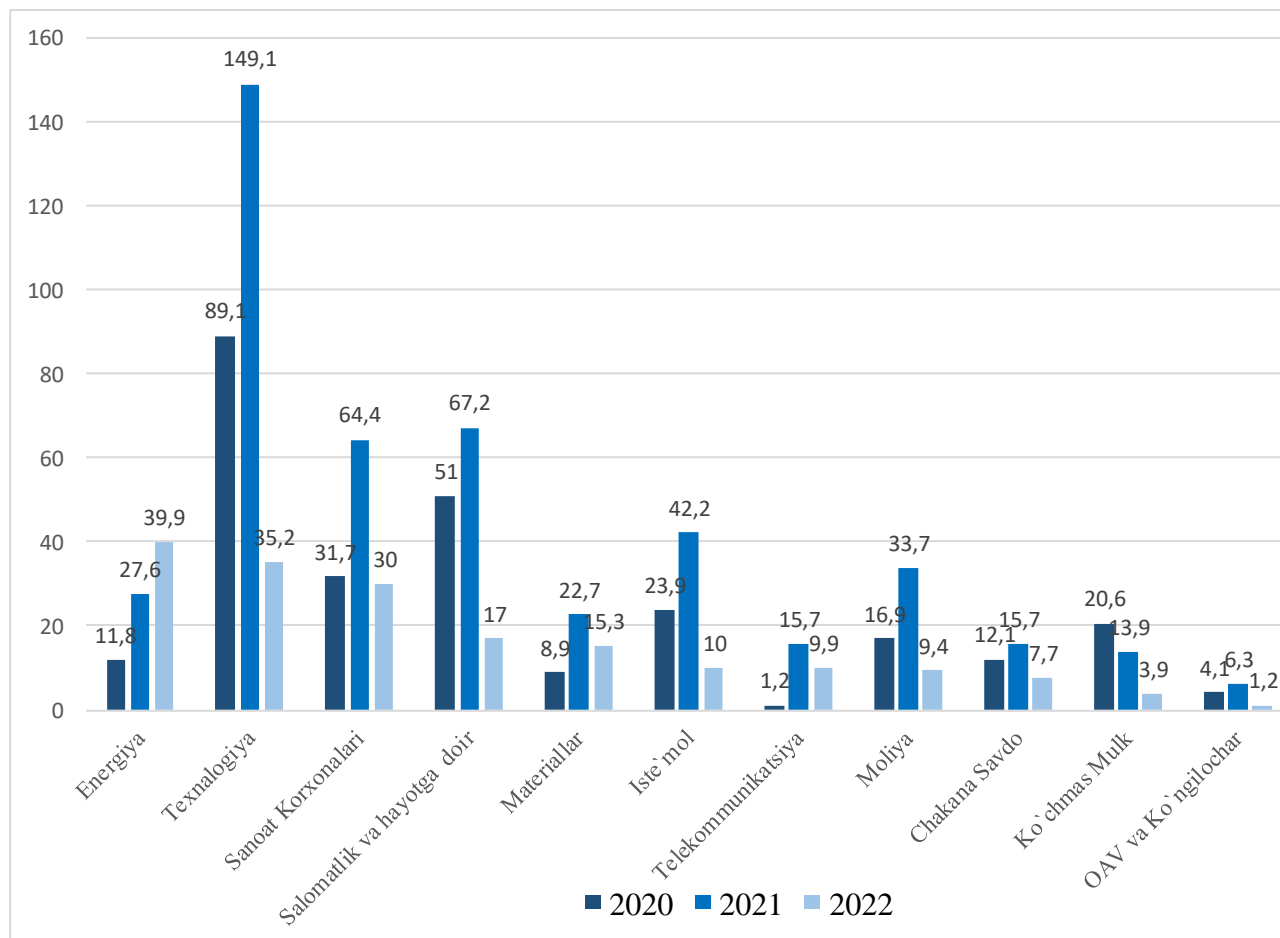
<sup>10</sup> Muallif tomonidan tayyorlangan

joylashtirish hech qachon tavsiya etilmaydi. Chunki iqtisodiyotning joriy holati aksiyalarni ommaviy joylashtirishga chiqish vaqtini belgilashda muhim omillardan biridir.



**1-rasm. 2018-2022 yillarda o‘tkazilgan global IPOlar soni dinamikasi<sup>11</sup>**

Oxirgi besh yillik tahlillar ko‘rsatmoqdaki, aksiyalarni ommaviy joylashtirish amaliyotlari son jihatidan 2021 yil keskin o‘shib, 2436 nafarga yetgan. Lekin 2022 yilda esa yuqorida ta’kidlaganimizdek, son jihatidan ham keskin pasayib 1333 ta IPO amaliyoti o‘tkazilgan.

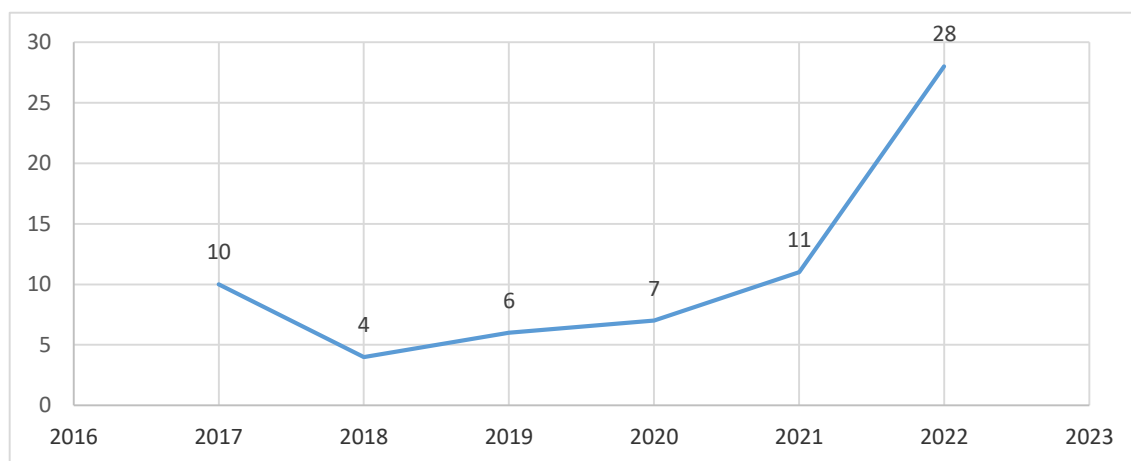


**2-rasm. 2020-2022 yillarda tarmoklar kesimida global IPO amaliyotlarni**

<sup>11</sup> [www.ey.com/eng/ipo/trends](http://www.ey.com/eng/ipo/trends)

### natijalari, mlrd AQSh dollarida<sup>12</sup>

Keltirilgan diagramma ma'lumotlaridan ayon bo'lmoqdaki, umumiy tendensiyada texnologik kompaniyalarning global IPO bozoridagi faolligi boshqa tarmoqlarga nisbatan ancha yuqori. Mazkur holatni dunyoda ruy berayotgan global raqamli iqtisodiyotga o'tish va moliyaviy texnologiyalarning o'ta faol rivojlanayotganligi bilan izohlashimiz mumkin. Birgina 2021-yilda texnologik kompaniyalar tomonidan amalga oshirilgan global IPO operatsiyalari natijasi 149,1 milliard AQSh dollari miqdorida qo'shimcha kapitallashuvga erishilgan. Tadqiqot davomida shu narsa ma'lum bo'ldiki banklarning «IPO» jarayonida harakatlar strategiyasini ishlab chiqish brokerlar va boshqa konsultantlarni aniqlash hamda jalb qilish imkoniyatini berishi isbotlandi.



**3-rasm. O'zbekistonda obligatsiyalar emitentlar soni o'zgarish dinamikasi<sup>13</sup>**

Oddiy va imtiyozli aksiyalardan tashqari obligatsiyalar ham qimmatli qog'ozlar bozorining muhim instrumentidir. Bunda obligatsiyalar milliy bozorda va xalqaro bozorda joylashtirilganligiga ko'ra milliy obligatsiyalar va yevroobligatsiyalar yoki xalqaro obligatsiyalar bozori sifatida talqin qilinadi. So'nggi yillarda obligatsiyalarni muomalaga chiqarish orqali kapital jalb qilish amaliyotiga e'tibor qaratadigan bulsak, muomalada mavjud obligatsiyalar emitentlari sonidagi o'zgarish yillar kesimida quyidagicha (6-rasm).

Obligatsiyalar davlat hukumati, turli davlat organlari va munitsipalitetlar mablag'larni jamg'arish instrumenti sifatida namoyon bo'ladi.

Ma'suliyati cheklangan jamiyatlar ham qo'shimcha moliyaviy mablag'larga zarurati yuzaga kelganda korporativ obligatsiyalar muomalaga chiqarishlari va joylashtirishlari mumkin. Obligatsiyalarni chiqarish aksiyadorlik jamiyatlari uchun bir qator jozibador ahamiyatga ega: obligatsiya emissiyasi orqali aksiyadorlik jamiyatlari zarur mablag'larni kreditorlarning kompaniya moliyaviy ho'jalik faoliyatiga aralashuvisiz jalb qilishi mumkin. Qarz munosabatini anglatuvchi moliyaviy instrumentlar sifatida obligatsiyalar qat'iy belgilangan daromad keltiruvchi qimmatli qog'ozlar toifasiga kiritiladi. Bunday toifaga qat'iy

<sup>12</sup> [www.ey.com/eng/ipo/trends](http://www.ey.com/eng/ipo/trends)

<sup>13</sup> <https://uzcsd.uz/> asosida muallif tomonidan tuzilgan

belgilangan miqdorda dividend to‘lash belgilab qo‘yilgan imtiyozli aksiyalarni ham kiritish mumkin.

## 2-jadval

### Aksiyadorlik jamiyatlari aksiyalarining bozor kursi 2016-2023 yillardagi o‘zgarishi<sup>14</sup>

O‘ZGARISH, %	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
HMKB (AK "HAMKORBANK")	0,00%	0,00%	383,87%	38,46%	-24,97%	59,26%	98,33%	117,26%
KVTS ("KVARTS" AJ)	0,00%	0,00%	214,87%	-35,19%	-7,66%	34,12%	-16,93%	-47,13%
QZSM ("QIZILQUMSEMENT" AJ)	-0,96%	-13,18%	10,74%	6,93%	117,82%	63,44%	-46,58%	-17,60%
URTS ("UZRTSB" AJ)	0,00%	0,00%	806,34%	200,00%	60,00%	218,75%	-27,02%	-16,06%
UZMK ("UZMETKOMBINAT" AJ)	1,01%	-16,67%	215,20%	109,33%	-3,00%	222,89%	-1,67%	-26,87%
IPKY (ATIB "IPAK YO‘LI BANK")	0,00%	0,00%	21,00%	-13,22%	-4,76%	111,50%	66,67%	212,90%
SQBN (ATB "UZSANOATQURILISHBANK")	0,06%	-0,05%	-15,01%	8,00%	-17,99%	-18,75%	-27,86%	-4,49%
TRSB (XATB "TRASTBANK")	0,00%	24,93%	122,01%	144,90%	-2,78%	-20,53%	58,33%	41,15%
IPTB (ATB "IPOTEKA-BANK")	2,23%	-20,18%	-1,25%	2,13%	-15,79%	77,50%	-26,67%	11,24%
INDEX	0,34%	-7,85%	119,03%	58,24%	8,42%	128,11%	-1,71%	12,66%

2023-yilda yillik o‘shish bo‘yicha O‘zbekistondagi eng yaxshi aksiya kutilmaganda Ipak yo‘li bankining qimmatli qog‘ozlari bo‘ldi, ular yil davomida 30 so‘mdan 97 so‘mgacha o‘tdi. Ulardan keyin Hamkorbankning oddiy va imtiyozli aksiyalari mos ravishda 125 foiz va 143 foizga o‘sgan holda kuchli uchlikka kirdi.

“Toshkent” RFB listingiga kirgan TOP 10 talik aksiyadorlik jamiyatlaridan “Ipoteka-bank”, “Aloqabank”, “Trastbank”, “O‘zmetkombinat”, “Chilonzor buyum savdo kompleksi”, shuningdek, “Toshkentvino kombinati”ning qimmatli qog‘ozlari ham joy olishdi. Yil davomida ushbu aksiyadorlik jamiyatlarining aksiyalari indeksi 13 foizga, "Toshkent" RFBning UCI indeksi esa umuman 82 foizga o‘shish ko‘rsatdi.

Shuni ta’kidlash joizki, bizning topimiz aksiyadorlarga dividend to‘lash, shuningdek, ushbu qimmatli qog‘ozlar bo‘yicha savdo hajmini hisobga olmagan.

Mamlakatimizdagi aksiyadorlik jamiyatlari va mas’uliyati cheklangan jamiyatlar korporativ obligatsiyalar chiqarishlari mumkin. Xalqaro obligatsiyalar oxirgi yillarda davlat va aksiyadorlik jamiyatlari tomonidan chiqarilganligini qayd etishimiz lozim. Korporativ xalqaro obligatsiyalar, xususan korporativ yevroobligatsiyalar faqatgina davlat korxonalarini va banklari tomonidan chiqarilganligini ko‘rishimiz mumkin.

<sup>14</sup> KapDepo MCHJ Brokerlik kompaniyasi malumotlari asosida muallif tomonidan tuzilgan

**3-jadval****Davlat korxonalari va banklari tomonidan moliya bozorlarida joylashtirilgan korporativ xalqaro obligatsiyalar<sup>15</sup>**

<b>Emitent</b>	<b>Miqdori</b>	<b>Muddati</b>	<b>Kupon foizi</b>	<b>Joylashtirish sanasi</b>
O'zsanoatqurilishbank ATB	300 mln AQSh doll	5 yil	5,75	02.12.2019
O'zmilliybank AJ	300 mln AQSh doll	5 yil	4,85	14.10.2020
Ipotekabank ATIB	300 mln AQSh doll	5 yil	5,5	19.11.2020
Ipotekabank ATIB	785 milliard sum (75 mln AQSh dollari)	3 yil	16	16.04.2021
O'zAvtoMotors AJ	300 mln AQSh doll	5 yil	4,85	04.05.2021
O'zbekneftgaz AJ	700 mln AQSh doll	7 yil	4,75	16.11.2021

Keltirilgan jadval ma'lumotlaridan ayon bo'lmoqdaki, tijorat banklaridan O'zsanoatqurilishbank ATB, O'zmilliybank AJ va Ipotekabank ATIBlar tomonidan 5 yillik yevroobligatsiyalar joylashtirilgan. Ularning ichida O'zmilliybank AJ korporativ yevroobligatsiyalari eng past, 5,5 foiz stavkada joylashtirilganligini ta'kidlashimiz lozim. Lekin bu kupon stavka ham usha paytdagi bozor uchun nisbatan yuqori bo'lgan. Shuningdek Ipotekabank ATIB 2021 yil 16 aprelda yillik 16 foizlik kupon stavkada 785 milliard so'mlik (75 million AQSh dollari ekvivalentida) xalqaro obligatsiyalar ham joylashtirganligi e'tirofga loyiq. Bunda yevroobligatsiyalardan farqli ravishda sumda xalqaro obligatsiyalar joylashtirish orqali kapital jalb qilish emitentlarga valyuta riskidan kochish imkonini beradi.

