

**TASHKENT INTERNATIONAL UNIVERSITY  
HUZURIDAGI ILMIY DARAJA BERUVCHI  
DSc. 22/29.12.2023.I.175.01 RAQAMLI KENGASH**

---

**KADIROVA UMIDA ERGASHEVNA**

**DAVLAT ULUSHI MAVJUD AKSIYADORLIK JAMIYATLARIDA  
XALQCHIL IPO JARAYONINI AMALGA OSHIRISHNI  
TAKOMILLASHTIRISH**

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

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

**Toshkent shahri– 2025**

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

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

**Content of dissertation abstract of doctor of philosophy (PhD) on  
economical sciences**

**Kadirova Umida Ergashevna**

Davlat ulushi mavjud aksiyadorlik jamiyatlarida xalqchil IPO jarayonini amalga oshirishni takomillashtirish ..... 3

**Кадирова Умида Эргашевна**

Совершенствование реализации процесса публичного IPO в акционерных обществах с государственной долей участия ..... 29

**Kadirova Umida Ergashevna**

Improving the implementation of the public IPO process in state-owned joint stock companies..... 55

**E'lon qilingan ishlar ro'uxati**

Список опубликованных работ  
List of published works ..... 61

**TASHKENT INTERNATIONAL UNIVERSITY  
HUZURIDAGI ILMIY DARAJA BERUVCHI  
DSc. 22/29.12.2023.I.175.01 RAQAMLI KENGASH**

---

**KADIROVA UMIDA ERGASHEVNA**

**DAVLAT ULUSHI MAVJUD AKSIYADORLIK JAMIYATLARIDA  
XALQCHIL IPO JARAYONINI AMALGA OSHIRISHNI  
TAKOMILLASHTIRISH**

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

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

**Toshkent shahri– 2025**

Iqtisodiyot fanlari bo'yicha falsafa doktori (PhD) dissertatsiyasi mavzusi O'zbekiston Respublikasi Oliy ta'lim, fan va innovatsiyalar vazirligi huzuridagi Oliy attestatsiya komissiyasi tomonidan B2024.1.PhD/Iqt3754 raqam bilan ro'yxatga olingan.

Dissertatsiya ishi Toshkent davlat iqtisodiyot universitetida bajarilgan.  
Dissertatsiya avtoreferati uch tilda (o'zbek, rus, ingliz (rezyume)) Ilmiy kengash veb-sahifasi (www.tiu.uz) va "ZiyoNet" Axborot-ta'lim portali (www.ziynet.uz)ga joylashtirilgan.

**Ilmiy rahbar:** Raxmonov Dilshodjon Alidjonovich  
Iqtisodiyot fanlari doktori, professor

**Rasmiy opponentlar:** Abduraxmonov Ilyos Xurshidovich  
Iqtisodiyot fanlari doktori, dotsent

Almardonov Muxammadi Ibragimovich  
Iqtisodiyot fanlari doktori, professor

**Yetakchi tashkilot:** G.I.Plexanov nomidagi Rossiya Iqtisodiyot universiteti Toshkent shahridagi filiali

Dissertatsiya himoyasi Tashkent International University huzuridagi ilmiy darajalar beruvchi DSc. 22/29.12.2023.I.175.01 raqamli Ilmiy kengashning 2025 yil "09" 08 soat 12<sup>00</sup> dagi majlisida bo'lib o'tadi. Manzil: 100114, Toshkent shahri, Kichik xalqa yo'li ko'chasi, 7-uy..  
Tel: +998 95 131-55-55; e-mail: info@tiu.uz

Dissertatsiya bilan Tashkent International Universityning Axborot-resurs markazida tanishish mumkin (81 raqami bilan ro'yxatga olingan). Manzil: 100114, Toshkent shahri, Kichik xalqa yo'li ko'chasi, 7-uy. Tel: +998 95 131-55-55; e-mail: info@tiu.uz

Dissertatsiya avtoreferati 2025-yil "25" 07 kuni tarqatildi.

(2025-yil «17» 05 dagi 30 raqamli reestr bayonnomasi).



**N.X. Jumayev**  
Ilmiy darajalar beruvchi Ilmiy kengash raisi, iqtisodiyot fanlari doktori, professor

**A.T. Absalamov**  
Ilmiy darajalar beruvchi Ilmiy kengash ilmiy kotibi, iqtisodiyot fanlari doktori, dotsent

**A.R. Norov**  
Ilmiy darajalar beruvchi Ilmiy kengash qoshidagi ilmiy seminar raisi o'rinbosari, iqtisodiyot fanlari doktori, professor

## **KIRISH (falsafa doktori (PhD) dissertasiyasi annotasiyasi)**

**Dissertasiya mavzusining dolzarbligi va zarurati.** Jahonda globallashtirish sharoitida davlat ulushi mavjud aksiyadorlik jamiyatlari o'z faoliyatlarini moliyalashtirish, ishlab chiqarish quvvatlarini kengaytirish, yangi bozorlarga chiqish va raqobatbardoshlik darajasini oshirish maqsadida moliyaviy resurslarni jalb etishda haqiqiy IPO amaliyoti keng tarqalgan moliyalashtirish mexanizmlaridan biri hisoblanadi. Xususan, IPO va SPO orqali jalb qilingan kapital kompaniyaning iqtisodiy barqarorligini mustahkamlash bilan bir qatorda, uning korporativ boshqaruv tizimini takomillashtirish, korporativ madaniyatini rivojlantirish va xalqaro moliya bozorlariga chiqish imkoniyatlarini kengaytiradi. Ayniqsa, Hindiston, AQSh va Yevropa bozorlarida aksiyadorlik jamiyatlari IPO o'tkazish bo'yicha faollik namoyon etmoqda. Xususan, Hindistonda 2024-yilda 327 ta IPO o'tkazilib, 19,9 milliard dollar miqdorida mablag' jalb qilindi<sup>1</sup>. Bu esa, o'z navbatida, IPOning kompaniya rivojlanishi va o'z oldiga qo'ygan maqsadlariga erishish uchun qo'shimcha investitsiyalarni jalb qilish manbai sifatida qanchalik muhim ahamiyat kasb etayotganligini ko'rsatadi.

Jahonda aksiyalarni ommaviy joylashtirish amaliyotini takomillashtirish bo'yicha keng ko'lamli ilmiy tadqiqotlar amalga oshirilmoqda. Ushbu tadqiqotlarda ommaviy joylashtirish amaliyotining iqtisodiyotdagi o'rni, uning turlari va mohiyati, shuningdek, korporativ tuzilmalar tomonidan bu amaliyotni tashkil etishning ahamiyati va zaruriyati kabi masalalar qamrab olingan. Biroq mavjud tadqiqotlarda aksiyalarni ommaviy joylashtirish amaliyotini samarali tashkil etish bilan bog'liq muammolar va qonuniyatlar, xususiylashtirish jarayonida aksiyalarni ommaviy joylashtirish imkoniyatlari, ommaviy joylashtirishdan so'ng investorlar bilan munosabatlar tizimini samarali shakllantirish masalalari, shuningdek, ommaviy joylashtirish jarayonida savdo tashkilotchilari faoliyatining o'ziga xos xususiyatlari yetarli darajada chuqur o'rganilmagan. Shu sababli, ushbu yo'nalishda olib boriladigan ilmiy tadqiqotlar bugungi kunda yuqori dolzarblik kasb etmoqda.

Hozirgi kunda O'zbekistonda qimmatli qog'ozlar bozorini rivojlantirish borasida keng qamrovli ishlar amalga oshirilmoqda. Jumladan, so'nggi yillarda mamlakatda qimmatli qog'ozlar bozorini rivojlantirish uchun institutsional asoslar yaratildi. Shu bilan birga, moliya bozorini rivojlantirish bo'yicha mustaqil davlat organining mavjud emasligi, fond bozori faoliyatining samarali yo'lga qo'yilmaganligi, xususan, fond bozori aktivlarini baholash mexanizmining takomillashmaganligi kabi muammolar sohadagi mavjud imkoniyatlardan to'liq foydalanishga to'sqinlik qilmoqda. Shu sababli, 2022–2026 yillarga mo'ljallangan Yangi O'zbekistonning taraqqiyot strategiyasida "Iqtisodiyotda moliyaviy resurslarni ko'paytirish maqsadida kelgusi besh yilda fond bozori aylanmasini 200 million AQSh dollaridan 7 milliard AQSh dollariga yetkazish"<sup>2</sup> vazifasi alohida belgilab berilgan.