Aksiyadorlik jamiyatlarining xalqaro obligatsiyalar joylashtirgan vaqtdagi kredit reytingi tahlili ko'rsatmoqdaki, reyting baxosi deyarli bir xil. Mazkur jihat boshqa tomondan suveren kredit reytingidan korporativ reytinglar yuqori bulmagan. Bu borada korporativ reytinglar yuqori bulishi uchun ham milliy fond bozori yuqori darajada bulishi shart. Yevroobligatsiyalarni xalqaro moliya bozorida kafolatli joylashtirishda, ya'ni andarrayter sifatida Deutche Bank, ABN Amro Bank, J.P.Morgan, UBS Group, Dresdner Kleinwort Wasserstein (DrKW), Citigroup kabilar ishtirok etishi ham bozor uchun o'ziga xos signal vazifasini o'taydi.

<sup>15</sup> [www.mf.uz](http://www.mf.uz) sayti ma'lumotlari asosida muallif tomonidan tuzilgan

**Aksiyadorlik jamiyatlarining xalqaro obligatsiyalarinn joylashtirish bo'yicha anderrayterlar guruhi<sup>16</sup>**

<b>Emitent</b>	<b>Obligatsii turi</b>	<b>Anderrayterlar guruxi</b>
O'zsanoatqurilishbank ATB	Evroobligatsiya	JP Morgan, Citigroup, Commerzbank, Raiffeisen Bank
O'zmilliybank AJ	Evroobligatsiya	Citibank, Natixis, SMBC Nikko, Gazprombank
Ipotekabank A GIB	Evroobligatsiya	J.P. Morgan, Raiffeisen Bank International AG, MUFG, Societe Generale
Ipotekabank ATIB	Xalqaro obligatsiya so'mda	J.P.Morgan Chase
O'zAvtoMotors AJ	Evroobligatsiya	Citigroup, MUFG, Natixis. Raiffeisen Bank International
O'zbekneftgaz AJ	Evroobligatsiya	Bank GPB International, Citigroup Global Markets, J.P. Morgan Securities i Mitsubishi UFG Securities EMEA

Qayd etish kerakki, milliy korporativ emitentlar xalqaro moliya bozoridagi amaliyoti davomida JP Morgan va Citigroup anderrayterlar guruxida eng kup ishtIROk etishgan. Bunday brend anderrayterlarning tanlanishi garchi nisbatan qimmat bulsada, yuqorida ta'kidlaganimizdek global investorlar uchun bu o'ziga xos reklama vazifasini utab beradi.

“Evroobligatsiyalarning debyut emissiyasi O'zmilliybank tomonidan Citibank (AQSh ), Natixis (Fransiya), SMBC Nikko (Yaponiya) va Gazprombank (Rossiya) kabi xalqaro miqyosda tan olingan anderrayting banklari bilan birgalikda amalga oshirildi”<sup>17</sup>. Bundan ko'rishimiz mumkinki, O'zmilliybank AJ yevroobligatsiyalar joylashtirganda to'rtta davlat moliya instituti anderrayterlar guruxini tashkil etgan. Bu jihat o'z-o'zidan anderrayterlik harajatlarining ortishiga xizmat qiladi.

Tadqiqot natijalariga ko'ra tijorat banki aksiyalarini fond birjasida birlamchi ommaviy joylashtirish aksiyalar uchun dastlabki narx chegaralarini anderrayterlar tomonidan aniqlash aksiyalarini sotib olish bo'yicha arizalarni yig'ish uchun narx chegaralarini aniqlash va qo'shimcha aksiyalarni joylashtirish narxini boshqaruv organi bilan kelishish imkoniyatini beradi. Umuman olganda, korporativ emitentlarning yuqoridagilarga e'tibor qaratgan xolda xalqaro obligatsiyalarini yuqori investitsion jozibadorlikda past foizlarda joylashtira olishi ularning istiqbolda aksiyalarini global ommaviy joylashtirishlariga ham zamin bo'lib xizmat qiladi, deb hisoblaymiz.

<sup>16</sup> Emitentlar saytlari ma'lumotlari asosida tuzilgan.

<sup>17</sup> <https://review.uz/oz/posl/milliy-bankning-ilk-cvroobligatsiyalari-xalqaro-kapital-bozorida-joylashtirildi>

Aksiyadorlik jamiyatlarining fond bozoridagi samaradorligini oshirish bugungi kunda yaxlit va strategik yondashuvlarni talab etmoqda. Aksiyadorlik jamiyatlarida ustav kapitalini ko'paytirishning muayyan yondashuvlari iqtisodiy samaradorlikka qay darajada ta'sir qilishini tahlil qilish muhim ahamiyat kasb etadi.

Tadqiqotga ko'ra fond bozorida aksiyadorlik jamiyatlari aksiyalar bahosiga ta'sir etuvchi omillar sifatida mustaqil o'zgaruvchilar quyidagicha ifodalandi.

**Sh\_Price**- Aksiyadorlik jamiyatlari aksiyalar bahosi (bog'liq o'zgaruvchi),

**ROE**-Aksiyadorlik jamiyatlari kapitalning rentabelligi (%)da

$$ROE = \frac{\text{Sof foyda}}{\text{o'z kapitali}} - (\text{mustaqil o'zgaruvchi}),$$

**ROA**- Aksiyadorlik jamiyatlari aktivlar rentabelligi (%)da

$$ROA = \frac{\text{Sof foyda}}{\text{jami aktivlar}} - (\text{mustaqil o'zgaruvchi}),$$

$$Net\_Profit = \frac{\text{Sof foyda}}{\text{jami daromad}} \% \text{ da } (\text{mustaqil o'zgaruvchi}),$$

Tadqiqot bo'yicha ekonometrik modelni qurishda quyidagi gipotezalar o'z aksini topdi.

**Nol gipteza ( $H_0$ ):** Aksiyadorlik jamiyatlari aksiyalar bahosi, Aksiyadorlik jamiyatlari kapitalning rentabelligi % ko'rsatkichi, Aksiyadorlik jamiyatlari aktivlar rentabelligi foiz ko'rsatkichi hamda sof foydaning jami daromaddagi % dagi ulushi ushbu o'zgaruvchilar o'rtasida statistik jihatdan ahamiyatli bog'liqlik mavjud.

**Muqobil gipteza ( $H_a$ ):** Aksiyadorlik jamiyatlari aksiyalar bahosi, Aksiyadorlik jamiyatlari kapitalning rentabelligi % ko'rsatkichi, Aksiyadorlik jamiyatlari aktivlar rentabelligi foiz ko'rsatkichi hamda sof foydaning jami daromaddagi % dagi ulushi ushbu o'zgaruvchilar o'rtasida statistik jihatdan ahamiyatli bog'liqlik mavjud emas.

Tadqiqotning navbatdagi bosqichida bog'liq va mustaqil o'zgaruvchilarning har biri bo'yicha o'zaro korrelatsion bog'liqlik matritsasi ishlab chiqdik.

## 5-jadval

### Bog'liq va mustaqil o'zgaruvchilarning o'zaro korrelyatsion matritsasi <sup>18</sup>

Variables	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
(1) Sh_Price	1.000				
(2) ROE	0.4526 (0.0836)	1.000			*
(3) ROA	- 0.4424 (0.0391)	0.3960 (0.0681)	1.000		***
(4) Net_profit	0.5297 (0.0065)	0.7273 (0.000)	0.2107 (0.3466)	1.000	***

6-jadvaldagi natijalar shuni ko'rsatdiki bog'liq o'zgaruvchi va uning ta'sir etuvchi omillari o'rtasidagi aniq, mustahkam va teskari korrelyatsion bog'liqlikni ko'rsatdi. Bundan tashqari, 1-jadvalda keltirilgan korrelyatsiya matritsasi bog'liq o'zgaruvchilar o'rtasida multikollinearlik holati mavjud emasligi aniqlandi. Keyingi bosqichda ekonometrik modellarning parametrlari, jumladan, birlashtirilgan oddiy eng kichik kvadratlar (POLSE) baholovchisi, qat'iy belgilangan

<sup>18</sup> Muallif tomonidan mustaqil ishlab chiqildi

ta'sirlar baholovchisi (FEE) va tasodifiy ta'sirlar baholovchisi (REE) baholandi. Bundan tashqari, Pooled OLS stimator (POLSE) modelini baholash uchun ShapIPO-Wilk va Durbin Watson testlari o'tkazildi.

Shu bilan birga Hausman testi orqali model ko'rsatkichlarining Fixed Effects Estimator (FEE) va Random effects estimator (REE) uchun muvofiqligini baholash uchun tekshirildi hamda multikollinearlik mavjudligini ko'rsatuvchi (VIF) ko'rsatkichi baholandi.

#### 4-jadval

#### Tadqiqot bo'yicha panel ma'lumotlari asosidagi ekonometrik modellar ko'rsatkichlari<sup>19</sup>

<i>Model ko'rsatkichlari</i>	<i>1-model</i>	<i>2- model</i>	<i>3-model</i>
	<i>POLSE modeli</i>	<i>FEE modeli</i>	<i>REE modeli</i>
<b>Sh_Price</b>	*	*	*
<b>ROE</b>	0.33*** (0.19)	0.35 (0.26)	0.33*** (0.19)
<b>ROA</b>	-0.72*** (0.12)	-0.79* (0.38)	-0.72*** (0.12)
<b>Net_profit</b>	0.65*** (0.18)	0.79* (0.42)	0.65*** (0.18)
<b>F test</b>	21.81 (0.0000)	340.74*** (0.0000)	
<b>R<sup>2</sup></b>	0.78	0.58	0.78
<b>Chi-square</b>			65.42 (0.0000)
<b>Adj R<sup>2</sup></b>	0.85		
<b>Durbin Watson</b>	1.71		
<b>ShapIPO-Wilk</b>	0.25		
<b>Breusch-Pagan</b>	0.48		
<b>Breusch-Godfrey LM</b>	0.51		
<b>Vif</b>	1.93		
<b>Hausman</b>			0.99

4-jadvalda pooled OLS modelidan foydalangan holda gipotezani tekshirish natijalari uning statistik ahamiyatini va modeldagi qaram o'zgaruvchi va mustaqil o'zgaruvchilar o'rtasidagi bog'lanishni tushunishimizni yaxshilashda pragmatik foydaliligini ta'kidlaydi.

Tadqiqot byo'icha ishlab chiqilgan Pooled OLS stimator (POLSE) model quyidagi ko'rinishga bo'ldi.

$$Sh\_Price = 0.33ROE - 0.72 ROA + 0.65Net\_profit + 0.65 \quad (1)$$

Pooled OLS model natijasiga ko'ra, aksiyadorlik jamiyatlari kapitalning rentabelligi (ROE)ning 1%ga ortishi natijasida aksiyadorlik jamiyatlari aksiyalar bahosininig 0.33% ga ortishiga olib keladi. Aksiyadorlik jamiyatlari aktivlar rentabelligi (ROA) ning 1 % ga ortishi, aksiyadorlik jamiyatlari aksiyalar bahosininig 0.72% ga kamayishiga olib keladi. Shuningdek, aksiyadorlik jamiyatlari

<sup>19</sup> Muallif tomonidan mustaqil ishlab chiqildi

sof foydaning jami daromaddagi ulishining 1%ga ortishi natijasida aksiyadorlik jamiyatlari aksiyalar bahosininig 0.65% ga ortishiga olib keladi.

Tadqiqot bo'yicha ishlab chiqilgan Random effects estimator (REE) model quyidagi ko'rinishga ega bo'ldi.

$$Sh\_Price=0.33ROE -0.72ROA+0.65Net\_profit -7.005 \quad (2)$$

Random effects estimator (REE) model natijasiga ko'ra, aksiyadorlik jamiyatlari kapitalning rentabelligi (ROE)ning 1%ga ortishi natijasida aksiyadorlik jamiyatlari aksiyalar bahosininig 0.33% ga ortishiga olib keladi. Aksiyadorlik jamiyatlari aktivlar rentabelligi (ROA) ning 1 % ga ortishi, aksiyadorlik jamiyatlari aksiyalar bahosininig 0.72% ga kamayishiga olib keladi. Shuningdek, aksiyadorlik jamiyatlari sof foydaning jami daromaddagi ulishining 1%ga ortishi natijasida aksiyadorlik jamiyatlari aksiyalar bahosininig 0.65% ga ortishiga olib keladi.

Tadqiqot bo'yicha ishlab chiqilgan Fixed effects estimator (FEE) modeli model quyidagi ko'rinishga ega bo'ldi.

$$Sh\_Price=0.35ROE -0.79ROA+0.73Net\_profit +6.872 \quad (3)$$

Fixed effects estimator (FEE) model natijasiga ko'ra, mamlakatda aksiyadorlik jamiyatlari kapitalning rentabelligi (ROE)ning 1%ga ortishi natijasida aksiyadorlik jamiyatlari aksiyalar bahosininig 0.35% ga ortishiga olib keladi. Aksiyadorlik jamiyatlari aktivlar rentabelligi (ROA) ning 1 % ga ortishi, aksiyadorlik jamiyatlari aksiyalar bahosininig 0.79% ga kamayishiga olib keladi. Shuningdek, aksiyadorlik jamiyatlari sof foydaning jami daromaddagi ulishining 1%ga ortishi natijasida aksiyadorlik jamiyatlari aksiyalar bahosininig 0.73% ga ortishiga olib keladi.

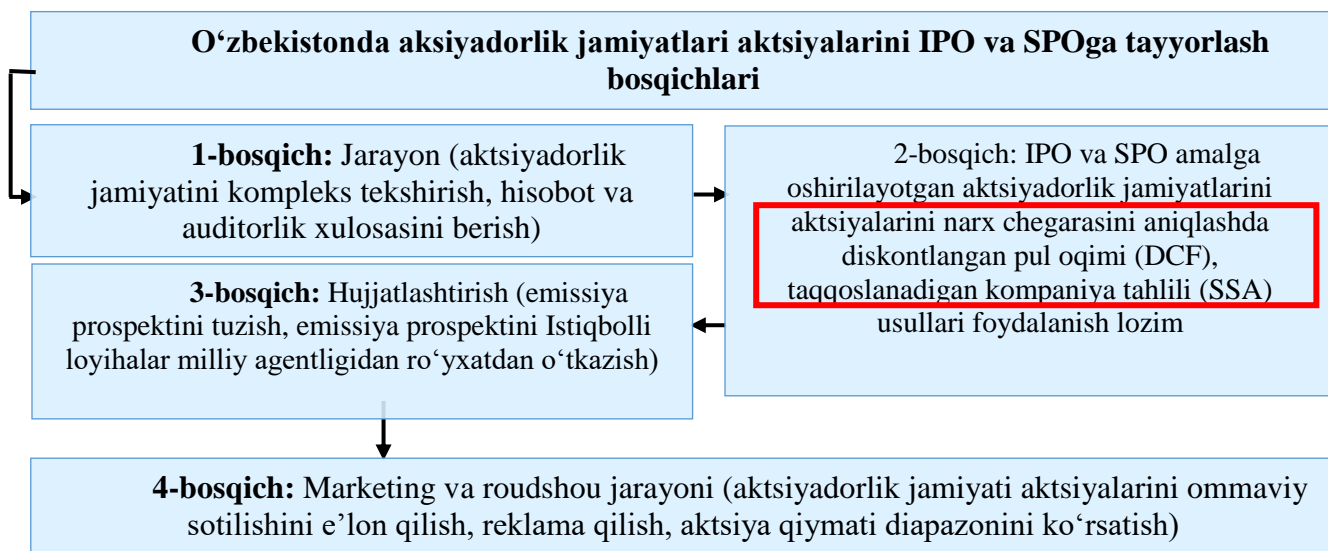
Dissertatsiyaning **“Aksiyadorlik jamiyatlari qimmatli qog'ozlarini milliy fond bozoridagi rivojlantirish istiqbollari”** deb nomlangan uchinchi bobida aksiyadorlik jamiyatlari qimmatli qog'ozlarini O'zbekiston milliy fond bozoridagi rivojlanishiga salbiy ta'sir etuvchi omillarni bartaraf etish yo'llari va O'zbekiston aksiyadorlik jamiyatlari qimmatli qog'ozlari muomilasini samarali tashkil etish orqali fond bozorini rivojlantirish istiqbollari keltirib o'tilgan.

Aksiyalarni ommaviy joylashtirish amaliyotlarini samarali tashkil etish aksiyadorlik jamiyatlarining ochiqqligini ham ta'minlashi lozim. Bu borada davlat ishtIPOkidagi aksiyadorlik jamiyatlari tomonidan birlamchi yoki ikkilamchi aksiyalarni ommaviy joylashtirish amaliyotlari o'tkazish orqali davlat ulushini kamaytirish asosiy maksad sifatida gavdalanadi. Lekin Kvars aksiyadorlik jamiyati tomonidan bu borada amaliy ishlar amalga oshirilgan bo'lsada, yakunda davlat ulushi qayta 89 foizdan yuqorini tashkil etishi ham munozarali holatdir. Chunki aksiyalarni ommaviy joylashtirish natijasida aksiyadorlik jamiyati yopikdan ochiqqa tomon o'zgarib borishi kerak. Kvars aksiyadorlik jamiyatida esa dastlab davlat ulushi kamaygan bulsada, keyinchalik davlat ulushi yanada oshirilganligi aksiyadorlik jamiyatlarining mustaqilligini yana chegaralab kuyadi. Bu esa xususiy investorlar manfaatlari ta'minlanishida o'ziga xos muammolarni yuzaga keltiradi.

Umuman olganda qimmatli qog'ozlar bozorini rivojlantirish maksadida aksiyalarni ommaviy joylashtirish amaliyotlarini samarali tashkil etish uchun yuqoridagilarni inobatga olgan holda IPO strategiyalarini ishlab chikish va amalga oshirish ham muhim ekanligini shu o'rinda alohida ta'kidlab o'tamiz.

Haqiqatdan ham qimmatli qog'ozga mablag'ini yo'naltirgan investor

emitentning istiqboldagi daromadlariga sherik bo'lishi mumkin yoki da'vo qila oladi. Boshqa tomondan aynan qimmatli qog'oz tufayli investor oldida qimmatli qog'oz nominal qiymati va foizli daromadi bo'yicha emitentni majuburiyati yuzaga kelishini ham ta'kidlashimiz lozim. Umumiy holatda emitentning istiqboldagi daromadlari yoki aktivlari bo'yicha da'vo qimmatli qog'ozlarning turlari (ulush, qarz, hosilaviy)ga bog'liq.



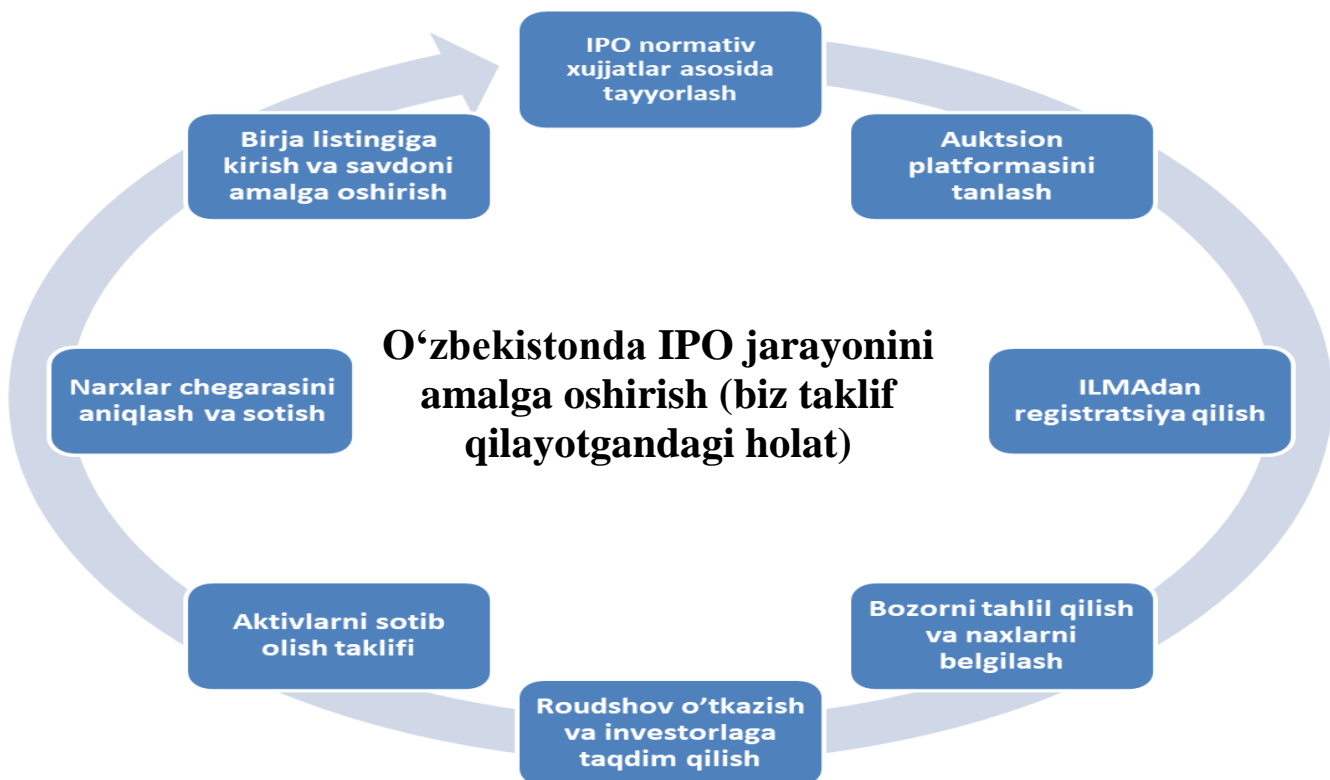
**4-rasm. O'zbekistonda aksiyadorlik jamiyatlari aksiyalarini IPO va SPO ga tayyorlash bosqichlari<sup>20</sup>**

1-rasmdan ko'rinib turibdiki, bugungi kunda mamlakatimizda aksiyadorlik jamiyatlari aksiyalari IPO va SPO shaklda tayyorlash jarayonida hamma bosqichlari mavjud. Biroq 2-bosqichda aksiyadorlik jamiyatining aksiyalari IPO va SPO jarayonlarini amalga oshirishda aksiyalarini dastlabki narxini chegarasini aniqlashda multiplikator koeffitsientlaridan foydalanish keng qo'llanilmoqda. Biroq, aksiyalarni dastlabki narxini chegarasini aniqlashda diskontlangan pul oqimi (DCF) modelidan deyarli foydalanilmaydi. Biroq, rivojlangan mamlakatlarda aksiyadorlik jamiyatining aksiyalari IPO va SPO jarayonlarini amalga oshirishda aksiyalarini dastlabki narx chegarasini aniqlashda diskontlangan pul oqimi (DCF) modeli keng foydalaniladi. Hanuzgacha, bizning mamlakatimizda aksiyalarni dastlabki narxini chegarasini aniqlashda multiplikator koeffitsientlaridan foydalanib aksiyadorlik jamiyatlarini aksiyalarini dastlabki narxin aniqlashda xatoliklarga yo'l qo'yilmoqda. Shu sababli, mamlakatimizda «Jizzaxplasmassa» AJning IPO shaklida joylashtirilgan aksiyalarini dastlabki narxini chegarasini aniqlashda anderrayter tomonidan multiplikator koeffitsientlaridan foydalangan holda aksiyaning narxi 3400 so'mdan 30541 so'mgacha bo'lishi ko'rsatilgan. Buning natijasida, «Jizzaxplasmassa» AJning IPOsi muvafqiyatsiz amalga oshirilganini ko'rishimiz mumkin. Xususan, «Jizzaxplasmassa» AJning IPOni amalga oshirishda aksiyadorlik jamiyatni aksiyalarini 34,8 foizga fond bozori joylashtirilganini ko'rishimiz mumkin. Shuningdek, «Uzavtomotors» aksiyadorlik jamiyatining IPOsi

<sup>20</sup> Rasm muallif ishlanmasi asosida tuzilgan.

muvafqiyatsiz amalga oshirilib, ushbu aksiyadorlik jamiyatini aksiyalari 29,1 foizi fond bozoriga joylashtirilgan.

Shu sababli, mamlakatimizdagi aksiyadorlik jamiyatlari aksiyalarini IPO va SPO shaklda tayyorlash jarayonida aksiyadorlik jamiyatlari aksiyalari dastlabki qiymatini aniqlashda diskontlangan pul oqimi (DCF) modelidan foydalanish aksiyalarini bozor qiymatini va real qiymatini aniqlash imkoniyati beradi. Shuningdek, aksiyadorlik jamiyatlarini aksiyalarini sotib olish bo'yicha arizalarni yig'ish uchun narx chegaralarini aniqlash va qo'shimcha aksiyalarni joylashtirish narxini boshqaruv organi bilan kelishish imkoni bo'ladi.



**5- rasm. Aksiyadorlik jamiyatlarini aksiyalarini «Toshkent» RFB savdo maydonchasida orqali elektron auksion savdoni amalga oshirish taklifi asoslangan<sup>21</sup>**

Ko'rib turibmizki, aksiyadorlik jamiyatlarini aksiyalarini «Toshkent» RFB savdo maydonchasida orqali elektron auksion savdoni amalga oshirish. Xususan, aksiyalarini IPO va SPO da ommaviy joylashtirishda auksion platformasidan amalga oshirish mexnizimida aksiya sotib oluvchi aksiyalarni sotib olishga buyurtama berishni aksion platformasi orqali amalga oshiriladi. Hozirgi amaliyotda, aksiyadorlik jamiyatlarini aksiyalarini IPO va SPO da ommaviy joylashtirishda jarayonida aksiyalarni sotib olishga beriladigan buyurtma broker orqali berish amalga oshiriladi. Bu esa, aksiyadorlik jamiyatlarini aksiyalarini IPO va SPO ni amalga oshirida aksiyalarga berilgan buyurtmani hisobini yuritishni osonlashtiradi, shuningdek investorlar uchun aksiyalarni naxrlarini shaffofligini ta'minlash imkoniyatini beradi. Jumlandan, «Toshkent» RFB savdoda aksiyalarini IPO va SPO da ommaviy joylashtirishning hisobini yuritish, kunlik ma'lumotlarini e'lon qilish imkonini beradi.

Bugungi kunda, aksiyadorlik jamiyatlarini aksiyalarini «Toshkent» RFB savdo

<sup>21</sup> Rasm muallif ishlanmasi asosida tuzilgan

maydonchasida orqali elektron auksion savdoni amalga oshirish taklifi asoslangan amaldagi qonunchilikka ko'ra respublikamizda 13 ta turdagi qimmatli qog'ozlar chiqarish mumkin. Bunda depozit sertifikatlari tijorat banklari tomonidan chiqarilishi bilan tavsiflanadi. Amalda depozitar tilxatlar, infratuzilma obligatsiyalari, opsiya va fyucherslar O'zbekistonda shu kunga qadar chiqarilmaganligini ham shu o'rinda qayd etib o'tishimiz lozim. Tadqiqot mavzusi yuzasidan yondashadigan bo'lsak, aksiyalar (oddiy va imtiyozli), obligatsiyalar (birja obligatsiyalari va korporativ obligatsiyalar), umumiy xolda korporativ emitentlar tomonidan chiqariladigan obligatsiyalar hisoblanadi.

Bugungi kunda xalqaro moliya bozorida aksiyalar orqali kapital jalb qilish ustuvor ahamiyat kasb etib kelmoqda. Chunki aksiyalar orqali to'g'ridan-to'g'ri xorijiy investitsiyalar jalb qilish imkoniyati mavjud. Bu borada global IPO amaliyotlari emittentlarning xalqaro moliya bozoridagi ustuvor maqsadlarga erishish vositasi sifatida namoyon bo'lmoqda.

## XULOSA

Mazkur mavzu bo'yicha olib borilgan tadqiqotlar natijasida quyidagi umumiy xulosalar shakllantirildi:

1. Qimmatli qog'ozlar bozorini rivojlantirish kredit bozoriga raqobatchi institut paydo bulishiga olib keladi. Bu o'z navbatida iqtisodiyotni moliyalashtirishda sog'lom raqobatning yuzaga kelishiga hamda bank tizimi va fond bozorining doimiy taraqqiyotiga xizmat qiladi.

2. Qimmatli qog'ozlar emissiyasini ochiq joylashtirishda emitent investitsion jozibadorligi bilan birga jalb kilinadigan mablag' xisobiga amalga oshiriladigan loyihaning aniqligi, istiqbolliligi va samaradorligiga investorlarni ishontira olishi muhimdir. Aks xolda investitsion jozibadorlikning pasayish holatlari ham yuz berishi mumkin.

3. Amalda korporativ obligatsiyalar auditorlik xulosasi va reyting olingan xolda ustav kapitali doirasida chiqarilishiga ruxsat berilsa, kreditlar ustav kapitaliga nisbatan o'ta keskin yuqori miqdorda ham olinishi mumkin. iqtisodiyotni moliyalashtirishning qarz instrumentlari bozorida korporativ obligatsiyalar segmenti kredit bozoriga raqobatchi sifatida maydonga chikishini ta'minlash uchun obligatsiyalar muomalaga chiqarish shartlarini ham yumshatish lozim.

4. Moliyaviy hisobotlar transformatsiyasi, axborot ochiqligi bilan bog'liq murakkab talablar tufayli mas'uliyati cheklangan jamiyatlarning aksiyadorlik jamiyati jamiyatiga aylanishi deyarli ko'zatilmayapti. Natijada korporativ qimmatli qog'ozlar bozorida xususiy emitentlar faolligi past darajada kolmoqda. Istiqbolda xususiy sektorning fond bozoridagi faolligini oshirish maqsadida moliyaviy hisobotlar xalqaro standartlari, uchta tilda axborot e'lon qilish kabi shartlarni yumshatish lozim.

5. Ustav kapitalida davlat ulushi yuqori bo'lgan aksiyadorlik jamiyatlari moliyaviy boshqaruv mustaqilligi chegaralanganligi bois qimmatli qog'ozlar bozoridagi faolligi nisbatan past darajada qolmoqda. Natijada aksiyalar chiqarish orqali arzon kapital jalb qilish imkoniyatlaridan yetarlicha foydalanilmayapti. Aksincha yopik joylashtirish orqali davlag ulushining kiritilishi esa mustaqil moliyaviy qarorlar qabul qilish ni yama ham cheklamoqda.

6. Aksiyadorlik jamiyatlarining investitsion jozibadorligi pastligi, fond birjasi listing talablari ma'lum darajada murakkabligi bois qimmatli qog'ozlarning ikkilamchi bozori nisbatan past darajada qolmoqda. Bunda muntazas dividend to'lovlari orqali passiv daromadga erishish istiqbolda ikkilamchi qimmatli qog'ozlar bozori rivojida katalizator vazifasini o'tab beradi.