---

<sup>1</sup> <https://www.visualcapitalist.com/visualizing-global-ipos-in-2024-by-country/?weekend-reading-link-210225/>

<sup>2</sup> O'zbekiston Respublikasi Prezidentining "2022 — 2026 yillarga mo'ljallangan Yangi O'zbekistonning taraqqiyot strategiyasi to'g'risida" gi farmoni. PF-60-son, 2022 yil 28 yanvar.

O‘zbekiston Respublikasi Prezidentining 2017-yil 17-yanvardagi PF-4933-son “Tadbirkorlik maqsadlarida foydalanish uchun davlat mulki ob’ektlarini sotishni jadallashtirish va uning tartib-taomillarini yanada soddalashtirish chora-tadbirlari to‘g‘risida”, 2017-yil 7-fevraldagi PF-4947-son “O‘zbekiston Respublikasini yanada rivojlantirish bo‘yicha Harakatlar strategiyasi to‘g‘risida”, 2020-yil 8-yanvardagi PF-5927-son “Iqtisodiyotda davlat ishtirokini qisqartirish va xususiy sektor rolini kuchaytirish bo‘yicha qo‘shimcha chora-tadbirlar to‘g‘risida”, 2021-yil 13-apreldagi PF-6207-son “Kapital bozorini yanada rivojlantirish chora-tadbirlari to‘g‘risida”, 2022-yil 25-avgustdagi PF-186-son “Strategik davlat aktivlarini xususiylashtirishni jadallashtirish va davlat ishtirokini qisqartirish bo‘yicha qo‘shimcha chora-tadbirlar to‘g‘risida”, 2022-yil 14-dekabrda PF-256-son “Davlat ishtirokidagi korxonalarni isloh qilish va ularning faoliyati samaradorligini oshirish bo‘yicha qo‘shimcha chora-tadbirlar to‘g‘risida”gi farmonlari, shuningdek, O‘zbekiston Respublikasi Vazirlar Mahkamasining 2017-yil 10-maydagi 268-son “Fond birjasida aksiyalarni ommaviy taklifini o‘tkazishni tashkil etish to‘g‘risida”, 2021-yil 13-apreldagi PQ-5052-son “Kapital bozorini yanada rivojlantirish va investitsiya muhitini yaxshilash chora-tadbirlari to‘g‘risida”, 2022-yil 25-avgustdagi PQ-3666-son “Davlat aktivlarini samarali boshqarish va ularni xususiylashtirishning yangi bosqichi bo‘yicha chora-tadbirlar to‘g‘risida”, 2023-yil 24-martdagi PQ-102-son “Iqtisodiyotda davlat ishtirokini qisqartirishning qo‘shimcha chora-tadbirlari to‘g‘risida” hamda 2024-yil 5-yanvardagi PQ-2-son “Kapital bozorini liberallashtirish va IPO jarayonlarini jadallashtirish chora-tadbirlari to‘g‘risida”gi qarorlari va sohaga oid boshqa me‘yoriy-huquqiy hujjatlarda belgilangan vazifalarni amalga oshirishda ushbu dissertatsiya tadqiqoti muayyan darajada xizmat qiladi.

**Tadqiqotning respublika fan va texnologiyalari rivojlanishi ustuvor yo‘nalishlariga mosligi.** Mazkur dissertatsiya respublika fan va texnologiyalari rivojlanishining “Demokratik va huquqiy jamiyatni ma‘naviy-ahloqiy va madaniy rivojlantirish, innovatsion iqtisodiyotni shakllantirish» ustuvor yo‘nalishiga muvofiq bajarilgan.

**Muammoning o‘rganilganlik darajasi.** Tadqiqot ishi iqtisodiy nazariyaning zamonaviy yutuqlariga, shuningdek, qimmatli qog‘ozlar bozori va birja ishining umumiy nazariyasiga hamda bu sohada xoriijiy tajribaga asoslanadi. Xususan, qimmatli qog‘ozlar bozorining muammolarini o‘rganishda tadqiqot o‘tkazgan uzoq xoriij olimlaridan R.Ibbotson, R.Levin, A.Demirj-Kant, R.Geddes, K.Rok, A. de la Torre, Dj.Ritter, I.Velch, Dj.Brau, S.Fyuset, T.Chemmanur, D.Bredley va boshqalarni keltirish mumkin<sup>3</sup>.

---

<sup>3</sup> Ibbotson R. Price performance of common stock new issues. (1975) Journal of Financial Economics, 2 (3), pp. 235-272.; Ritter, J. R., and I.Welch, 2002, A review of IPO activity, pricing, and allocations, Journal of Finance 57, 1795-1828.; Welch, I., 1991, An empirical analysis of models of contract choice in initial public offerings, Journal of Financial and Quantitative Analysis 26, 497-518.; Geddes R. IPO and subsequent stock offering. (2008) Olympus Business; James C. Brau, Stanley E. Fawcett. Initial Public Offerings: An Analysis of Theory and Practice. (2006) The Journal of Finance; Chemmanur, T. J., and P. Fulghieri, 1999, A theory of the going-public decision, Review of Financial Studies 12, 249-279.; Bradley, D., J. W. Cooney, B. Jordan, and A. K. Singh, 2004, Negotiation and the IPO offer price: A comparison of integer vs. non-integer IPOs, Journal of Financial and Quantitative Analysis 39, 517-540.; James Brau, Bill Fransis, Ninon Kohers. The Choice of IPO versus Take-over: Empirical Evidence. / Brau // The Journal of Business, vol. 76, issue 4, 583-612 – 2003 – 15 p.

Ya.Mirkin, B.Rubsov, N.Berzon, V.Galanov, B.Alexin, A.Anikin kabi yaqin xorij olimlari tomonidan qimmatli qog‘ozlar bozorini to‘liq va batafsil o‘rganishga bag‘ishlangan ilmiy-tadqiqot ishlari olib borilgan<sup>4</sup>.

O‘zbekistonda ham qimmatli qog‘ozlar bozori, uning rivojlanishi va bugungi kundagi faoliyati yuzasidan bir qancha ilmiy-tadqiqot ishlari olib borilgan. Xususan, respublika fond bozorining rivojlanish muammolari I.Butikov, N.Karimov, Sh.Shoha‘zamiy, M.Xamidullin, U.Aliev, V.Kotov, F.Muxamedov, S.Elmirzaev, X.Xudoyqulov, J.Karimqulov, U.Xalikov, A.Aliqulov, N.Abdullaeva, A.Xo‘jamurodov, Sh.Saydullaev va boshqalarning ilmiy-tadqiqot ishlarida o‘z aksini topgan<sup>5</sup>.

**Tadqiqotning dissertatsiya bajarilgan oliy ta‘lim muassasasining ilmiy-tadqiqot ishlari rejalari bilan bog‘liqligi.** Mazkur tadqiqot ishi Toshkent davlat iqtisodiyot universiteti ilmiy-tadqiqot ishlari rejasiga muvofiq ilmiy loyihalar doirasida tayyorlangan.

**Tadqiqotning maqsadi** davlat ulushi mavjud aksiyadorlik jamiyatlarida xalqchil IPO jarayonini amalga oshirishni takomillashtirishga qaratilgan ilmiy taklif va amaliy tavsiyalar ishlab chiqishdan iborat.

#### **Tadqiqot vazifalari:**

Davlat ulushi mavjud aksiyadorlik jamiyatlarida xalqchil IPO jarayonini amalga oshirishning nazariy asoslarini tadqiq qilish;

xalqchil IPO jarayonini amalga oshirishda aksiyalar qiymati va daromadlilikini baholashning o‘ziga xos jihatlarini o‘rganish;

davlat ulushi mavjud aksiyadorlik jamiyatlari aksiyalarini ommaviy joylashtirishning tashkiliy-iqtisodiy mexanizmini asoslash;

O‘zbekistonda qimmatli qog‘ozlar savdosini IPO shaklida tashkil etishning amaldagi holatini tahlil qilish;

---

<sup>4</sup> Я.Миркин. Рынок ценных бумаг. Учебное пособие. 2002. – 87 с.; Рубцов Б.Б., Напольнов А.В. Мировой и российский рынки IPO: анализ тенденций и перспектив развития // Эффективное антикризисное управление. 2011. № 5. С. 60-69.; Шевченко Д.А., Хомяков Д.П. Проблемы IPO на рынке ценных бумаг материкового Китая // Финансы и кредит. 2015. № 32. С. 39-47.; Корень А.В. Международные биржевые фонды как основа диверсификации инвестиционного портфеля // В мире научных открытий. – 2010. – № 4-9. – С. 53-55.; Ковалев, М. Первичное публичное размещение акций: перспективы / М. Ковалев // Вестник ассоциации белорусских банков. – 2018 – 5 с.