7. Aholini fond bozoriga faol jalb qilish orqali qimmatli qog'ozlar bozorini rivojlantirish kutilayotgan bir vaqtda aksiyalarini ommaviy joylashtirishga chiqayotgan aksiyadorlik jamiyatlari bu borada uzoq muddatli tayyorgarlikdan o'tish shart. Investitsion jozibadorlik nuqtai nazaridan puxta tayyorgarlik IPO muvaffakiyatini kafolatlaydi.

8. Tijorat banklari aksiyalarini muvafakiyatli ommaviy joylashtirishga erishish nuqtai nazaridan dividendlar muntazamligi, strategiyasi va kafolati tartibini joriy etish orqali investitsion jozibadorlikni oshirish istiqbolda xususiy kapital tarkibida emission daromadning keskin oshishiga xizmat qiladi.

9. Fond birjasining aksiyalar bozori va obligatsiyalar bozori segmentlarida bitim qiymati oshishi tartibida komissiya to'lovlarini pasaytirib borish ham institutsional, ham individual investorlarning bozordagi faolligiga ijobiy ta'sir ko'rsatadi.

10. Fond birjasi listingidan o'tmagan emitentlar uchun listingga tayyorgarlik vazifasini utovchi birjadan tashkari bozorni joriy etish orqali qimmatli qog'ozlar bozorini rivojlantirish lozim. Chunki barcha emitentlar ham birdaniga listing talablarini tulik bajara olishmaydi. Shu boisdan birjadan tashkari savdolar talablari fond birjasi listing talablaridan yengilrok belgilanishi maksadga muvofiq.

11. Random effects estimator modelini Fixed effects estimator modeliga nisbatan baholagandan so'ng, biz tahlilimiz uchun Random effects estimator modeli afzalroq tanlov ekanligini aniqladik. Ushbu aniqlash Hausman testining p-qiymati 0,99 bilan quvvatlanadi, bu Random effects estimator modelining Fixed effects estimator modelidan ustunligini tasdiqlaydi.

12. Random effects estimator (REE) modelidan olingan natijalar shuni ko'rsatadiki, muayyan moliyaviy ko'rsatkichlar aksiyadorlik jamiyatlari aksiyalari narxiga sezilarli ta'sir ko'rsatadi. Birinchidan, aksiyadorlik jamiyatlarining kapital rentabelligining (ROE) 1% ga o'sishi ularning aksiyalari narxining 0,33% ga oshishi bilan bog'liq. Bu shuni anglatadiki, investorlar o'z kapitalidan yuqori daromadni ijobiy qabul qiladilar, bu esa kompaniyaning aksiyalariga bo'lgan ishonch va talabning oshishiga olib keladi va shu bilan ularning narxini oshiradi.

13. Aksincha, aksiyadorlik jamiyatlarining aktivlari rentabelligining (ROA) 1% ga oshishi ularning aksiyalari narxining 0,72% ga pasayishi bilan bog'liq. Bu shuni ko'rsatadiki, aktivlarning samaradorligi yaxshilanganiga qaramay lekin tahlil qilingan aksiyadorlik jamiyatlarida aktivlar manbasida majburiyatlarining yuqori ulushini tashkil etkani bilan izohlash mumkin hamda bozor buni rentabellikning pasayishi potentsial risklar belgisi sifatida talqin qilishi mumkin, bu esa aktsiya bahosiga teskari ta'sir ko'rsatadi..

14. Aksiyadorlik jamiyatlarining umumiy daromadlaridagi sof foyda ulushining 1 foizga o'sishi ularning aksiyalari bahosining 0,65 foizga oshishiga to'g'ri keladi. Bu shuni ko'rsatadiki, investorlar yuqori foyda marjasini ijobiy baholaydi, chunki bu yaxshi rentabellik va moliyaviy salomatlikni anglatadi va shu bilan aksiyalar narxini oshiradi.

**НАУЧНЫЙ СОВЕТ DSc.03/10.12.2019.I.16.01 ПО ПРИСУЖДЕНИЮ  
УЧЕНЫХ СТЕПЕНЕЙ ПРИ ТАШКЕНТСКОМ ГОСУДАРСТВЕННОМ  
ЭКОНОМИЧЕСКОМ УНИВЕРСИТЕТЕ**

---

**ТАШКЕНТСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ ЭКОНОМИЧЕСКИЙ  
УНИВЕРСИТЕТ**

**ХАМЗАЕВ АЗИЗБЕК НЕМАТОВИЧ**

**СОВЕРШЕНСТВОВАНИЕ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ АКЦИОНЕРНЫХ  
ОБЩЕСТВ НА ФОНДОВОМ РЫНКЕ**

**08.00.07 – Финансы, денежное обращение и кредит**

**АВТОРЕФЕРАТ**

**диссертации доктора философии (PhD) по экономическим наукам**

**Ташкент – 2025**

**Тема диссертации доктора философии (PhD) по экономическим наукам зарегистрирована Высшей аттестационной комиссией за №B2022.4.PhD/Iqt2594.**

Диссертация выполнена в Ташкентском государственном экономическом университете.

Автореферат диссертации на трех языках (узбекском, русском, английском (резюме)) размещен на веб-странице Научного совета ([www.tsue.uz](http://www.tsue.uz)) и информационно-образовательного портала «Ziyonet» ([www.ziyonet.uz](http://www.ziyonet.uz)).

<b>Научный руководитель:</b>	<b>Карлибаева Рая Ходжабаевна</b> доктор экономических наук, профессор
<b>Официальные оппоненты:</b>	<b>Турсунов Бобур Ортикмирзаевич</b> доктор экономических наук, профессор <b>Алладутов Рустам Джонмуродович</b> доктор философии по экономике (PhD)
<b>Ведущая организация:</b>	<b>Самаркандский институт экономики и сервиса</b>

Защита диссертации состоится «\_\_» \_\_\_\_\_ 2025 года в \_\_:\_\_ ч. на заседании научного совета DSc.03/10.12.2019.I.16.01 по присуждению ученой степени при Ташкентском государственном экономическом университете. Адрес: 100066, г.Ташкент, ул. Ислама Каримова, 49. Тел.: (99871) 239-01-49, 239-28-78, faks: (99871) 239-27-23, e-mail: info@tsue.uz

С диссертацией можно ознакомиться в Информационно-ресурсном центре Ташкентского государственного экономического университета (регистрационный номер №\_\_\_). Адрес: 100066, г.Ташкент, ул. Ислама Каримова. Тел.: (99871) 239-01-49, 239-28-78.

Автореферат диссертации разослан «\_\_» \_\_\_\_\_ 2025 года.

(протокол реестра №\_\_\_ от «\_\_» \_\_\_\_\_ 2025 года).

**С.У.Мехмонов**

Председатель научного совета по присуждению ученых степеней, д.э.н., профессор

**У.В.Гафуров**

Ученый секретарь научного совета по присуждению ученых степеней, д.э.н., профессор

**С.К.Худойкулов**

Председатель научного семинара при научном совете по присуждению ученых степеней, д.э.н. профессор

## **ВВЕДЕНИЕ (аннотация докторской диссертации (PHD))**

**Актуальность и востребованность темы диссертации.** На сегодняшний день “в мировой экономике функционируют около 80 крупных фондовых бирж общей стоимостью 110,2 трлн долларов, из которых две крупнейшие биржи мира, Нью-Йоркская фондовая биржа (NYSE) и Nasdaq, контролируют 42,4 процента мировой рыночной капитализации. В частности, несмотря на то, что капитализация стремительно развивающейся экономики Индии показала значительный рост и в 2023 году обошла Великобританию, рынки капитала США продолжают уверенно лидировать с большим отрывом”<sup>1</sup>. Кроме того, “Стоимость мирового рынка внутренних ценных бумаг выросла с 65,04 трлн долларов в 2013 году до 98,5 трлн долларов в 2022 году. По состоянию на июль 2023 года общая рыночная капитализация локальных компаний, зарегистрированных на мировых фондовых биржах, составила 112 трлн долларов США”<sup>2</sup>.

В мировой практике фондового рынка ведутся научные исследования, направленные на изучение передового и современного опыта, а также на решение проблем, связанных с технологическими ценными бумагами, обеспеченными искусственным интеллектом, и капитуляцией товарного рынка в деятельности акционерных обществ на фондовом рынке. Приоритетными направлениями этих исследований являются разработка путей обеспечения экономической стабильности деятельности акционерных обществ на фондовом рынке, поддержание стабильности цен на акции, а также совершенствование методологии анализа факторов, влияющих на динамику изменения цен акций акционерных обществ на фондовом рынке.

В Стратегии развития Нового Узбекистана указана необходимость расширения финансовых ресурсов в экономике путем доведения в последующие пять лет оборота фондового рынка с 200 миллионов долларов США до 7 миллиардов долларов США”<sup>3</sup>. При этом предусматривается поэтапная либерализация движения капитала в нашей стране, а также принятие ряда мер, таких как приватизация крупных предприятий и их долей (акций), в том числе через фондовую биржу. В частности, на пути к поэтапной либерализации движения капитала планируется разрешить нерезидентам приобретать государственные ценные бумаги, повысить ликвидность рынка корпоративных ценных бумаг, привлечь иностранных инвесторов и международные финансовые институты к процессам приватизации предприятий с государственной долей, а также установить порядок приобретения и декларирования активов за рубежом резидентами. Отмечается особое внимание к улучшению инфраструктуры рынка капитала, развитию рынка государственных ценных бумаг, повышению финансовой грамотности населения и квалификации профессиональных участников.

<sup>1</sup> <https://www.tinkoff.ru/invest/social/profile/TrueProphet/655cb0c6-4e8e-48bd-b0de-bc40bd024983/>

<sup>2</sup> <https://www.statista.com/statistics/710680/global-stock-markets-by-country/>

<sup>3</sup> Указ Президента Республики Узбекистан УП-60 от 28.01.2022 г. “О Стратегии развития Нового Узбекистана на 2022-2026 годы”.

Данная диссертационная работа в определенной степени служит выполнению задач, установленных в указах Президента Республики Узбекистан УП-60 от 28 января 2022 года “О Стратегии развития Нового Узбекистана на 2022-2026 годы”, УП-6207 от 13 апреля 2021 года “О мерах по дальнейшему развитию рынка капитала”, УП-6167 от 12 февраля 2021 года “О мерах по дальнейшему ускорению процессов приватизации государственных активов”, постановлениях Президента Республики Узбекистан ПП-90 от 17 января 2022 года “О дополнительных мерах по внедрению эффективных механизмов поддержки рынка капитала”, ПП-168 от 18 апреля 2022 года “О дополнительных мерах по дальнейшему сокращению государственного участия в экономике и ускорению приватизации”, ПП-291 от 2 сентября 2023 года “О дополнительных мерах по развитию рынка капитала”, а также других нормативно-правовых актах, относящихся к данной сфере.

**Соответствие исследования приоритетным направлениям развития науки и технологий республики.** Диссертационное исследование выполнено в соответствии с приоритетным направлением развития науки и технологий республики I. «Духовно-нравственное и культурное развитие демократического и правового общества, формирование инновационной экономики».

**Степень изученности проблемы.** Совершенствование деятельности акционерных обществ на фондовом рынке с научно-теоретической точки зрения является направлением исследований многих зарубежных ученых. В этой области проведены научные исследования таких ученых, как Б.И.Алехин, Д.Бейли, Э.Бредли, Р.Брейли, Р.Вейтлингем, Б.Вильямс, С.Майерс, К.Моррис, У.О.Нил, Э.Питерс, Э.Роде, Р.Розен, А.Зигель, Д.Тьюлз, Д.Сорос, Ф. Фабосс, Д.Хикс, У.Шарп<sup>4</sup>. Несмотря на значительный вклад перечисленных исследователей в экономическую науку, в их работах не были учтены особенности финансирования рынка ценных бумаг и фондового рынка, анализа, оценки, регулирования и контроля их деятельности.

В странах Содружества Независимых Государств исследования в этой области проводили такие ученые, как Г. Александр, А. Басов, В. Галанов, Д. Гитман, А. Килячков, В. Колесников, Я. Миркин, А.В. Навой, Э. Петере, Б. Рубсов, В. Торкановский, О. Хмиз, Л. Чалдаева, Н. Берзон<sup>5</sup>. Однако в научных работах этих исследователей деятельность акционерных обществ на фондовом рынке не была изучена.

Недостаточная развитость фондового рынка Узбекистана обусловлена

---

<sup>4</sup> Alyoxin B.I. Ryнок sennykh bumag (vvedenie v fondovye operasii). M.: Finansy i statistika, 1991. – 230s.; SHarp U., Aleksander G., Beyli Dj. Investisii: Per. s angl. – M.: INFRA-M, 1999. — XII, 1025 s.; Navoy A.V. Strukturnyy analiz mejdunarodnogo dvizheniya kapitala //Dengi i kredit. – M., 2007. –№1. –44 s.; Breyli Richard, Mayers Styuart Prinsipy korporativnykh finansov: Per. s angl. – M.: Olimp-biznes, 2004;

<sup>5</sup> Mirkin YA.M. Ryнок sennykh bumag Rossii: vozdeystvie fundamentalnykh faktorov, prognoz i politikarazvitiya. – M.: Alpina Pabliher, 2002. -578 s.; Rubsov B.B. Sovremennyye fondovyye rynki. -M.: AlpinaBiznes Buks, 2006. -382 s.; Varinov E.A., Хмыз O.V. Rynki valyutnyye i sennykh bumag. – M.: Ekzamen, 2001. – 608 s.; Sennyye bumagi: Uchebnik/Pod red. V.I. Kolesnikova, V.S. Torkanovskogo. 2-eizd., pererab. i dop. – M.: Finansy i statistika, 2000. – 448 s. Kilyachkov A.A., CHaldaeva L.A. Ryнок sennykh bumag i birjevoe delo. – M.YUrist’ 2005. — 687 s.; Berzon N.I. i dr. Fondovyy ryнок: Uchebnoe posobie dlya vuzov ekonomicheskogo profilya. – 2-e izd. – M.: Vita-Press, 1999. – 400 s.;

рядом факторов, таких как вмешательство государственных органов, государственная собственность на крупные пакеты акций, недостаточная осведомленность населения о ценных бумагах и возможностях получения дохода от них, отсутствие в обращении инфраструктурных облигаций, а также слабое развитие инфраструктурных субъектов, обеспечивающих и гарантирующих доход от ценных бумаг, эти проблемы до сих пор недостаточно изучены.

Фондовый рынок, пути его развития и общие аспекты совершенствования деятельности рынка ценных бумаг были рассмотрены в научных исследованиях таких ученых, как И. Бутиков, М. Хамидулин, Ш. Шохъзамий, У.Алиева, Н.Каримов, Ф.Мирзаев, Х.Худойкулов, У.Халиков, А.Хужамуродов и др.<sup>6</sup>.

Вместе с тем, недостаточная изученность вопросов совершенствования деятельности акционерных обществ на фондовом рынке в процессе модернизации экономики современного Узбекистана, повышения эффективности инфраструктуры в развитии рынка, управления рисками, совершенствования механизмов государственного регулирования, а также усиления роли институциональных инвесторов обусловила выбор темы данной исследовательской работы.

**Связь диссертационного исследования с планами научно-исследовательских работ высшего образовательного учреждения, где выполнена диссертация.** Диссертационное исследование выполнено в соответствии с планом научно-исследовательских работ Ташкентского государственного экономического университета в рамках практического проекта на тему «Научные основы координации финансовой, банковской и учетной систем в условиях модернизации экономики».

**Целью исследования** является разработка научных предложений и практических рекомендаций, направленных на совершенствование деятельности акционерных обществ на фондовом рынке.

**Задачи исследования:**

исследование научно-теоретических основ экономической сущности и содержания активности акционерных обществ на фондовом рынке;

классификация деятельности акционерных обществ на фондовом рынке и определение основных направлений ее формирования;

определение возможностей применения зарубежного опыта в практике Узбекистана на основе изучения деятельности акционерных обществ на фондовом рынке;

---

<sup>6</sup> Hamidulin M.B Razvitie finansovogo mexanizma korporativnogo upravleniya, Avtoreferat diss... doktora. ekon. nauk.-Tashkent, BFA, 2009; Butikov I.L. Problemy formirovaniya i funkcionirovaniya rynka sennykh bumag v Uzbekistane, Avtoreferat diss... doktora. ekon. nauk.-Tashkent, BFA, 2009; SHoha'zamiy SH.SH. Metodologicheskie osnovy i prioritety strategicheskogo razvitiya rynka sennykh bumag v Uzbekistane, Avtoreferat diss...doktora. ekon. nauk.-Tashkent, BFA, 2011; Alieva U.M. Puti sovershenstvovaniya funkcionirovaniya infrastruktury rynka sennykh bumag: Avtoreferat diss.... kand. ekon. nauk.-Tashkent, BFA, 2008. Xo'jamurodov A.J. Iqtisodiyotni modernizatsiyalash sharoitida fond bozori infratuzilmasini takomillashtirish. Avtoreferat PhD. Toshkent, TDIU, 2019; Xudoyqo'lov X.X. Aksiyadorlik jamiyatlarining aksiyalar qiymatini baxolashning metodologiyasini takomillashtirish. Ikt. fan. doktori. (DSc)...avtoref. — T., 2021.-69 b.; Xalikov U.R. O'zbekistonda fond bozori orqali investitsion faoliyatni moliyalashtirishni takomillashtirish. Ikt. fan. buy. fal. dok. (PhD)...avtoref. -T., 2017.;

анализ институциональных основ, а также экономический, технический и функциональный анализ деятельности акционерных обществ;

оценка влияния факторов на развитие деятельности акционерных обществ на фондовом рынке на основе их эконометрического анализа;

совершенствование механизмов государственного регулирования деятельности акционерных обществ на фондовом рынке;

разработка рекомендаций по повышению роли институциональных инвесторов и определению стратегии развития деятельности акционерных обществ на фондовом рынке.

**Объектом исследования** являются Республиканская фондовая биржа "Ташкент" и акционерные общества.

**Предметом исследования** являются социально-экономические отношения, возникающие в процессах совершенствования деятельности акционерных обществ на фондовом рынке.

**Методы исследования.** В исследовании использованы методы системного подхода, анализа и синтеза, функционального и сравнительного анализа, группировки, прогнозирования, логического заключения восприятия экономических процессов, экспертной оценки, эконометрического моделирования, статистического анализа, корреляционно-регрессионный метод и другие.

**Научная новизна исследования** состоит в следующем:

обосновано, что при первичном публичном размещении акций коммерческого банка на фондовой бирже определение андеррайтерами пределов начальной цены акций позволит определить ценовые пределы для сбора заявок на приобретение акций и согласовать с управляющим органом цену размещения дополнительных акций;

обосновано, что проведение электронных аукционных торгов акциями акционерных обществ через торговую площадку Республиканской фондовой биржи «Ташкент» обеспечивает равные возможности для всех инвестиционных посредников и их клиентов за счёт создания личных кабинетов, принятия заявок в режиме реального времени на безвозмездной основе, идентификации инвесторов, заключения соответствующих договоров с инвестиционными посредниками и открытия депозитных счетов;

обосновано предложение об упрощении процесса эмиссии корпоративных облигаций акционерных обществ путем отмены требования об обеспечении корпоративных облигаций;

разработаны прогнозные показатели роста стоимости акций акционерных обществ в Узбекистане до 2030 года на основе регрессионной эконометрической модели с фиксированными эффектами.

**Практические результаты исследования** заключаются в следующем:

обоснована значимость и степень важности развития активности акционерных обществ на фондовом рынке;

проведен анализ текущего состояния активности акционерных обществ на фондовом рынке и разработаны рекомендации по обеспечению финансовой стабильности;

выполнен эконометрический анализ обеспечения активности акционерных обществ на фондовом рынке.

**Достоверность результатов определяется.** В диссертации использованы финансовые, статистические и бухгалтерские отчёты Агентства статистики при Президенте Республики Узбекистан, Министерства экономики и финансов, Агентства по управлению государственными активами, Республиканской фондовой биржи «Ташкент», Центрального депозитария, а также результаты первичных данных, сформированных автором

**Научная и практическая значимость результатов исследования.** Научная значимость исследования определяется использованием нового методологического подхода, направленного на совершенствование деятельности акционерных обществ на фондовом рынке. Широкое использование предложенных методологических инструментов будет способствовать увеличению объёмов торговли ценными бумагами, повышению их ликвидности, а также послужит основой для разработки программ развития и формирования информационных баз в данной сфере. Результаты исследования могут быть использованы для совершенствования концептуальных основ, методов и моделей развития фондового рынка Узбекистана.

Практическая значимость исследования заключается в изучении особенностей развития деятельности акционерных обществ на фондовом рынке, регулировании отношений купли-продажи ценных бумаг, повышении авторитета Республиканской фондовой биржи на международных рынках и определении её стратегических целей по укреплению своих позиций, на основе этих аспектов формируются и прогнозируются перспективные программы субъектов фондового рынка. Разработанные рекомендации по повышению активности акционерных обществ на фондовом рынке могут быть использованы при принятии решений и формировании целевых программ, направленных на дальнейшее укрепление их финансового потенциала в Республике.

**Внедрение результатов исследования.** На основе полученных научных результатов по совершенствованию деятельности акционерных обществ на фондовом рынке:

предложение о том, что при первичном публичном размещении акций коммерческого банка на фондовой бирже определение андеррайтерами пределов начальной цены акций позволит определить ценовые пределы для сбора заявок на приобретение акций и согласовать с управляющим органом цену размещения дополнительных акций, применено в деятельности акционерного коммерческого банка «Агробанк» (Справка АКБ «Агробанк» №13-17-1352 от 9 ноября 2024 года). Внедрение данного научного предложения позволило акционерному коммерческому банку «Агробанк» определить ценовые границы для сбора заявок на покупку акций и согласовать цену размещения дополнительных акций с органом управления;

предложение о том, что проведение электронных аукционных торгов акциями акционерных обществ через торговую площадку Республиканской

фондовой биржи «Ташкент» обеспечивает равные возможности для всех инвестиционных посредников и их клиентов за счёт создания личных кабинетов, принятия заявок в режиме реального времени на безвозмездной основе, идентификации инвесторов, заключения соответствующих договоров с инвестиционными посредниками и открытия депозитных счетов, применено в деятельности акционерного коммерческого банка «Агробанк» (Справка АКБ «Агробанк» №13-17-1352 от 9 ноября 2024 года). Внедрение данного научного предложения способствовало созданию личного кабинета для всех инвестиционных посредников и их клиентов, что позволило принимать заявки в режиме реального времени на безвозмездной основе, обеспечивать идентификацию инвесторов, заключать соответствующие договора с инвестиционными посредниками и открывать депозитные счета, гарантируя равные возможности для всех участников;

предложение об упрощении процесса эмиссии корпоративных облигаций акционерных обществ путем отмены требования об обеспечении корпоративных облигаций применено в деятельности акционерного коммерческого банка «Агробанк» (Справка АКБ «Агробанк» №13-17-1352 от 9 ноября 2024 года). Внедрение данного научного предложения способствовало увеличению объема торгов с облигациями на фондовом рынке и содействовало повышению активности акционерных обществ на фондовом рынке через использование долговых инструментов;

прогнозные показатели роста стоимости акций акционерных обществ в Узбекистане до 2030 года, разработанные на основе регрессионной эконометрической модели с фиксированными эффектами, применены в деятельности акционерного коммерческого банка «Агробанк» (Справка АКБ «Агробанк» №13-17-1352 от 9 ноября 2024 года). Внедрение данного научного предложения позволило оценить динамику роста рентабельности капитала и активов акционерного общества, а также чистой прибыли компании.

**Апробация результатов исследования.** Результаты исследования обсуждены на 3 международных и 8 республиканских научно-практических конференциях.

**Опубликованность результатов исследования.** По теме диссертации опубликованы всего 12 научных работ, из них 9 статей в научных изданиях, рекомендованных Высшей аттестационной комиссией Республики Узбекистан для издания основных результатов докторских диссертаций, в том числе, 6 статей – в республиканских, 3 статьи - в зарубежных журналах.

**Структура и объем диссертации.** Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения, списка использованной литературы и приложений. Объем диссертации составляет 125 страниц.

## **ОСНОВНОЕ СОДЕРЖАНИЕ ДИССЕРТАЦИИ**

**Во введении** обоснованы актуальность и востребованность исследования, определены цель и задачи, объект и предмет исследования, указано соответствие работы приоритетным направлениям развития науки и

технологий республики, изложены научная новизна и практические результаты исследования, раскрыта научная и практическая значимость полученных результатов, приведены сведения о внедрении в практику результатов исследования, а также сведения по опубликованным работам и структуре диссертации.

В первой главе диссертации **“Научно-методологические основы деятельности акционерных обществ на фондовом рынке”** проведен сравнительный анализ экономической сущности и содержания деятельности акционерных обществ на фондовом рынке, составляющих фондового рынка, рынка капиталов, передового зарубежного опыта и практики иностранных эмитентов на фондовом рынке, дана оценка их практической значимости.

Развитие фондового рынка также непосредственно способствует экономическому развитию. Экономическое развитие, в свою очередь, ускоряет развитие социальной сферы. Последовательность этих процессов в конечном итоге приводит к повышению ценности человеческой жизни. Особенность заключается в том, что активность институциональных игроков и инвесторов на финансовом рынке также служит повышению доходности населения, что является неоспоримой истиной.

В общем, следует отметить, что хотя ценные бумаги широко используются в качестве финансовых инструментов на финансовом рынке, многие исследования проявляются в качестве инструментов финансового рынка, так и рынка капитала, а также рынка ценных бумаг. Этот аспект требует исследования различий между финансовым рынком, рынком ценных бумаг и рынком капитала.

В исследованиях данной области финансовый рынок делится на банковский и небанковский финансовые рынки. В. Coumede, O. Denk и P. Hoeller утверждают, что “обеспечение экономики долгосрочными инвестициями является основной функцией небанковского финансового рынка, при этом активная роль банковского сектора ставится под сомнение”<sup>7</sup>. Однако следует отметить, что организация деятельности кредитных институтов на финансовом рынке, то есть банков, и рынка ценных бумаг на основе конкуренции является крайне важной для экономического развития.

На основе исследований, теоретического и практического анализа следует отметить, что состояние рынка ценных бумаг, являющегося важной составляющей финансового рынка, в определенных процессах отражает не только состояние финансового рынка, но и проявляет всю экономическую ситуацию. Ценные бумаги как финансовые инструменты являются основой инвестиционной деятельности и привлечения капитала.

Ученые-экономисты объясняют содержание и сущность ценных бумаг с различных подходов. В частности, И.Л. Бутиков определяет ценные бумаги как “имущественные и связанные с ними неимущественные права в области привлечения, перераспределения и обратной выплаты средств, привлекаемых

---

<sup>7</sup> Coumede, V. Finance and Inclusive Growth / V. Coumede, O. Denk, P. Hoeller // OECD Economic Policy Paper. 2015.-№ 14.-46 p.

хозяйствующими субъектами в форме заемного или акционерного капитала, удостоверяемые в документарной (бланковой) форме либо особым способом в виде записей на счетах в специализированных организациях (депозитариях)”<sup>8</sup>. При этом следует отметить, что на сегодняшний день бланковые ценные бумаги не существуют, и ценные бумаги обращаются только в электронном виде. С имущественной точки зрения, ценные бумаги имеют стоимость, которая проявляется в виде номинальной и рыночной стоимости в операциях.

Американские ученые-экономисты Frederic S.Mishkin и Stanley G.Eakins дали следующее определение “Ценная бумага (также называемая финансовым инструментом) - это претензия на будущие доходы или активы эмитента (любое финансовое требование или часть имущества, которая подлежит праву собственности)”<sup>9</sup>.

В нашей научной работе мы остановимся на видах ценных бумаг. В этом контексте мы обратим внимание на акции, в частности на обычные и привилегированные акции, а также на корпоративные облигации.

**Таблица 1**

**Особенности ценных бумаг по видам<sup>10</sup>**

<b>Особенные аспекты</b>	<b>Простая акция</b>	<b>Привилегированная акция</b>	<b>Корпоративная облигация</b>
<b>Участие в деятельности акционерного общества</b>	<b>Формируется уставной капитал, имеет право голоса по всем вопросам</b>	<b>Формируется уставной капитал, имеет право голоса по ограниченным вопросам</b>	<b>Служит для привлечения заемного капитала Никакие вопросы, связанные с голосованием, не рассматриваются</b>
<b>Возникающее отношение</b>	Долевое	Долевое	Долговое
<b>Доходность</b>	Не определена, выплачивается на основании решения общего собрания акционеров	Фиксирована, обычно устанавливается в уставе в процентном соотношении к номинальной стоимости акции	Купонная ставка строго устанавливается в проспекте эмиссии. В случае бескупонных облигаций размещение происходит по цене ниже номинала
<b>Уровень риска</b>	Высокий	Средний	Низкий
<b>Срок действия</b>	Бессрочный	Бессрочный	Бессрочный

Как отдельный сегмент фондового рынка рынок облигаций играет важную роль в организации оборота долговых инструментов, что в перспективе также способствует развитию рынка акций. При эмитенты могут выпускать и размещать обыкновенные облигации, специальные биржевые

<sup>8</sup> Butikov I. Рынок сменных бумаг. Учебник. – Т.: Konsauditinform, 2001. — 496 б.

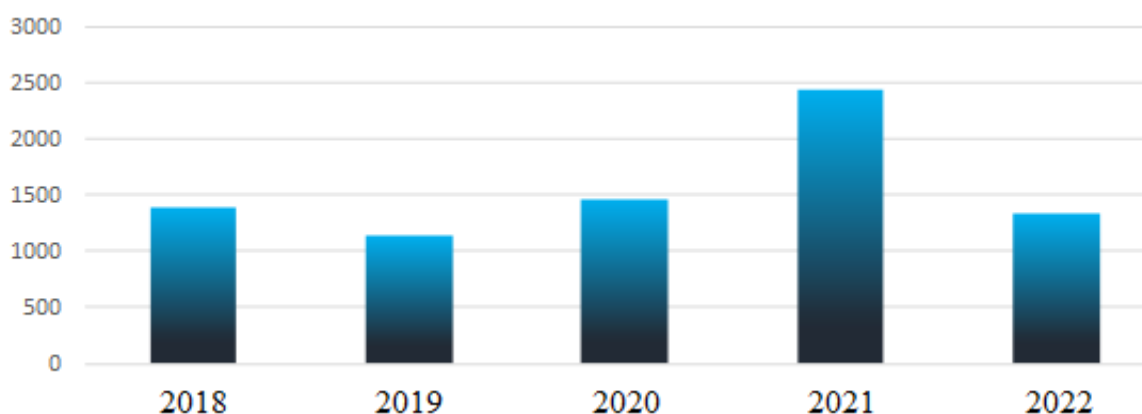
<sup>9</sup> Frederic S. Mishkin and Stanley G. Eakins. Financial markets and institutions. USA: Pearson, 2018. — P. 42 (704). Mishkin and Stanley G. Eakins. Financial markets and institutions. US/V Pearson 2018 -P 4'

<sup>10</sup> Подготовлено автором

облигации, коммерческие облигации, еврооблигации для международных рынков, а также зеленые облигации для финансирования экологических проектов, тем самым привлекая капитал. Поскольку доходность облигаций заранее устанавливается, рынок корпоративных облигаций обладает высоким потенциалом развития, однако при этом необходимо учитывать фактор инфляции.