<sup>5</sup> Бутиков И. Рынок ценных бумаг. Учебник. – Т.: Консаудитинформ, 2001. - 496 б.; Karimov, N., & Saydullaev, S. (2019). Prospects for the development of the stock market: The first IPO and SPO analysis conducted by the companies of Uzbekistan. Journal of Advanced Research in Dynamical and Control Systems, 11(7), 938-950.; Шохаззамий Ш.Ш. Биржевая деятельность. Учебник. - Т.: Pm Ziyu, 2006. - 288 с.; 49.; Хамидулин М.Б. Развитие финансового механизма корпоративного управления. – Т.: Молия, 2008. - 204 с.; Алиев У.М. Пути совершенствования функционирования инфраструктуры рынка ценных бумаг: Автореферат дисс... к.э.н. – Ташкент, 2008. - 19 с.; Котов В.А. Организация рынка ценных бумаг. – Т.: Молия, 2007. – 23с.; Muxamedov F.T. O‘zbekistonda qimmatli qog‘ozlar bozori savdo tizimlarini rivojlantirish yo‘nalishlari. Iqt. fan. dokt. (DSc) diss. avtoref. – Toshkent, 2019. – 60 б.; Элмирзаев С.Э. и др. Финансовый рынок. Учебник. – Тошкент.: “IQTISOD-MOLIYA”, 2019/ - 400 с; Xudoyqulov X.X. Fond bozori aktivlarini baholash mexanizmini takomillashtirish: Iqt. fan. bo‘yicha fals. dokt. (PhD) diss. avtoref. – Toshkent, 2018. - 24 б.; Karimqulov J.I. O‘zbekiston iqtisodiyotida qimmatli qog‘ozlar bozori rolini oshirish yo‘llari: I.f.n. ...diss. avtoref. – Toshkent, 2012. - 22 б.; Xalikov U.R. O‘zbekistonda fond bozori orqali investitsion faoliyatni moliyalashtirishni takomillashtirish: Iqt. fan. bo‘yicha fals. dokt. (PhD) diss. avtoref. – Toshkent, 2017. - 24 б.; Aliqulov A.T. O‘zbekistonda fond bozori orqali kapital oqimini oshirish: Iqt. fan. bo‘yicha fals. dokt. (PhD) diss. avtoref. – Toshkent, 2021. - 54 б.; Abdullaeva N.A. Fond bozorida aksiyalarni birlamchi ommaviy joylashtirish (IPO) da sug‘urta instrumentlarini qo‘llash yo‘llari. Iqtisodiyotva ta‘lim / 2020, №1.; A.Xo‘jamurodov. Iqtisodiyotni modernizatsiyalash sharoitida fand bozori infratuzilmasini takomillashtirish. Iqt. fan. bo‘yicha fals. dokt. (PhD) diss. Avtoref.

aksiyalari birlamchi (IPO) va ikkilamchi (SPO) ommaviy taklifi orqali joylashtirilgan aksiyadorlik jamiyatlari amaliyoti tahlilini yoritib berish;

aksiyadorlik jamiyatlarining aksiyalarini bozor bahosini o'sishiga ta'sir qiladigan omillarini ekonometrik tahlil qilish;

O'zbekistonda aksiyalarni ommaviy joylashtirish amaliyotini takomillashtirishda xorijiy davlatlar tajribasidan foydalanish istiqbollari belgilash;

davlat ulushi mavjud aksiyadorlik jamiyatlarida xalqchil IPO jarayonini amalga oshirishni takomillashtirish bo'yicha takliflar va tavsiyalar ishlab chiqish.

**Tadqiqot ob'ektlari** sifatida xalqchil IPO jarayonini amalga oshirilgan aksiyadorlik jamiyatlari tanlangan.

**Tadqiqot predmetini** Davlat ulushi mavjud aksiyadorlik jamiyatlarida xalqchil IPO jarayonida yuzaga keladigan iqtisodiy munosabatlar tashkil etadi.

**Tadqiqot usullari.** Dissertatsiya oldiga qo'yilgan vazifalarni hal etishda ijtimoiy-iqtisodiy hodisalarning tizimli tahlili, iqtisodiy-statistik tahlil, kuzatish, korrelyatsion-regressiya ekonometrik tahlili va taqqoslash usullaridan foydalanilgan.

**Tadqiqotning ilmiy yangiligi** quyidagilardan iborat:

xalqchil IPOda o'tkazilayotgan aksiyadorlik jamiyatlari aksiyalarining ommaviy takliflarini amalga oshirishda O'zbekiston Respublikasi norezidentlari va rezidentlari uchun depo hisob varaqlarni va buyurtma berishni onlayn masofadan turib amalga oshirish tartibini joriy qilish taklifi asoslangan;

davlat ulushi mavjud aksiyadorlik jamiyatlarini aksiyalarini xalqchil IPO jarayonini amalga oshirishda institutsional investorlar uchun sotib olinadigan aksiyalar bo'yicha 0,05 foiz cheklovlarni belgilamaslik taklifi ishlab chiqilgan;

davlat ishtirokidagi yirik korxonalar aksiyalarining ikkilamchi (SPO) ommaviy joylashtirishni amalga oshirishda anderrayter, investitsiya vositachilari va boshqa konsultantlar tomonidan aksiyalarning dastlabki narx chegaralarini chegirmaviy pul oqimlari usuli yordamida aniqlash taklifi asoslangan;

davlat qimmatli qog'ozlar bozorining investitsiyaviy jozibadorligini oshirish va xalqaro kapital oqimini rag'batlantirish maqsadida xorijiy investorlar uchun masofadan turib ro'yxatdan o'tish va investitsion hisobvaraqa ochish tartibini soddalashtirish mexanizmlarini joriy etish taklif etilgan.

**Tadqiqotning amaliy natijalari** quyidagilardan iborat:

davlat ulushi mavjud aksiyadorlik jamiyatlarida xalqchil IPO jarayonini amalga oshirish mohiyati ochib berilgan;

xalqchil IPO jarayonini amalga oshirishda aksiyalar qiymati va daromadlilikini baholash asoslab berilgan;

xalqchil IPOda o'tkazilayotgan aksiyadorlik jamiyatlari aksiyalarining ommaviy takliflarini amalga oshirishda depo hisob varaqlarni ochish amaliyoti ishlab chiqilgan;

xalqchil IPOni amalga oshirishda institutsional investorlar uchun sotib olinadigan aksiyalari bo'yicha cheklovlarni belgilash amaliyoti ishlab chiqilgan;

xalqchil IPOni amalga oshirishda anderrayter, investitsiya vositachilari va boshqa konsultantlarni orqali aksiyani qiymatini chegarasini belgilash bo'yicha aniq takliflar ishlab chiqilgan;

xalqchil IPO ni amalga oshirishda aksiyadorlik jamiyatlarining aksiyalarini bozor bahosini o‘sishi bo‘yicha istiqbollari asoslab berilgan.

**Tadqiqot natijalarining ishonchliligi.** Dissertatsiya tadqiqotida olingan ilmiy natijalarning ishonchliligi ishda qo‘llanilgan uslubiy yondashuv va ushbu usullarning maqsadga muvofiqligi, axborot bazasining rasmiy manbalardan, xususan xalqchil IPO jarayonini amalga oshirgan aksiyadorlik jamiyatlari rasmiy ma‘lumotlaridan olinganligi, shuningdek, xulosa, taklif va tavsiyalarining amalda sinovdan o‘tkazilganligi hamda aksiyalarni birlamchi ommaviy joylashtirish faoliyatini rivojlantirish bo‘yicha olingan natijalarning tegishli tashkilotlar tomonidan ma‘qullanganligi bilan izohlanadi.

**Tadqiqot natijalarining ilmiy va amaliy ahamiyati.** Tadqiqot natijalarining ilmiy ahamiyati tadqiqot natijalari, xulosalari va tavsiyalaridan qimmatli qog‘ozlar bozorida aksiyalarni birlamchi ommaviy joylashtirish mexanizmlari haqidagi nazariy va amaliy bilimlar doirasini kengaytirish, qimmatli qog‘ozlar bozorida aksiyalarni birlamchi ommaviy joylashtirishning konseptual jihatlarini chuqur o‘rganishga bag‘ishlangan maxsus ilmiy ishlarda manba sifatida foydalanish mumkinligi bilan belgilanadi.

Ilmiy ishning amaliy ahamiyati tadqiqot amaliy natijalari, xulosalari va tavsiyalaridan kelgusida o‘tkazilishi belgilangan va rejalashtirilgan IPO larni yanada muvaffaqiyatli bo‘lishi uchun qarorlar qabul qilish va amaliy chora-tadbirlarni belgilashda, tadqiqot g‘oyalari va materiallaridan oliy ta‘lim muassasalarida o‘quv dasturlarini takomillashtirish, darsliklar, o‘quv-metodik qo‘llanmalar tayyorlash, shuningdek, “Moliya”, “Moliya bozorlari, institutlari va instrumentlar”, “Korporativ moliya” kabi fanlarni o‘qitishda foydalanish mumkinligi bilan belgilanadi.

**Tadqiqot natijalarining joriy qilinishi.** Davlat ulushidagi aksiyadorlik jamiyatlarida xalqchil IPO jarayonini amalga oshirishni takomillashtirish bo‘yicha olingan ilmiy natijalar asosida:

xalqchil IPO da o‘tkazilayotgan aksiyadorlik jamiyatlari aksiyalarining ommaviy takliflarini amalga oshirishda O‘zbekiston Respublikasi norezidentlari va rezidentlari uchun depo hisob varaqlarni va buyurtma berishni onlayn masofadan turib amalga oshirish tartibini joriy qilish taklifi 2025-yil 12-fevraldagi “O‘zbekiston Respublikasining ayrim qonun hujjatlariga o‘zgartirish va qo‘shimchalar kiritish to‘g‘risida”gi O‘RQ-1028-son Qonunning 1-moddasi 5-bandini shakllantirishda foydalanilgan (O‘zbekiston Respublikasi Oliy Majlisi Qonunchilik palatasi huzuridagi Parlament tadqiqotlari institutining 2025-yil 7-maydagi №3/dn-95-sonli ma‘lumotnomasi). Natijada, ikkilamchi qimmatli qog‘ozlar bozorida investorlar ishtirokini ortishiga, hamda ikkilamchi qimmatli qog‘ozlar savdosi bilan bog‘liq jarayonni tezlashtirishga va savdo hajmini ortishiga olib kelgan;

davlat ulushi mavjud aksiyadorlik jamiyatlarini aksiyalarini xalqchil IPO jarayonini amalga oshirishda institutsional investorlar uchun sotib olinadigan aksiyalar bo‘yicha 0,05 foiz cheklovlarni belgilamaslik taklifi 2024-yil 14-fevraldagi “Davlat mulkini xususiylashtirish to‘g‘risida” O‘RQ-907-son Qonunning 32-moddasini shakllantirishda foydalanilgan (O‘zbekiston Respublikasi Oliy Majlisi Qonunchilik palatasi huzuridagi Parlament tadqiqotlari institutining 2025-yil 7-maydagi №3/dn-95-sonli ma‘lumotnomasi). Natijada, qimmatli qog‘ozlar

bozoridagi savdoda institutsional investorlarning salmog‘i oshishiga, hamda qimmatli qog‘ozlar bozorini rivojlantirish zaruriyatiga imkoniyat yaratgan holda qimmatli qog‘ozlar infratuzilmasining rivojlanishiga turtki bo‘lgan;

davlat ishtirokidagi yirik korxonalar aksiyalarining ikkilamchi (SPO) ommaviy joylashtirishni amalga oshirishda andarrayter, investitsiya vositachilari va boshqa konsultantlar tomonidan aksiyalarning dastlabki narx chegaralarini chegirmaviy pul oqimlari usuli yordamida aniqlash taklifi 2024-yil 14-fevraldagi “Davlat mulkini xususiylashtirish to‘g‘risida” O‘RQ-907-son Qonunning 21-moddasini shakllantirishda foydalanilgan (O‘zbekiston Respublikasi Oliy Majlisi Qonunchilik palatasi huzuridagi Parlament tadqiqotlari institutining 2025-yil 7-maydagi №3/dn-95-sonli ma‘lumotnomasi). Natijada, qimmatli qog‘ozlar bozoridagi aksiyalar paketining hajmi ortishiga, hamda aksiyalarni savdoga chiqarish muddatini belgilash va aksiyaning nominal va baho qiymatiga bog‘liq bo‘lmagan narx chegaralarini belgilash imkoniyatini bergan;

davlat qimmatli qog‘ozlar bozorining investitsiyaviy jozibadorligini oshirish va xalqaro kapital oqimini rag‘batlantirish maqsadida xorijiy investorlar uchun masofadan turib ro‘yxatdan o‘tish va investitsion hisobvaraqa ochish tartibini soddalashtirish mexanizmlarini joriy etish taklifi 2025-yil 7-fevraldagi “Korporativ munosabatlarning huquqiy asoslari yanada takomillashtirilishi munosabati bilan O‘zbekiston Respublikasining ayrim qonun hujjatlariga o‘zgartirish va qo‘shimchalar kiritish to‘g‘risida” O‘RQ-1025-son Qonunning 23-moddasi 3-bandini shakllantirishda foydalanilgan (O‘zbekiston Respublikasi Oliy Majlisi Qonunchilik palatasi huzuridagi Parlament tadqiqotlari institutining 2025-yil 7-maydagi №3/dn-95-sonli ma‘lumotnomasi). Natijada, xorijiy sarmoyadorlarning bozorga kirishi qimmatli qog‘ozlar bozori likvidligining oshishiga, savdo hajmining kengayishiga, narxlar shakllanishining yanada shaffoflashishiga, hamda brokerlik xizmatlari, elektron savdo platformalari va hisob-kitob tizimlari yanada rivojlanishiga sabab bo‘lgan.

**Tadqiqot natijalarining aprobatsiyasi.** Tadqiqot natijalari 4 ta, jumladan 2 ta Respublika va 2 ta xalqaro ilmiy-amaliy konferensiyalarda muhokamadan o‘tkazilgan.

**Tadqiqot natijalarining e‘lon qilinganligi.** Dissertatsiya mavzusi bo‘yicha jami 8 ta ilmiy ish, shu jumladan, O‘zbekiston Respublikasi Oliy attestatsiya komissiyasining doktorlik dissertatsiyalari asosiy ilmiy natijalarini chop etish bo‘yicha tavsiya etgan ilmiy nashrlarda 4 ta ilmiy maqola, jumladan, 3 tasi Respublika va 1 tasi xorijiy jurnallarda chop etilgan.

**Dissertatsiyaning tuzilishi va hajmi.** Dissertatsiya ishi kirish, uchta bob, xulosa, foydalanilgan adabiyotlar ro‘yxati va ilovalardan iborat. Dissertatsiyaning umumiy hajmi 119 varaqni tashkil etadi.

## DISSERTATSIYANING ASOSIY MAZMUNI

**Kirish** qismida ilmiy tadqiqotning dolzarbligi va zarurati asoslangan, tadqiqotning maqsadi va vazifalari, ob‘ekt va predmeti tavsiflangan, respublika fan va texnologiyalari rivojlanishining ustuvor yo‘nalishlariga mosligi ko‘rsatilgan,

tadqiqotning ilmiy yangiligi va amaliy natijalari bayon qilingan, olingan natijalarning ilmiy-amaliy ahamiyati ochib berilgan, tadqiqot natijalarini amaliyotga joriy qilish, nashr etilgan ishlar va dissertatsiya tuzilishi bo'yicha ma'lumotlar keltirilgan.