Во второй главе диссертации **“Анализ текущего состояния деятельности акционерных обществ на фондовом рынке”** изложены анализ акций и облигаций акционерных обществ на фондовом рынке, анализ участия акционерных обществ Узбекистана на международном рынке ценных бумаг, а также эконометрический анализ деятельности акционерных обществ на фондовом рынке.

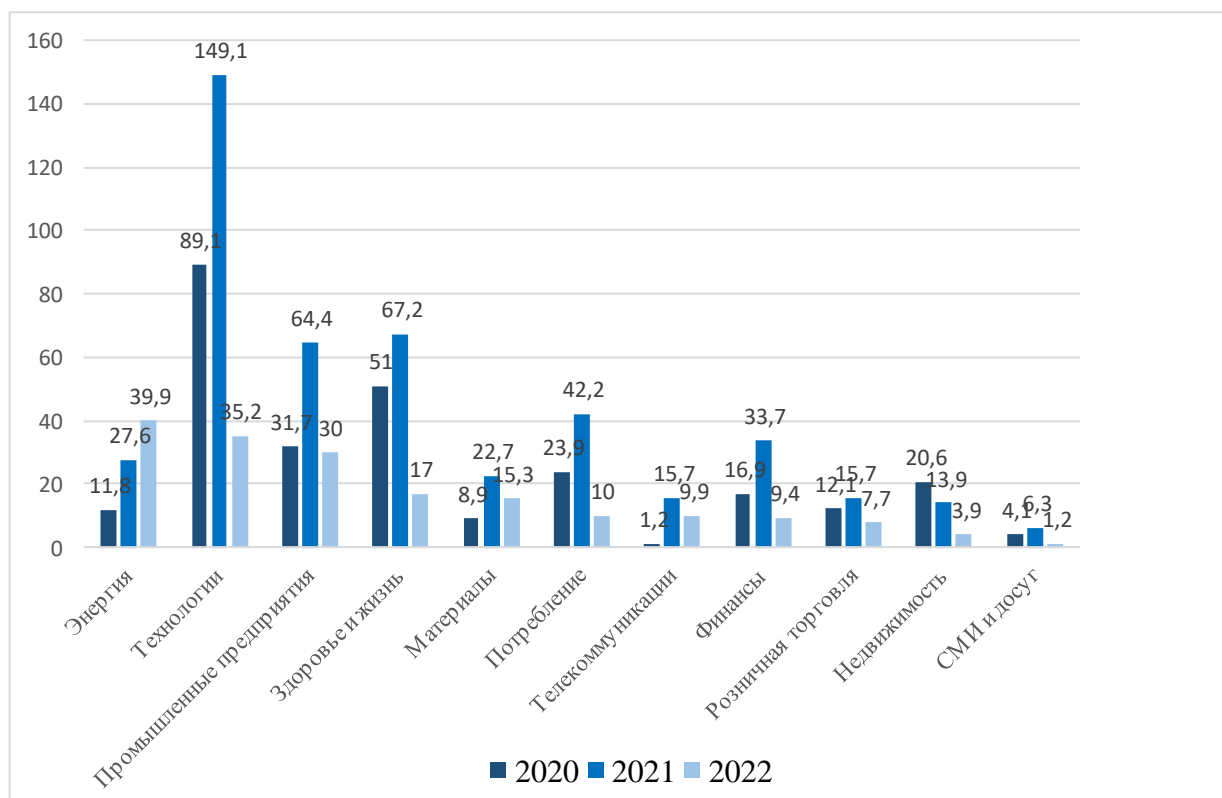
Из данных становится ясно, что во всех регионах мира после глобальной пандемии в 2021 году объем привлеченного капитала в результате IPO значительно увеличился, однако в 2022 году этот показатель резко снизился во всех регионах. В частности, в Америке успешные IPO в 2021 году позволили привлечь капитал в размере 350 млрд долларов США, тогда как в 2022 году этот показатель составил всего 26 млрд долларов США. Безусловно, на этот спад оказали влияние снижение глобального фондового рынка. Следует отметить, что в условиях падения фондового рынка проведение массового размещения акций никогда не рекомендуется, так как текущее состояние экономики является одним из ключевых факторов при определении времени выхода на IPO.



**Рис.1. Динамика количества проведенных глобальных IPO в 2018–2022 годах<sup>11</sup>**

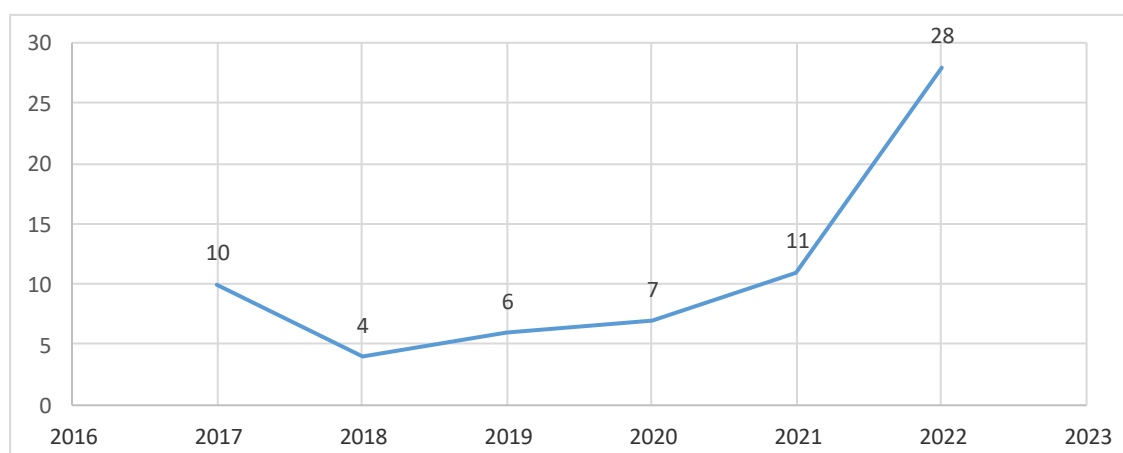
Анализ последних пяти лет показывает, что количество операций по первичному публичному размещению (IPO) резко возросло в 2021 году, достигнув 2436. Однако, как уже отмечалось выше, в 2022 году наблюдалось резкое снижение, и было проведено всего 1333 IPO.

<sup>11</sup> [www.ey.com/eng/ipo/trends](http://www.ey.com/eng/ipo/trends)



**Рис.2. Результаты мировой практики IPO по отраслям в 2020-2022 гг., в млрд долларах США<sup>12</sup>**

Из данных представленной диаграммы видно, что активность технологических компаний на глобальном рынке IPO значительно выше по сравнению с другими отраслями. Эту тенденцию можно объяснить переходом к цифровой экономике и стремительным развитием финансовых технологий в мире. Только в 2021 году глобальные IPO-операции, проведённые технологическими компаниями, обеспечили дополнительную капитализацию в размере 149,1 млрд долларов США. В ходе исследования было установлено, что в процессе IPO для банков важно разработать стратегию действий, определить и привлечь брокеров и других консультантов, что способствует успешному проведению размещения.



**Рис.3. Динамика изменения числа эмитентов облигаций в Узбекистане<sup>13</sup>**

<sup>12</sup> [www.ey.com/eng/ipo/trends](http://www.ey.com/eng/ipo/trends)

<sup>13</sup> Составлено автором на основе данных <https://uzcsd.uz/>

Помимо простых и привилегированных акций, облигации также являются важным инструментом рынка ценных бумаг. В зависимости от размещения на национальном или международном рынке облигации классифицируются как национальные облигации и еврооблигации либо как рынок международных облигаций. Если обратить внимание на практику привлечения капитала посредством выпуска облигаций в последние годы, можно отметить изменения в количестве эмитентов облигаций, находящихся в обращении, в разрезе лет (см. рис. 6).

Облигации выступают в качестве инструмента накопления средств для правительства, различных государственных органов и муниципалитетов.

Общества с ограниченной ответственностью также могут выпускать и размещать корпоративные облигации в случае необходимости привлечения дополнительных финансовых средств. Выпуск облигаций обладает рядом привлекательных преимуществ для акционерных обществ: посредством эмиссии облигаций они могут привлекать необходимые средства без вмешательства кредиторов в их финансово-хозяйственную деятельность. Облигации, как финансовые инструменты, выражающие долговые обязательства, относятся к категории ценных бумаг с фиксированным доходом. К данной категории также можно отнести привилегированные акции, по которым предусмотрена выплата фиксированного размера дивидендов.

**Таблица 2**

**Динамика изменения рыночной цены акций акционерных обществ в 2016-2023 гг.<sup>14</sup>**

Изменение, %	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
НМКВ (АК "НАМКОРБАНК")	0,00%	0,00%	383,87%	38,46%	-24,97%	59,26%	98,33%	117,26%
КВТС (АО "КВАРТС")	0,00%	0,00%	214,87%	-35,19%	-7,66%	34,12%	16,93%	-47,13%
QZSM (АО "QIZILQUMSEMENT")	-0,96%	-13,18%	10,74%	6,93%	117,82%	63,44%	46,58%	-17,60%
URTS (АО "UZRTSB")	0,00%	0,00%	806,34%	200,00%	60,00%	218,75%	27,02%	-16,06%
UZMK (АО "UZMETKOMBINAT")	1,01%	-16,67%	215,20%	109,33%	-3,00%	222,89%	-1,67%	-26,87%
IPKY (АКИБ "ИРАК УО'ЛИ BANK")	0,00%	0,00%	21,00%	-13,22%	-4,76%	111,50%	66,67%	212,90%
SQBN (АКБ "UZSANOATQURILISHBANK")	0,06%	-0,05%	-15,01%	8,00%	-17,99%	-18,75%	27,86%	-4,49%
TRSB (ЧАКБ "TRASTBANK")	0,00%	24,93%	122,01%	144,90%	-2,78%	-20,53%	58,33%	41,15%
IPTB (АКБ "ИПОТЕКА-BANK")	2,23%	-20,18%	-1,25%	2,13%	-15,79%	77,50%	26,67%	11,24%
INDEX	0,34%	-7,85%	119,03%	58,24%	8,42%	128,11%	1,71%	12,66%

Лучшей акцией в Узбекистане по годовому росту в 2023 году неожиданно стали акции АКИБ "ИРАК УО'ЛИ BANK", которые за год выросли с 30 сумов до 97 сумов. Вслед за ними в тройку лидеров вошли обыкновенные и

<sup>14</sup> Составлено автором на основе данных брокерской компании ООО КарДеро

привилегированные акции Hamkorbank, увеличившись на 125% и 143% соответственно.

В ТОП-10 акционерных обществ, котирующихся на РФБ «Ташкент», также вошли: «Ипотека-банк», «Алокабанк», «Трастбанк», «Узметкомбинат», «Чилонзор буюм савдо комплекси», а также ценные бумаги комбината «Ташкенвино». За год индекс акций этих акционерных обществ вырос на 13%, а индекс UCI РФБ «Ташкент» в целом вырос на 82%.

Стоит отметить, что наш топ не учитывает дивидендные выплаты акционерам, а также объем торгов данными ценными бумагами.

Акционерные общества и общества с ограниченной ответственностью в нашей стране могут выпускать корпоративные облигации. Следует отметить, что в последние годы международные облигации выпускались правительствами и акционерными обществами. Мы видим, что корпоративные международные облигации, в частности корпоративные еврооблигации, выпускаются только государственными предприятиями и банками.

**Таблица 3**

**Корпоративные международные облигации, размещенные на  
финансовых рынках государственными предприятиями и банками<sup>15</sup>**

№	Эмитент	Количество	Сроки	Купонная ставка	Дата размещения
1.	АКБ O'zsanoatqurilishbank	300 млн долл. США	5 лет	5,75	02.12.2019
2.	АО O'zmilliybank	300 млн долл. США	5 лет	4,85	14.10.2020
3.	АКИБ Ipotekabank	300 млн долл. США	5 лет	5,5	19.11.2020
4.	АКИБ Ipotekabank	785 млрд сум (75 млн долл. США)	3 года	16	16.04.2021
5.	АО O'zAvtoMotors	300 млн долл. США	5 лет	4.85	04.05.2021
6.	АО O'zbekneftgaz	700 млн долл. США	7 yil	4,75	16.11.2021

Из приведённых данных становится ясно, что коммерческие банки, такие как АКБ O'zsanoatqurilishbank, АО O'zmilliybank и АКИБ Ipotekabank, разместили 5-летние еврооблигации. Среди них стоит отметить, что корпоративные еврооблигации АО O'zmilliybank были размещены с самой низкой ставкой - 5,5%. Однако эта купонная ставка была относительно высокой для того времени. Также стоит отметить, что АКИБ Ipotekabank 16 апреля 2021 года разместил международные облигации на сумму 785 млрд сум (эквивалент 75 млн долларов США) с годовой купонной ставкой 16%. В отличие от еврооблигаций, размещение международных облигаций в суммах позволяет эмитентам избежать валютных рисков.

Анализ кредитных рейтингов акционерных обществ при размещении ими международных облигаций показывает, что рейтинговые баллы практически одинаковы. Важно отметить, что корпоративные рейтинги в данном случае не превышают суверенные кредитные рейтинги. Для того чтобы корпоративные рейтинги были высокими, необходимо, чтобы национальный фондовый рынок

<sup>15</sup> Составлено автором на основе данных сайта [www.mf.uz](http://www.mf.uz)

находился на высоком уровне. Своеобразным сигналом успешного размещения еврооблигаций на международных финансовых рынках является наличие надежных андеррайтеров, таких как Deutsche Bank, ABN Amro Bank, J.P. Morgan, UBS Group, Dresdner Kleinwort Wasserstein (DrKW) и Citigroup.

**Таблица 4**

**Группа андеррайтеров по размещению международных облигаций акционерных обществ <sup>16</sup>**

№	Эмитент	Тип облигаций	Группа андеррайтеров
1.	АКБ O‘zsanoatqurilishbank	Еврооблигации	JP Morgan, Citigroup, Commerzbank, Raiffeisen Bank
2.	АО O‘zmilliybank	Еврооблигации	Citibank, Natixis, SMBC Nikko, Gazprombank
3.	АКИБ Ipotekabank	Еврооблигации	J.P. Morgan, Raiffeisen Bank International AG, MUFG, Societe Generale
4.	АКИБ Ipotekabank	Международные облигации в суммах	J.P.Morgan Chase
5.	АО O‘zAvtoMotors	Еврооблигации	Citigroup, MUFG, Natixis. Raiffeisen Bank International
6	АО O‘zbekneftgaz	Еврооблигации	Bank GPB International, Citigroup Global Markets, J.P. Morgan Securities i Mitsubishi UFG Securities EMEA

Следует отметить, что в ходе деятельности национальных корпоративных эмитентов на международном финансовом рынке наиболее частов в группе андеррайтеров участвовали JP Morgan и Citigroup. Хотя выбор таких брендовых андеррайтеров обходится относительно дорого, как мы отметили выше, он выполняет уникальную рекламную функцию для глобальных инвесторов.