Tadqiqotning **“Aksiyalarni ommaviy joylashtirishda xalqchil IPO amaliyotini tashkil etishning nazariy asoslari”** nomli birinchi bobida davlat ulushi mavjud aksiyadorlik jamiyatlarida xalqchil IPO jarayonini amalga oshirishning nazariy asoslari, xalqchil IPO jarayonini amalga oshirishda aksiyalar qiymati va daromadlilikini baholashning o'ziga xos jihatlari va davlat ulushi mavjud aksiyadorlik jamiyatlari aksiyalarini ommaviy joylashtirishning tashkiliy-iqtisodiy mexanizmi yoritib berilgan.

So'nggi yillarda mamlaktimizda olib borilayotgan keng ko'lamli islohotlar natijasida iqtisodiyotning barqaror o'sishi hamda fuqarolik jamiyati asoslarini mustahkamlash uchun zarur sharoitlar yaratilmoqda. Shu boisdan, “Xalqchil IPO” jarayonini amalga oshirish mamlakat fuqarolari uchun sarmoya kiritish va passiv daromad olish imkoniyatini yaratishi bilan ahamiyatli hisoblanadi. Mazkur jarayonni amalga oshirish orqali fuqarolar ommaviy taklif qilinadigan jamiyatlar aksiyalarini xarid qilish imkoniga ega bo'lib, milliy boylikning sherikchilik asosidagi mulkdorlariga aylanadilar. O'z navbatida, fuqarolar tomonidan aksiyalar egalik ulushining ortishi ularning mazkur korxonalar faoliyatiga bo'lgan mas'uliyatini va qiziqishini oshiradi. Shu bilan birga, davlat ommaviy joylashtirish orqali aksiyadorlik jamiyatlariga egalik qilishdagi monopol mavqeini qisqartirar ekan, iqtisodiy resurslarni keng aholi o'rtasida taqsimlash orqali bozor munosabatlarini yanada chuqurlashtiradi. Zamonaviy iqtisodiyotda har bir inson passiv daromad manbalarini shakllantirish, hayot sifati va farovonligini oshirish, shuningdek, farzandlariga boy meros qoldirish maqsadida investitsiya yo'nalishlarini o'rganish va unda ishtirok etish zaruratini mavjudligini ko'rishimiz mumkin.

Xususan, “Xalqchil IPO” dasturi - bu O'zbekistonning yirik davlat kompaniyalari aksiyalari faqat O'zbekiston Respublikasi fuqarolariga taklif etiladigan jarayon hisoblanadi. Mamlakatimizda “Xalqchil IPO” dasturi orqali aksiyalarini sotib olish mumkin bo'lgan kompaniyalar quyidagilardan iborat

### 1-jadval

#### «Xalqchil IPO» dasturi orqali aksiyalarini sotib olish mumkin bo'lgan kompaniyalar<sup>6</sup>

Kompaniya nomi	Tavsifi
“Olmaliq kon-metallurgiya kombinati” AJ	O'zbekistonning yirik kon-metallurgiya korxonalaridan biri
“O'zbektelekom” AJ	O'zbekistondagi yirik aloqa operatori
“O'zbekiston Respublika tovar-xom ashyo birjasi” AJ (“O'zRTXB”)	O'zbekistonda dividendlar to'lash bo'yicha yetakchi kompaniya
“O'ztemiryo'lkonteyner”	Yuk tashish

<sup>6</sup> Muallif tomonidan shakllantirilgan

Yuqoridagi jadvaldan ko‘rinishicha, barcha mamlakatimiz fuqarolari “Xalqchil IPO” dasturi orqali “Olmaliq kon-metallurgiya kombinati” AJ, “O‘zbektelekom” AJ, “O‘zRTXB” AJ va “O‘ztemiryo‘lkonteyner” AJ aksiyalarini sotib olishlari mumkin.

Jumladan, Rossiyada “Xalqchil IPO” dasturi 1990-yillarda davlat korxonalarini xususiylashtirish jarayonida shakllandi. Bu jarayon uch asosiy bosqichda amalga oshirildi.

## 2-jadval

### Rossiyada “Xalqchil IPO”ning rivojlanish bosqichlari<sup>7</sup>

№	Bosqichlar	Bosqichlar yillari	Amalga oshirish jarayoni
1	Vaucher xususiylashtirish bosqichi	1992-1994-yillar	Davlat mulkini xususiylashtirishni tezlashtirish maqsadida, har bir fuqaroga maxsus vaucherlar (xususiylashtirish cheklari) tarqatildi. Fuqarolar ushbu vaucherlarni davlat korxonalarining aksiyalariga almashtirish yoki sotish imkoniyatiga ega edilar. Bu bosqichda aholining keng qatlami xususiylashtirish jarayoniga jalb qilindi, biroq moliyaviy savodxonlikning pastligi va axborot yetishmovchiligi sababli ko‘plab fuqarolar o‘z vaucherlarini arzon narxlarda sotib yubordilar.
2	Pul xususiylashtirish bosqichi	1994-1996-yillar	Bu davrda davlat korxonalarining aksiyalari ochiq auksionlar orqali sotila boshlandi. Asosiy maqsad davlat byudjetiga mablag‘ jalb qilish edi. Biroq, bu bosqichda ham aholining moliyaviy imkoniyatlari cheklanganligi sababli, aksiyalar asosan yirik investorlar va moliyaviy guruhlar tomonidan sotib olindi.
3	“Xalqchil IPO” dasturlari	2000-yillar boshidan	Rossiya hukumati davlatga tegishli yirik kompaniyalarni xususiylashtirishda aholining ishtirokini oshirish maqsadida “Xalqchil IPO” dasturlarini joriy qildi. Masalan, 2006-yilda “Rosneft” kompaniyasining aksiyalari ommaviy savdoga chiqarildi va fuqarolarga aksiyalarni sotib olish imkoniyati berildi. Bu bosqichda aholining moliyaviy savodxonligini oshirish va investitsiya madaniyatini rivojlantirishga alohida e‘tibor qaratildi.

Umuman olganda, Rossiyada “Xalqchil IPO” ning rivojlanishi davlat mulkini xususiylashtirish jarayonida aholining ishtirokini ta‘minlashga qaratilgan bo‘lib, bu jarayon davomida turli bosqichlarda turli yondashuvlar qo‘llanildi.

Shuni ta‘kidlash kerakki, hozirgi vaqtda Rossiyada kelajakda Xalqchil IPO o‘tkazishi mumkin bo‘lgan ko‘plab yirik kompaniyalar mavjud. Biroq, tayyorgarlik jarayonlari va to‘g‘ridan-to‘g‘ri joylashtirishning yuqori narxi tufayli ularning aksariyati tashkiliy-huquqiy shaklning boshqa turlarini afzal ko‘rishadi. Baholash usullarini takomillashtirish va qo‘llaniladigan vositalar sonini ko‘paytirish orqali kompaniyani baholash uchun tayyorgarlik bosqichining narxini sezilarli darajada kamaytirish mumkin. Bu esa kelajakda Xalqchil IPOga bo‘lgan talabni sezilarli darajada oshirishi mumkin, shuningdek, u yangi ish o‘rinlari yaratish va yangi ish

<sup>7</sup> Internetdagi manbalar va ilmiy adabiyotlardagi ma‘lumotlar asosida muallif tomonidan tayyorlandi

o‘rinlari yaratish orqali iqtisodiy sharoitga, shuningdek aholining farovonligiga foydali ta’sir ko‘rsatadi.

Qozog‘istonda “Xalqchil IPO” dasturi davlat korxonalarining aksiyalarini ommaviy taklif qilish orqali aholining investitsiya madaniyatini oshirish va moliyaviy bozorni rivojlantirish maqsadida amalga oshirilgan. “Xalqchil IPO” dasturi quyidagi bosqichlarda rivojlandi.

### 3-jadval

#### Qozog‘istonda “Xalqchil IPO”ning rivojlanish bosqichlari<sup>8</sup>

№	Bosqichlar	Bosqichlar yillari	Amalga oshirish jarayoni
1	Dastlabki rejalashtirish	2011-2012-yillar	Qozog‘iston hukumati “Xalqchil IPO” dasturini e’lon qilib, davlatga qarashli yirik kompaniyalarni xususiyashtirish rejasini ishlab chiqdi.
2	Birinchi bosqich	2012-2014-yillar	“KazTransOil” kompaniyasi 2012-yilda birinchi bo‘lib aksiyalarini ommaviy taklif qildi. Keyinchalik, “KEGOC” (2014-yilda) va boshqa kompaniyalar ham IPO o‘tkazdi.
3	Ikkinchi bosqich	2015-2017-yillar	Dastur davom ettirilib, “KazTransGas” va boshqa energetika kompaniyalari aksiyalari sotuvga chiqarildi.
4	Uchinchi bosqich	2018-2020-yillar	“Kazatomprom” kompaniyasi 2018-yilda IPO o‘tkazdi, bu esa xalqaro investorlar uchun ham ochiq bo‘ldi.
5	To‘rtinchi bosqich	2021-yildan hozirgi kungacha	Dastur doirasida boshqa yirik kompaniyalar, jumladan, “Air Astana” va “KazMunayGas” aksiyalari ommaviy taklif qilinishi rejalashtirilgan.

“Xalqchil IPO” dasturi Qozog‘istonning moliya bozorini rivojlantirishda muhim rol o‘ynab, aholining investitsiya imkoniyatlarini kengaytirdi. “Xalqchil IPO” Qozog‘istondagi qimmatli qog‘ozlar bozorining yanada rivojlanishiga turtki beradi, aholining jamg‘armalarini diversifikatsiya qilish va ko‘paytirishga, qozog‘istonliklar orasida qimmatli qog‘ozlarga sarmoya kiritish madaniyatini shakllantirishga, shuningdek, eng yirik mahalliy kompaniyalarning shaffofligi va samaradorligini oshirishga imkon beradi.

Jumladan, fikrimizcha, har bir mamlakatda emitentlar tomonidan aksiyalarni birlamchi ommaviy joylashtirish mexanizmlarini qo‘llashga oid tahliliy va statistik ma’lumotlarni taqdim etadigan kapital bozorining maxsus segmenti bo‘lib, mazkur segment – IPO bozori deb ataladi. Xususan, global IPO bozori, AQSh IPO bozori, O‘zbekiston IPO bozorlari, aslida IPO lar odatiy fond birjalarida tashkil etilsada, mazkur bozorlar IPOlar bo‘yicha zarur ma’lumotlarni taqdim etadigan segment hisoblanadi.

Aksariyat hollarda yangi tashkil etilgan kompaniyalarning aksiyalarini fond bozorlarida joylashtirish birlamchi ommaviy joylashtirish deb talqin qilinadi. Biroq, aksiyalarni birlamchi ommaviy joylashtirish hamda aksiyalarni emissiya qilish

<sup>8</sup> Internetdagi manbalar va ilmiy adabiyotlardagi ma’lumotlar asosida muallif tomonidan tayyorlandi

asosida fond bozorida savdoga chiqarish o'rtasida qo'yidagi bir qancha farqlar mavjud (4-jadval).

#### 4-jadval

### Aksiyalarni ommaviy joylashtirish va birjada oddiy joylashtirish o'rtasidagi farqlar<sup>9</sup>

Amalga oshiriladigan harakatlar	Ommaviy joylashtirish	Oddiy joylashtirish
Anderrayter ishtiroki	Anderrayter ommaviy joylashtirishda eng asosiy ishtirokchi hisoblanadi	Oddiy joylashtirishda talab etilmaydi
Bir dona aksiyani narxini aniqlash	Narx diapazoni asosida savdoga chiqariladi	Nominal yoki bozor narxiga asosan savdoga chiqariladi
Aksiyalarni lot yoki transh asosida qismlab sotish	Aksiyalar lotlarga bo'linadi va cheklangan miqdorda bitta aksiyadorga sotiladi	Cheksiz sonda chiqariladi, jami aksiyalarni bitta lot bilan ham sotish/sotib olish mumkin
Reklama kompaniyasi – “Roadshou” va korxonahahlili – “Dyu dilijens” tadbirlarining o'tkazilishi	O'tkazilishi majburiy	O'tkazilmaydi
Kompaniya to'g'risidagi ma'lumotlarni oshkor etish	Majburiy	Transparentlik talablariga har doim ham rioya etilmaydi
Jami aksiyalarning sotilish ehtimoli	Juda yuqori	Past

Birinchi jadvalda keltirilgan farqlardan tashqari IPO o'tkazishning o'ziga xos ishtirokchilari mavjud bo'lib, bu ommaviy joylashtirishni oddiy joylashtirishdan keskin farq qilishini asoslaydi. Kompaniyaning IPO ga tayyorgarlik ko'rish va to'g'ridan-to'g'ri birja listingi jarayonida asosiy ishtirokchilari sifatida anderrayter (lid-menejer, ular odatda butun loyihaning muvofiqlashtiruvchisi bo'lib ishlaydi), yuridik firma, auditorlik firmasi va PR agentliklari qatnashadi.

Tadqiqot ishining **“O'zbekiston qimmatli qog'ozlar bozorida IPO tajribalari tahlili”** nomli ikkinchi bobida O'zbekistonda qimmatli qog'ozlar savdosini IPO shaklida tashkil etishning amaldagi holati tahlili, Aksiyalari birlamchi (IPO) va ikkilamchi (SPO) ommaviy taklifi orqali joylashtirilgan aksiyadorlik jamiyatlari amaliyoti tahlili va halqchil IPO amalga oshirgan aksiyadorlik jamiyatlarining aksiyalarini bozor bahosini o'sishiga ta'sir qiladigan omillarni ekonometrik tahlili bayon qilingan.

So'nggi yillarda mamlakatimizda davlat ulushiga ega aksiyadorlik jamiyatlarining aksiyalarini ommaviy taklif (IPO) shaklida joylashtirish jarayoni jadal rivojlanmoqda. Bu jarayon mamlakatda xususiylashtirish siyosatini chuqurlashtirish, iqtisodiyotda davlat ishtirokini kamaytirish hamda kapital bozorini rivojlantirish maqsadida amalga oshirilmoqda. Ayniqsa, yirik sanoat, energetika va

<sup>9</sup> Karimov, N., & Saydullaev, S. (2019). Prospects for the development of the stock market: The first IPO and SPO analysis conducted by the companies of Uzbekistan. *Journal of Advanced Research in Dynamical and Control Systems*, 11(7), 938-950.

telekommunikatsiya sohalaridagi davlat korxonalarini IPO orqali xususiy sektorga chiqarish fuqarolar uchun sarmoyaviy imkoniyatlarni kengaytirish, korporativ boshqaruv sifatini yaxshilash va kompaniyalarning moliyaviy shaffofligini oshirishga xizmat qilmoqda. Dunyo amaliyotida korporativ tuzilmalar tomonidan IPO yoki SPO amaliyotlarini milliy bozorlardan tashqari xalqaro bozorlarda tashkil etilayotganligini alohida ta’kidlash lozim. Yuqoridagi jihatlar mamlakatimizdagi aksiyadorlik jamiyatlari tomonidan mintaqaviy va xalqaro fond birjalarida IPO yoki SPO amaliyotlarini tashkil etish vaqti ham allaqachon kelganligini ko’rsatib turibdi.

Mamlakatimiz amaliyotida ilk marotaba IPO va SPO operatsiyalari 2017-yil 28-dekabr kuni amalga oshirildi. “O‘zbekiston Respublikasi Prezidentining 2017-yil 17-yanvardagi “Tadbirkorlik maqsadlarida foydalanish uchuy davlat mulki ob’ektlarini sotishni jadallashtirish va uning tartib-taomillarini yanada soddalashtirish chora-tadbirlari to’g’risida”gi PF-4933-sonli farmoni”, O‘zbekiston Respublikasi Prezidentining 2017-yil 7-fevralda imzolangan 2017-2021 yillarda O‘zbekiston Respublikasini rivojlantirishning beshta ustuvor yo‘nalishi bo‘yicha Harakatlar strategiyasida “aholining erkin resurslarini joylashtirishdagi muqobil manba sifatida fond bozorini rivojlantirish”, “alohida milliy korxonalar aksiyalarining xorijiy nufuzli fond birjalarida dastlabki tarzda joylashtirilishiga erishish (IPO), ularning xorijiy kapital bozoriga chiqishini ta’minlash” kabi belgilangan vazifalar ijrosini ta’minlash xamda davlat mulki ob’ektlarini tasarruf etish bo‘yicha xalqaro amaliyotda keng qo‘llaniladigan shakllarni joriy etish va aholining keng qatlamini fond bozoriga jalb qilish maqsadida O‘zbekiston Respublikasi Vazirlar Maxkamasining 2017-yil 10-maydagi 268-sonli “Fond birjasida aksiyalarni ommaviy taklifini o‘tkazishni tashkil etish to’g’risida” tegishli qarori qabul qilindi. Mazkur qarorda aksiyalarini birlamchi (IPO) va ikkilamchi (SPO) ommaviy taklifi amalga oshiriladigan aksiyadorlik jamiyatlarining ro‘yxati ham belgilab berildi.