“Дебютный выпуск еврооблигаций был осуществлен Национальным банком Узбекистана совместно с международно признанными банками-андеррайтерами, такими как Citibank (США), Natixis (Франция), SMBC Nikko (Япония) и Газпромбанк (Россия)”<sup>17</sup>. Из этого следует, что при размещении АО O‘zmilliybank еврооблигаций четыре государственных финансовых учреждения сформировали группу андеррайтеров. Это само по себе приводит к увеличению расходов на андеррайтинг.

Согласно результатам исследования, при первичном публичном размещении акций коммерческого банка на фондовой бирже определение андеррайтерами пределов начальной цены акций позволит определить ценовые пределы для сбора заявок на приобретение акций и согласовать с управляющим органом цену размещения дополнительных акций. В целом мы полагаем, что внимание корпоративных эмитентов к вышеупомянутым аспектам позволяет им размещать международные облигации с высокой инвестиционной привлекательностью и низкими процентными ставками, что также может стать основой для будущих глобальных публичных размещений

<sup>16</sup> Составлено на основе данных сайтов эмитентов

<sup>17</sup> <https://review.uz/oz/posl/milliy-bankning-ilk-cvroobligaciyalari-xalqaro-kapital-bozorida-joylashtirildi>

акций.

Повышение эффективности акционерных обществ на фондовом рынке в настоящее время требует целостного и стратегического подхода. Важно проанализировать, в какой степени те или иные подходы к увеличению уставного капитала акционерных обществ влияют на экономическую эффективность.

Согласно исследованию, независимые переменные, влияющие на цену акций акционерных обществ на фондовом рынке, выражаются следующим образом.

*Sh\_Price* - цена акций акционерных обществ (зависимая переменная),

*ROE* - рентабельность капитала акционерных обществ (в %),

$$ROE = \frac{\text{чистая прибыль}}{\text{собственный капитал}} - \text{(независимая переменная),}$$

*ROA* - рентабельность активов акционерных обществ (в %),

$$ROA = \frac{\text{чистая прибыль}}{\text{общие активы}} - \text{(независимая переменная),}$$

$$Net\_Profit = \frac{\text{чистая прибыль}}{\text{общие доходы}} \text{ в \% (независимая переменная).}$$

При построении эконометрической модели исследования нашли отражение следующие гипотезы.

**Нулевая гипотеза ( $H_0$ ):** Цена акций акционерных обществ, показатель рентабельности капитала акционерных обществ (%), показатель рентабельности активов акционерных обществ (%) и доля чистой прибыли в общем доходе (%) имеют статистически значимую взаимосвязь.

**Альтернативная гипотеза ( $H_a$ ):** Цена акций акционерных обществ, показатель рентабельности капитала акционерных обществ (%), показатель рентабельности активов акционерных обществ (%) и доля чистой прибыли в общем доходе (%) не имеют статистически значимой взаимосвязи.

На следующем этапе исследования была разработана матрица корреляционной зависимости для каждой зависимой и независимой переменной.

**Таблица 5**

**Матрица корреляционной зависимости зависимых и независимых переменных<sup>18</sup>**

Variables	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
(1) Sh_Price	1.000				
(2) ROE	0.4526 (0.0836)	1.000			*
(3) ROA	- 0.4424 (0.0391)	0.3960 (0.0681)	1.000		***
(4) Net_profit	0.5297 (0.0065)	0.7273 (0.000)	0.2107 (0.3466)	1.000	***

Результаты, представленные в таблице 6, показали четкую, устойчивую и обратную корреляционную связь между зависимой переменной и факторами, влияющими на нее. Кроме того, корреляционная матрица, приведенная в таблице 1, позволила установить отсутствие проблемы мультиколлинеарности

<sup>18</sup> Разработано автором самостоятельно

между зависимой и независимыми переменными. На следующем этапе были оценены параметры эконометрических моделей, включая оценщика объединенных наименьших квадратов (POLSE), оценщика фиксированных эффектов (FEE) и оценщика случайных эффектов (REE). Кроме того, для оценки модели Pooled OLS estimator (POLSE) были проведены тесты Шапиро-Уилка и Дарбина-Уотсона.

При этом с помощью теста Хаусмана была проверена согласованность показателей модели для оценок Fixed Effects Estimator (FEE) и Random Effects Estimator (REE), а также проведена оценка показателя (VIF), указывающего на наличие мультиколлинеарности.

**Таблица 6**

**Показатели эконометрических моделей на основе панельных данных исследования<sup>19</sup>**

<i>Показатели модели</i>	<i>Модель 1</i>	<i>Модель 2</i>	<i>Модель 3</i>
	<i>Модель POLSE</i>	<i>Модель FEE</i>	<i>Модель REE</i>
<b>Sh_Price</b>	*	*	*
<b>ROE</b>	0.33*** (0.19)	0.35 (0.26)	0.33*** (0.19)
<b>ROA</b>	-0.72*** (0.12)	-0.79* (0.38)	-0.72*** (0.12)
<b>Net_profit</b>	0.65*** (0.18)	0.79* (0.42)	0.65*** (0.18)
<b>F test</b>	21.81 (0.0000)	340.74*** (0.0000)	
<b>R<sup>2</sup></b>	0.78	0.58	0.78
<b>Chi-square</b>			65.42 (0.0000)
<b>Adj R<sup>2</sup></b>	0.85		
<b>Durbin Watson</b>	1.71		
<b>ShapIPO-Wilk</b>	0.25		
<b>Breusch-Pagan</b>	0.48		
<b>Breusch-Godfrey LM</b>	0.51		
<b>Vif</b>	1.93		
<b>Hausman</b>			0.99

В таблице 4 результаты проверки гипотезы с использованием модели Pooled OLS подчеркивают ее статистическую значимость и прагматическую полезность в понимании связи между зависимой и независимыми переменными в модели.

Разработанная в рамках исследования модель Pooled OLS Estimator (POLSE) имеет следующий вид.

$$Sh\_Price = 0.33ROE - 0.72 ROA + 0.65Net\_profit + 0.65 \quad (1)$$

Согласно результатам модели Pooled OLS, увеличение рентабельности капитала акционерного общества (ROE) на 1% приведет к увеличению цены акций акционерного общества на 0,33%. Увеличение рентабельности активов акционерного общества (ROA) на 1% приведет к снижению цены акций акционерного общества на 0,72%. Кроме того, увеличение доли чистой

<sup>19</sup> Разработано автором самостоятельно

прибыли в общем доходе на 1% приведет к увеличению цены акций акционерного общества на 0,65%.

Модель оценки случайных эффектов (REE), разработанная для исследования, выглядела следующим образом:

$$Sh\_Price=0.33ROE -0.72ROA+0.65Net\_profit -7.005 \quad (2)$$

Согласно результатам модели оценщика случайных эффектов (REE), увеличение рентабельности собственного капитала (ROE) акционерных обществ на 1% приводит к увеличению стоимости акций акционерных обществ на 0,33%. Увеличение рентабельности активов (ROA) акционерных обществ на 1% приводит к снижению цены акций акционерных обществ на 0,72%. Также увеличение доли чистой прибыли акционерных обществ в общем доходе на 1% приводит к росту цены акций акционерных обществ на 0,65%.

Модель оценки фиксированных эффектов (FEE), разработанная для исследования, выглядит следующим образом:

$$Sh\_Price=0.35ROE -0.79ROA+0.73Net\_profit +6.872 \quad (3)$$

Согласно результатам модели фиксированных эффектов (FEE), увеличение рентабельности капитала акционерного общества (ROE) на 1% приведет к увеличению цены акций акционерного общества на 0,35%. Увеличение рентабельности активов акционерного общества (ROA) на 1% приведет к снижению цены акций акционерного общества на 0,79%. Кроме того, увеличение доли чистой прибыли в общем доходе на 1% приведет к увеличению цены акций акционерного общества на 0,73%.

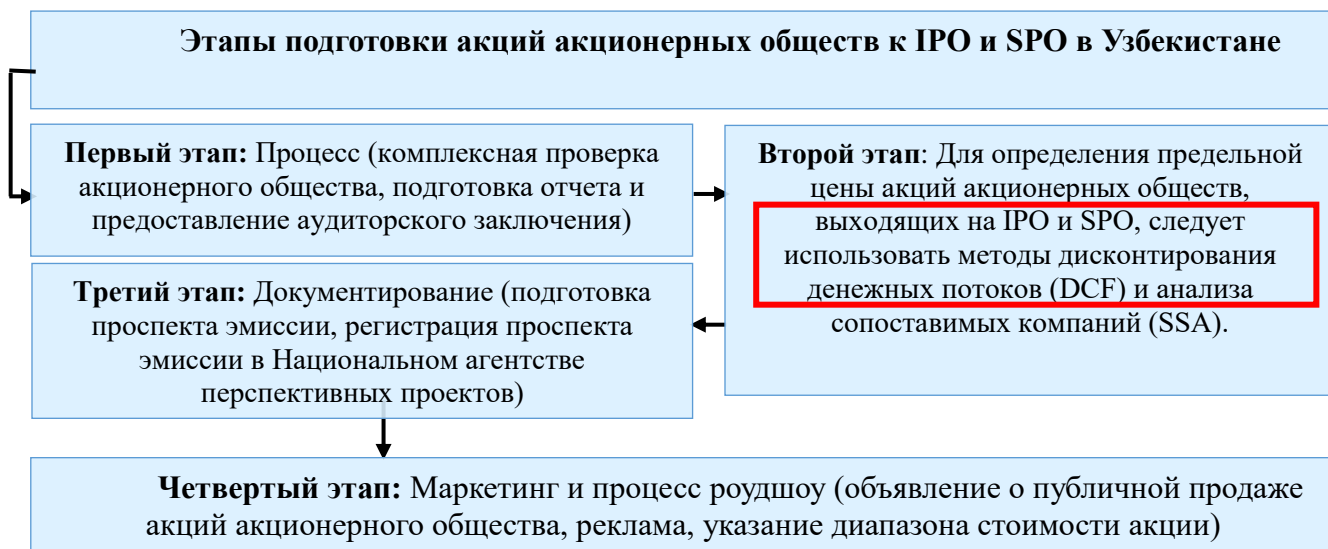
В третьей главе диссертации **“Перспективы развития ценных бумаг акционерных обществ на национальном фондовом рынке”** приведены пути устранения факторов, негативно влияющих на развитие ценных бумаг акционерных обществ на национальном фондовом рынке Узбекистана, а также перспективы развития фондового рынка через эффективную организацию обращения ценных бумаг акционерных обществ Узбекистана.

Эффективная организация практики публичного размещения акций должна также обеспечивать прозрачность акционерных обществ. В этом контексте основной целью является сокращение доли государства через проведение первичных или вторичных публичных размещений акций государственными акционерными обществами. Однако, несмотря на то, что акционерное общество «Кварц» предприняло шаги в этом направлении, в конечном итоге доля государства вновь составляет более 89%, что является спорным моментом. Поскольку публичное размещение акций должно сопровождаться переходом акционерного общества от закрытого типа к открытому. В случае с акционерным обществом «Кварц» первоначально доля государства уменьшилась, но впоследствии была вновь увеличена, что ограничивает независимость общества. Это создает определенные проблемы для обеспечения интересов частных инвесторов.

В целом, следует особо отметить, что для эффективной организации публичного размещения акций в целях развития рынка ценных бумаг также важно разрабатывать и реализовывать стратегии IPO с учетом вышеизложенного.

Фактически, инвестор, вкладывающий средства в ценные бумаги, может

получить долю или претендовать на будущую прибыль эмитента. С другой стороны, важно отметить, что именно из-за ценной бумаги эмитент несет обязательства перед инвестором по номинальной стоимости ценной бумаги и процентному доходу. В целом право на претензии по будущим доходам или активам эмитента зависит от типа ценных бумаг (долевые, долговые, производные).



**Рис.4. Этапы подготовки акций акционерных обществ к IPO и SPO в Узбекистане**<sup>20</sup>

Как видно из рисунка 1, на сегодняшний день в нашей стране присутствуют все стадии процесса подготовки акций акционерных обществ в форме IPO и SPO. Однако на втором этапе широко применяется использование коэффициентов-мультипликаторов для определения предельной начальной цены акций акционерных обществ в ходе IPO и SPO. Однако модель дисконтированных денежных потоков (DCF) редко используется для определения начального диапазона цен на акции. А в развитых странах модель дисконтированных денежных потоков (DCF) широко применяется для определения начальной предельной цены акций акционерных обществ в процессах IPO и SPO. До сих пор в нашей стране допускаются ошибки при определении начальной цены акций акционерных обществ с использованием повышающих коэффициентов при определении предельной начальной цены акций. Поэтому, в нашей стране при определении предельной начальной цены акций АО «Jizzaxplasmassa», размещаемых в форме IPO, андеррайтер с использованием повышающих коэффициентов указал, что цена акций составит от 3400 сумов до 30 541 сума. В результате мы видим, что IPO АО «Jizzaxplasmassa» было реализовано неудачно. В частности, в ходе IPO АО «Jizzaxplasmassa» мы видим, что на фондовом рынке размещено 34,8% акций акционерного общества. Также неудачным оказалось IPO АО «Uzavtomotors», на фондовом рынке было размещено 29,1% акций данного акционерного общества.

Таким образом, в процессе подготовки акций акционерных обществ

<sup>20</sup> Составлено на основе авторских разработок

нашей страны в форме IPO и SPO использование модели дисконтированных денежных потоков (DCF) для определения начальной стоимости акций позволяет определить рыночную и реальную стоимость акций. Кроме того, это дает возможность определить пределы цен для сбора заявок на покупку акций и согласовать цену размещения дополнительных акций с органом управления.



**Рис.5. Предложение о проведении электронных аукционных торгов акциями акционерных обществ на торговой площадке фондовой биржи “Ташкент”<sup>21</sup>**

Как мы видим, для размещения акций акционерных обществ на торговой площадке РФБ «Ташкент» через электронный аукцион, в процессе размещения акций через IPO и SPO используется механизм аукционной платформы для подачи заявки на покупку акций. В текущей практике заявки на покупку акций при размещении акций через IPO и SPO подаются через брокера. Это облегчает учет заявок на акции в процессе их размещения через IPO и SPO, а также обеспечивает прозрачность цен для инвесторов. В частности, на торговой площадке РФБ «Ташкент» размещение акций через IPO и SPO позволяет вести учет заявок и публиковать ежедневную информацию.

На сегодняшний день, согласно действующему законодательству, в нашей стране можно выпускать 13 типов ценных бумаг, включая акции через электронные аукционы на торговой площадке РФБ «Ташкент». В данном случае депозитные сертификаты характеризуются выпуском коммерческими банками. Следует отметить, что депозитарные расписки, инфраструктурные облигации, опционы и фьючерсы до сих пор не были выпущены в Узбекистане. В контексте темы исследования, следует отметить, что акции (простые и привилегированные), облигации (биржевые облигации и корпоративные облигации) в целом считаются облигациями, выпущенными корпоративными эмитентами.

На сегодняшний день привлечение капитала через акции имеет

<sup>21</sup> Составлено на основе авторских разработок

приоритетное значение на международных финансовых рынках. Это связано с возможностью прямого привлечения иностранных инвестиций через акции. В этой связи глобальные практики IPO выступают как средство достижения приоритетных целей эмитентов на международных финансовых рынках.

## ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В результате проведенных исследований по данной теме были сделаны следующие общие выводы:

1. Развитие рынка ценных бумаг приведет к появлению конкурирующих институтов на кредитном рынке. Это, в свою очередь, способствует возникновению здоровой конкуренции в финансировании экономики, а также постоянному развитию банковской системы и фондового рынка.

2. Открытое размещение эмиссии ценных бумаг требует от эмитента, помимо инвестиционной привлекательности, убедить инвесторов в четкости, перспективах и эффективности реализуемого проекта за счет привлеченных средств. В противном случае могут возникнуть случаи снижения инвестиционной привлекательности.

3. На практике, если корпоративные облигации получают аудиторское заключение и рейтинг, разрешение на выпуск в пределах уставного капитала может позволить привлечь кредиты в размере, значительно превышающем уставной капитал. Для обеспечения конкурентоспособности сегмента корпоративных облигаций на рынке долговых инструментов экономики необходимо смягчить условия выпуска облигаций.

4. Из-за сложных требований, связанных с трансформацией финансовой отчетности и информационной прозрачностью, преобразование обществ с ограниченной ответственностью в акционерные общества практически не наблюдается. В результате активность частных эмитентов на рынке корпоративных ценных бумаг остается на низком уровне. В перспективе для повышения активности частного сектора на фондовом рынке необходимо смягчить такие требования, как международные стандарты финансовой отчетности и публикация информации на трех языках.

5. Из-за ограниченной финансовой независимости акционерных обществ с высокой долей государственного участия в уставном капитале активность на рынке ценных бумаг остается относительно низкой. В результате возможности привлечения недорогого капитала через выпуск акций не используются в полной мере. Напротив, включение государственного участия через закрытое размещение также ограничивает принятие самостоятельных финансовых решений.

6. Низкая инвестиционная привлекательность акционерных обществ и сложность требований листинга фондовой биржи приводят к тому, что вторичный рынок ценных бумаг остается на относительно низком уровне. В этом контексте дивидендные выплаты через пассивный доход могут сыграть роль катализатора в развитии вторичного рынка ценных бумаг.

7. Развивая фондовый рынок через активное привлечение населения, ожидается рост рынка ценных бумаг, в то время как акционерные общества,

выходящие на массовое размещение акций, должны пройти длительную подготовку. С точки зрения инвестиционной привлекательности, тщательная подготовка гарантирует успех IPO.

8. С точки зрения успешного массового размещения акций коммерческих банков, увеличение инвестиционной привлекательности через внедрение регулярности дивидендов, стратегии и порядка гарантий повысит привлекательность и приведет к резкому увеличению доходности эмиссии в составе частного капитала в будущем.

9. Снижение комиссионных сборов в порядке увеличения объема сделок на сегментах рынка акций и облигаций фондовой биржи положительно повлияет на активность как институциональных, так и индивидуальных инвесторов на рынке.

10. Для эмитентов, не прошедших листинг на фондовой бирже, необходимо развивать внебиржевой рынок, который будет выполнять функцию подготовки к листингу. Ведь не все эмитенты могут сразу полностью выполнить требования листинга. Поэтому требования к внебиржевым торгам должны быть менее строгими по сравнению с требованиями листинга на фондовой бирже.

11. После сравнения модели оценщика случайных эффектов с моделью оценщика фиксированных эффектов, мы пришли к выводу, что модель оценщика случайных эффектов является предпочтительным выбором для нашего анализа. Это утверждение подтверждается Р-значением теста Хаусмана, равным 0,99, что подтверждает превосходство модели оценщика случайных эффектов над моделью оценщика фиксированных эффектов.

12. Результаты модели оценщика случайных эффектов (REE) показывают, что определённые финансовые показатели оказывают значительное влияние на цену акций акционерных обществ. Во-первых, увеличение рентабельности капитала акционерных обществ (ROE) на 1% связано с ростом цены их акций на 0,33%. Это означает, что инвесторы позитивно воспринимают более высокую доходность от собственного капитала, что ведёт к росту доверия и спроса на акции компании, а значит, и увеличивает их цену.

13. Напротив, увеличение рентабельности активов акционерных обществ (ROA) на 1% связано с падением цены их акций на 0,72%. Это говорит о том, что, несмотря на улучшение эффективности активов, в анализируемых акционерных обществах высокий уровень обязательств в структуре активов может объяснить это явление. Рынок может интерпретировать это как потенциальный риск, связанный с уменьшением рентабельности, что оказывает отрицательное влияние на стоимость акций.

14. Увеличение доли чистой прибыли в общей выручке акционерных обществ на 1% связано с ростом цены их акций на 0,65%. Это говорит о том, что инвесторы позитивно оценивают высокую маржу прибыли, поскольку это указывает на хорошую рентабельность и финансовое здоровье компании, что, в свою очередь, способствует росту цены акций.

**SCIENTIFIC COUNCIL DSC.03/10.12.2019.I.16.01 FOR THE AWARDING  
OF ACADEMIC DEGREES AT TASHKENT STATE UNIVERSITY OF  
ECONOMICS**

---

**TASHKENT STATE UNIVERSITY OF ECONOMICS**

**KHAMZAEV AZIZBEK NEMATOVICH**

**IMPROVING THE ACTIVITIES OF JOINT-STOCK COMPANIES IN THE  
STOCK MARKET ENHANCING**

**08.00.07 – Finance, money circulation and credit**

**ABSTRACT**  
**of dissertation of the Doctor of Philosophy (PhD) in economics**

**TASHKENT-2025**

**The topic of the dissertation for the Doctor of Philosophy (PhD) is registered with the Higher Attestation Commission under registration number №B2022.4.PhD/Iqt2594.**

The dissertation was completed at Tashkent State University of Economics.

The abstract of the dissertation, in three languages (Uzbek, Russian, and English), is available on the web page of the Scientific Council ([www.tsue.uz](http://www.tsue.uz)) and the information and educational portal "Ziyonet" ([www.ziyonet.uz](http://www.ziyonet.uz)).

<b>Scientific supervisor:</b>	<b>Karlibaeva Raya Khodjabaevna</b> Doctor of Economics, Professor
<b>Official opponents:</b>	<b>Tursunov Bobur Ortiqmirzaevich</b> Doctor of Economics, Professor <b>Alladustov Rustam Djonmurodovich</b> Doctor of Philosophy in Economics (PhD)
<b>Leading Organization:</b>	<b>Samarkand Institute of Economics and Service</b>

The defense of the dissertation will take place on “\_\_” \_\_\_\_\_ 2025 at \_\_\_\_\_ the meeting of the Scientific Council DSc.03/10.12.2019.I.16.01 for awarding academic degrees at the Tashkent State University of Economics. Address: 100063, Tashkent, Islam Karimov St., 49. Tel.: (71) 239-28-72, Fax: (71) 239-43-51, e-mail: [info@tdiu.uz](mailto:info@tdiu.uz).

The dissertation can be found at the Information Resource Center of the Tashkent State University of Economics (registration number \_\_\_\_). Address: 100063, Tashkent, Islam Karimov Street, 49. Tel.: (71) 239-28-72, Fax: (71) 239-43-51; e-mail: [info@tdiu.uz](mailto:info@tdiu.uz).

The dissertation abstract was sent on “\_\_” \_\_\_\_\_ 2025.

(registry protocol No. \_\_\_\_ dated “\_\_” \_\_\_\_\_ 2025).

**S.U. Mekhmonov**

Chairman of the Scientific Council  
for Awarding Academic Degrees, Doctor  
of Economics, Professor

**U.V. Gafurov**

Scientific Secretary of the  
Scientific Council for Awarding Academic  
Degrees, Doctor of Economics, Professor

**S.K. Khudoykulov**

Chairman of the Scientific Seminar  
at the Scientific Council for Awarding,  
Academic Degrees, Doctor of Economics,  
Professor

## INTRODUCTION (Abstract of the PhD dissertation)

**The purpose of the research** is the development of scientific proposals and practical recommendations aimed at improving the activities of joint-stock companies on the stock market.

**The object of the research** Republican Stock Exchange "Tashkent" and joint-stock companies.

**The subject of the research** is the socio-economic relations arising in the processes of improving the activities of joint-stock companies on the stock market.

**The scientific novelty of the study lies** in the following:

it is substantiated that during the initial public offering of shares of a commercial bank on the stock exchange, the definition by underwriters of the limits of the initial price of shares will allow determining the price limits for collecting applications for the purchase of shares and agreeing with the governing body on the price of placement of additional shares;

it is substantiated that holding electronic auction trades of shares of joint-stock companies through the trading platform of the Republican Stock Exchange "Tashkent" provides equal opportunities for all investment intermediaries and their clients by creating personal accounts, accepting applications in real time on a gratuitous basis, identifying investors, concluding relevant agreements with investment intermediaries and opening deposit accounts;

a proposal to simplify the process of issuing corporate bonds of joint-stock companies by abolishing the requirement for collateral for corporate bonds is substantiated;

forecast indicators of growth in the value of shares of joint-stock companies in Uzbekistan until 2030 are developed based on a regression econometric model with fixed effects.

**Implementation of the research results.** Based on the obtained scientific results on improving the activities of joint-stock companies on the stock market.

the proposal that, during the initial public offering of shares of a commercial bank on the stock exchange, the determination by underwriters of the limits of the initial price of shares will make it possible to determine the price limits for collecting applications for the purchase of shares and to agree with the governing body on the price of placing additional shares, has been applied in the activities of the joint-stock commercial bank Agrobank (Reference of the Joint-Stock Commercial Bank Agrobank No. 13-17-1352 dated November 9, 2024). The implementation of this scientific proposal allowed the joint-stock commercial bank Agrobank to determine the price limits for collecting applications for the purchase of shares and to agree on the price of placing additional shares with the governing body; the proposal that the conduct of electronic auction trading in shares of joint-stock companies through the trading platform of the Republican Stock Exchange "Tashkent" ensures equal opportunities for all investment intermediaries and their clients by creating personal accounts, accepting applications in real time free of charge, identifying investors, concluding relevant agreements with investment intermediaries and opening deposit accounts, has been applied in the activities of the

joint-stock commercial bank "Agrobank" (Certificate of JSCB "Agrobank" No. 13-17-1352 dated November 9, 2024). The implementation of this scientific proposal contributed to the creation of a personal account for all investment intermediaries and their clients, which made it possible to accept applications in real time free of charge, ensure the identification of investors, conclude relevant agreements with investment intermediaries and open deposit accounts, guaranteeing equal opportunities for all participants; the proposal to simplify the process of issuing corporate bonds of joint-stock companies by abolishing the requirement for collateral for corporate bonds has been applied in the activities of the joint-stock commercial bank Agrobank (Reference of JSCB Agrobank No. 13-17-1352 dated November 9, 2024). The implementation of this scientific proposal contributed to an increase in the volume of trading in bonds on the stock market and contributed to an increase in the activity of joint-stock companies in the stock market through the use of debt instruments;

forecast indicators of growth in the value of shares of joint-stock companies in Uzbekistan until 2030, developed on the basis of a regression econometric model with fixed effects, have been applied in the activities of the joint-stock commercial bank Agrobank (Reference of JSCB Agrobank No. 13-17-1352 dated November 9, 2024). The implementation of this scientific proposal made it possible to assess the dynamics of growth in the profitability of capital and assets of the joint-stock company, as well as the company's net profit.

**Structure and volume of the dissertation.** The dissertation consists of an introduction, three chapters, a conclusion, a list of references and appendices. The volume of the dissertation is 125 pages.

## **E'LON QILINGAN ISHLAR RO'YXATI LIST OF PUBLISHED WORKS**

### **I bo'lim (I chast; part I)**

1. Xamzayev A. Mamlakatimizda qimmatli qog'ozlar bozorining likvidligini oshirish yo'llari. Iqtisodiyot va ta'lim - Toshkent 2023-yil 4-son-B.178-182.
2. Xamzayev A. Mamlakatimiz tijorat banklarining qimmatli qog'ozlar bozoridagi investitsiya faoliyatini takomillashtirish. Iqtisodiyot va ta'lim - Toshkent 2022-yil 6-son-B.331-335.
3. Xamzayev A. Iqtisodiyotni transformatsiyalash jarayonida kapital bozorini rivojlantirish istiqbollari. Ilmiy-amaliy agroiqtisodiy jurnal / 3 (24) 2022-B.93-95.
4. Xamzayev A. Investitsiya faoliyatini moliyalashtirish manbalari va usullarini rivojlantirish yo'llari. "Iqtisodiyot va innovatsion texnologiyalar" ilmiy elektron jurnali. № 1, yanvar-fevral, 2021 yil-B.52-59.
5. Xamzayev A. Ways of Development of Stock Market in the Economy of Country. EUROPEAN JOURNAL OF LIFE SAFETY AND STABILITY (EJLSS) ISSN2660-9630 [www.ejlss.indexedresearch.org](http://www.ejlss.indexedresearch.org) Volume 22, October-2022.
6. Xamzayev A. Assessment of efficiency of labor of personnel in industrial enterprises. International Journal of Advance and Innovative Research Volume 6, Issue 1 (I): January - March, 2019.
7. Xamzayev A. Совершенствования корпоративного управления в Узбекистане. Тенденции и перспективы инновационного развития в условиях цифровой экономики, Екатеринбург 14 январ 2021 г. 225-228 ст.
8. Aksiyadorlik jamiyatlarida qimmatli qog'ozlar muomalasining nazariy va tashkiliy jihatlari. Sanoat iqtisodiyotiva menejmenti:muammo va yechimlar. Xalqaro on-layn ilmiy-amaliy anjuman maqolalar va tezislari to'plami 2021 yil -B.592-595.
9. Xamzayev A. Aktsiyadorlik jamiyatlarini kapital bozoridagi samaradorligini oshirish yo'llari. "Milliy korporativ boshqaruv tizimini xalqaro standartlar va zamonaviy ilg'or amaliyot asosida innovatsion rivojlantirish istiqbollari" mavzusidagi xalqaro ilmiy-amaliy anjuman tezislari to'plami. – T.: TDIU, 2023. – B.320-327.
10. Xamzayev A. Milliy iqtisodiyotimizda qimmatli qog'ozlar bozorini rivojlantirish istiqbollari. Iqtisodiyot va ta'lim - Toshkent 2021-yil 6-son-B.287-293.

### **II bo'lim (II chast; part II)**

11. Xamzayev A. Mamlakatimiz iqtisodiyotida qimmatli qog'ozlar bozorini rivojlantirish yo'llari. "Korporativ boshqaruv tamoyillarini joriy etishning ilg'or xorij tajribasi va uni O'zbekistonda qo'llash istiqbollari". Xalqaro ilmiy-amaliy anjumanimaqolalar to'plami (2021-yil 25-noyabr). – B.232-239.
12. Khamzaev A. Improving the infrastructure of the stock market in the context of economic modernization. E3S Web of Conferences 401, 03054 (2023) <https://doi.org/10.1051/e3sconf/202340103054>.
13. Khamzaev A. Strategic Financial Management and Econometric Analysis: Enhancing the Effectiveness of Public Companies in Stock Markets. E3S Web of Conferences 283-295, December (2024)



№ 10-3279

Bosishga ruxsat etildi: 04.02.2025.  
Bichimi: 60x84 <sup>1/16</sup> «Times New Roman»  
garniturada raqamli bosma usulda bosildi.  
Shartli bosma tabog‘i 3,25. Adadi 100. Buyurtma: № 21  
Tel: (99) 832 99 79; (77) 300 99 09  
Guvohnoma reestr № 10-3279  
“IMPRESS MEDIA” MChJ bosmaxonasida chop etildi.  
Manzil: Toshkent sh., Yakkasaroy tumani, Qushbegi ko‘chasi, 6-uy