## 5-jadval

### O‘zbekiston Respublikasi Vazirlar Maxkamasining 2017-yil 10-maydagi 268-sonli qaroriga asosan aksiyalari birlamchi (IPO) va ikkilamchi (SPO) ommaviy taklifi orqali sotilishi belgilangan AJlarining ro‘yxati<sup>10</sup>

№	Aksiyadorlik jamiyatlarining nomlanishi	Aksiyalar ommaviy taklifining tashabbuskori	Aksiyalar ommaviy taklifini amalga oshiruvchi	Realizatsiya shakli
1.	“Kvars” AJ	“Kvars” AJ	TIF Milliy banki	IPO
2.	“Shaxrisabz vino-aroq” AJ	Davlat raqobat qo‘mitasi	“Asaka” ATB	SPO
3.	“Qo‘qon mexanika zavodi” AJ	“Uzneftgazmash” AK	TIF Milliy banki	SPO

<sup>10</sup> O‘zbekiston Respublikasi Vazirlar Mahkamasining 2017 yil 10 maydagi «Fond birjasida aksiyalarni ommaviy taklifini o‘tkazishni tashkil etish to’g’risida»gi 268-sonli qarori.

Jadval ma'lumotlaridan ko'rinib turibdiki, "Kvars", "Shaxrisabz vino-arog" va "Qo'qon mexanika zavodi" aksiyadorlik jamiyatlari aksiyalari O'zbekistonda ilk marotaba aholiga "IRO" va "SPO" orqali rasman taklif etildi. Yuqoridagi qarorga muvofiq "Kvars" va "Qo'qon mexanika zavodi" aksiyadorlik jamiyatlari aksiyalarini TIF Milliy banki, "Shaxrisabz vino-arog" aksiyadorlik jamiyati aksiyalari sotuvining tashkilotchisi sifatida esa "Asakabank" belgilangan. O'zbekiston Respublikasi Vazirlar Mahkamasining 2017-yil 10-maydagi 268-sonli "Fond birjasida aksiyalarni ommaviy taklifini o'tkazishni tashkil etish to'g'risida"gi qaroriga asosan IPO va SPO amaliyotini tashkil qilishi rejalashtirilgan 3 ta aksiyadorlik jamiyatidan "Kvars" aksiyadorlik jamiyati va "Qo'qon mexanika zavodi" aksiyadorlik jamiyatlari IPO va SPO amaliyotini o'tkazdi. Qarorda belgilangan "Shaxrisabz vino-arog" aksiyadorlik jamiyati SPO amaliyotini o'tkazmaganligini ma'lumotlardan ko'rishimiz mumkin.

O'zbekiston Respublikasi Prezidentining 2019-yil 3-apreldagi "Kimyo sanoatini yanada isloh qilish va uning investitsiyaviy jozibadorligini oshirish chora-tadbirlari to'g'risida"gi 4265-sonli Farmoni va Vazirlar Mahkamasining 2019-yil 26-apreldagi 358-sonli "Fond birjasida aksiyalarning birlamchi va ikkilamchi ommaviy takliflarini o'tkazishni tashkil etish to'g'risida"gi qarori bilan quyidagi aksiyadorlik jamiyatlari IPO va SPO o'tkazilishi belgilangan edi (6-jadval)

#### 6-jadval

**O'zbekiston Respublikasi Vazirlar Mahkamasining 2019-yil 26-apreldagi  
358-sonli qaroriga asosan aksiyalari birlamchi (IPO) va  
ikkilamchi (SPO) ommaviy taklifi orqali sotilishi belgilangan  
AJlarining ro'yxati<sup>11</sup>**

<b>№</b>	<b>Aksiyadorlik jamiyatlarining nomlanishi</b>	<b>Aksiyalar ommaviy taklifining tashabbuskori</b>	<b>Realizatsiya shakli</b>
1	"O'zsanoatqurilishbank" ATB	"O'zsanoatqurilishbank" ATB	IPO
2	"Aloqabank" ATB	Tiklanish va taraqqiyot jamg'armasi "O'zbektelekom" AJ	SPO
3	"Asia Alliance Bank" ATB	"Asia Alliance Bank" ATB	IPO
4	"Jizzax plastmassa" AJ	"Jizzax plastmassa" AJ	IPO
5	"O'zbekiston Respublikasi tovar xom ashyo birjasi" AJ	"O'zmetkombinat" AJ va "Olmaliq kon-tog' metallurgiya kombinati" AJ	SPO

Jadval ma'lumotlaridan ko'rinib turibdiki, aksiyalari birlamchi (IPO) va ikkilamchi (SPO) ommaviy taklifi orqali sotilishi belgilangan "O'zsanoatqurilishbank" ATB, "Aloqabank" ATB, "Asia Alliance Bank" ATBlari ustav kapitalining 10 foizi miqdoridagi ulushini, "Jizzax plastmassa" AJ esa ustav kapitalining 25 foizi miqdoridagi ulushini, "O'zbekiston Respublikasi tovar xom ashyo birjasi" AJ esa ustav kapitalining 12 foizi miqdoridagi ulushini IPO va SPO ko'rinishida ommaviy savdoga qo'yilishi belgilangan. Lekin amalda esa faqat bitta

<sup>11</sup> O'zbekiston Respublikasi Vazirlar Mahkamasining 2017 yil 10 maydagi «Fond birjasida aksiyalarni ommaviy taklifini o'tkazishni tashkil etish to'g'risida»gi 268-sonli qarori

“Jizzax plastmassa” AJ tomonidan aksiyalarni ommaviy joylashtirish (IPO) o‘tkazilganligini ko‘rishimiz mumkin. Qarorda belgilangan qolgan 4 ta aksiyadorlik jamiyati tomonidan IPO va SPO ko‘rinishida ommaviy savdo amalga oshirilmagan. Jumladan, davlat ulushiga ega aksiyadorlik jamiyatlarining IPO va SPO jarayonlari amalga oshirilgan va rejalashtirilayotgan aksiyadorlik jamiyatlari to‘g‘risida ma’lumotlar keltirilgan (7-jadval).

**7-jadval**

**Respublikamizda aksiyadorlik jamiyatlari tomonidan o‘tkazilgan IPO va SPO amaliyoti natijalari<sup>12</sup>**

<b>Emitent nomi, IPO/SPO</b>	<b>Ander-rayter/ Broker</b>	<b>Savdodagi aksiya soni va UKga nisbatan foizda</b>	<b>Narx diapazoni</b>	<b>Ariza kelib tushgan aksiyalar soni</b>	<b>Qanoatlan-tirilganligi</b>	<b>Jalb qilingan kapital, million so‘mda</b>
Kvars AJ IPO	TIF Milliy banki	4 574 934 (10%)	3000-9100	2475039 (54.1 %)	2475039 (54.1 %)	7523.81
QMZ AJ SPO	Freedom Finance	2 236 452 (10%)	1000-4000	2821065 (126 %)	2236452 (100%)	2344.09
Kvars AJ SPO	Freedom Finance	4 822 460 (5 %)	3270.4-4000	4890179 (101.4)	4822460 (100%)	15823.87
Jizzax Plastmassa AJ IPO	Portfolio Investment	1 140 246 (25 %)	3400-3500	397569 (34,8 %)	397569 (34.8)	1352,62
“UzAuto Motors” AJ IPO	Freedom Finance	2 700 000 (0,3 %)	72500-81500	784 703 (29,1%)	784 703 (29,1%)	56900
“O‘zbektelekom” AJ IPO	Portfolio Investments	5 542 046 (2 %)	6000-10000	7 260 080 (131%)	5 542 046 (100%)	33250
“O‘zbekinvest” IPO	Kapital-Depozit Konsorsiumi	14 110 820 (5%)	1000-1500	17 920 000 (128%)	14 110 820 (100)	14110
O‘zRTXB AJ SPO	Kapital-Depozit Konsorsiumi	3 326 031 (4,44)	12900-18000	3 592 113 (108)	3 326 031 (100)	42900

Tahlil shuni ko‘rsatadiki, so‘nggi yillarda O‘zbekiston Respublikasida davlat ulushiga ega aksiyadorlik jamiyatlarini xususiylashtirish va ularning aksiyalarini ommaviy taklif qilish jarayonlari jadal sur‘atlarda amalga oshirilmoqda. Bu jarayon mamlakatda kapital bozorini rivojlantirish, iqtisodiyotda davlat ishtirokini qisqartirish va xususiy sektor ulushini oshirish maqsadlariga xizmat qilmoqda. Xususan, Qvari AJ tomonidan amalga oshirilgan IPO va SPO jarayonlari orqali kompaniya 4,574,934 dona va keyinchalik 4,822,460 dona aksiyalarni joylashtirdi. Aksiyalar narxi mos ravishda 3000–9100 so‘m va 3270–4400 so‘m oralig‘ida belgilanib, jami 23,347.68 mln so‘m miqdorida kapital jalb qilindi. Bu mablag‘lar ishlab chiqarish quvvatini kengaytirish va modernizatsiya qilish uchun yo‘naltirildi.

<sup>12</sup> Muallif tomonidan tuzildi.

QMZ AJ tomonidan o'tkazilgan SPO jarayonida 2,236,452 dona aksiya sotildi. Narx diapazoni 1000–4000 so'm bo'lib, 2,344.09 mln so'm kapital jalb qilindi. Bu mablag'lar korxonada faoliyatini moliyalashtirish va texnologik yangilanish uchun qo'llanildi. Jizzax Plastmassa AJ 1,104,246 dona aksiyani IPO orqali joylashtirdi. Aksiya narxi 3400–3500 so'm atrofida bo'lib, kompaniya 1,352.62 mln so'm kapital jalb qildi. Ushbu jarayon kompaniyaning iqtisodiy barqarorligini ta'minlashga xizmat qildi. UzAuto Motors AJ tomonidan o'tkazilgan IPO jarayoni 2,700,000 dona aksiyani qamrab oldi. Aksiya narxi yuqori bo'lib, 72500–84500 so'm oralig'ida belgilandi va natijada 56,900 mln so'm miqdorida kapital jalb etildi. Bu mablag'lar ishlab chiqarish quvvatini kengaytirish va yangi modellarni chiqarish uchun sarflandi. O'zbektelekom AJ 5,542,046 dona aksiyani IPO orqali joylashtirdi. Aksiya narxi 6000–10000 so'm oralig'ida bo'lib, kompaniya 33,250 mln so'm mablag' jalb qildi. Tushgan mablag'lar telekommunikatsiya infratuzilmasini yangilash va raqamli xizmatlarni rivojlantirishga yo'naltirildi. O'zbekinvest AJ tomonidan o'tkazilgan IPO natijasida 14,110,820 dona aksiya joylashtirildi. Aksiya narxi 1000–1500 so'm bo'lib, kompaniya 14,110 mln so'm kapital jalb qildi. Bu mablag'lar sug'urta sohasini diversifikatsiya qilish va yangi mahsulotlar yaratish uchun qo'llanildi. O'zRTXB tomonidan amalga oshirilgan SPO jarayonida 3,326,031 dona aksiya sotildi va 42,900 mln so'm kapital jalb etildi. Tushgan mablag'lar savdo infratuzilmasini rivojlantirish va xizmat ko'rsatish samaradorligini oshirishga yo'naltirildi. Davlat ulushiga ega aksiyadorlik jamiyatlarining IPO va SPO jarayonlari amalga oshirishga asosiy sabablar davlat tomonidan iqtisodiyotda xususiy sektor ulushini oshirish, kapital bozorini rivojlantirish va ommaviy taklif mexanizmlarini takomillashtirish va aksiyadorlik jamiyatlarning korporativ boshqaruv tizimini yaxshilash va moliyaviy shaffoflikni oshirish zarurati hisoblanadi. Davlat ulushiga ega aksiyadorlik jamiyatlarining IPO va SPO jarayonlari amalga oshirish natijasida aksiyadorlik jamiyatlarning investitsiyaviy imkoniyatlari kengaydi, axoli va sarmoyadorlar uchun qimmatli qog'ozlarga sarmoya kiritish imkoniyatlari ortdi, kapital bozorining faolligi va raqobatbardoshligi oshdi va davlat byudjetiga qo'shimcha moliyaviy resurslar jalb qilish imkoniyati yaratiladi.

Umuman olganda, quyida "Xalqchil IPO"da amalga oshirgan aksiyadorlik jamiyalari moliyaviy ko'rsatkichlari IPOdan oldingi holati va IPOdan keyingi holatlarini tahlili aks ettirilgan (8-jadval).

Jadval ma'lumotlari shuni ko'rsatadiki, So'nggi yillarda "O'zbektelekom" AJ va "O'zbekinvest" AJ moliyaviy ko'rsatkichlari izchil o'sish tendensiyasini namoyon etdi. 2020–2024 yillar davrida "O'zbektelekom" AJ aktivlari 45% dan ortiq o'sdi. O'z kapitali 5 barobar ortib, moliyaviy barqarorlik ta'minlandi. Daromad va foyda ko'rsatkichlari ham muttasil o'sdi. ROE darajasida pasayish kuzatilgan bo'lib, bu kapital bazasining oshishi bilan izohlanadi. To'lov qobiliyati esa 120%dan 145%gacha o'sib, kompaniyaning moliyaviy xavfsizlik darajasini oshirdi. 2020–2024 yillar oralig'ida "O'zbekinvest" AJ aktivlari qariyb 92%ga o'sdi. O'z kapitali ikki baravarga oshdi. Daromad va sof foyda ko'rsatkichlarida ham ijobiy dinamika kuzatildi. ROE kamdan-kam pasaydi, bu asosan kapital bazasi kengayishi bilan bog'liq.

**O‘zbekistonda Xalqchil IPO shaklida amalga oshirilgan aksiyadorlik jamiyatlarini moliyaviy holati tahlili<sup>13</sup>**

<b>“Uztelekom” AJ moliyaviy holati tahlili</b>					
<b>Ko‘rsatkich nomi</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023 (IPO oldi)</b>	<b>2024 (IPO keyingi)</b>
Aktivlar (mlrd so‘m)	6 788	7 936	8 732	9 300	9 850
O‘z kapitali (mlrd so‘m)	623	1 655	2 401	2 900	3 200
Daromad (mlrd so‘m)	4 445	5 403	6 360	7 000	7 500
Chistaya foyda (mlrd so‘m)	452	939	734	800	850
ROE (O‘z kapital rentabelligi, %)	107%	82%	36%	27.6%	26.6%
Solvency Ratio (To‘lov qobiliyati, %)	120%	130%	135%	140%	145%
<b>“O‘zbekinvest”AJ AJ moliyaviy holati tahlili</b>					
Aktivlar (mlrd so‘m)	250	310	370	420	480
O‘z kapitali (mlrd so‘m)	180	230	270	310	360
Daromad (mlrd so‘m)	95	112	125	140	165
Chistaya foyda (mlrd so‘m)	18	22	25	28	35
ROE (O‘z kapital rentabelligi, %)	10%	9.6%	9.3%	9%	9.7%
Solvency Ratio (To‘lov qobiliyati, %)	145%	150%	155%	160%	165%

To‘lov qobiliyati yuqori darajada saqlanib, 165%ga yetdi. “O‘zbektelekom” AJ va “O‘zbekinvest” AJ IPO jarayonlaridan so‘ng moliyaviy barqarorlik va o‘shishni namoyon etdi. Ikkala kompaniya ham sarmoyadorlar uchun jozibadorlikni oshirish, moliyaviy ko‘rsatkichlarni yaxshilash va bozordagi pozitsiyasini mustahkamlash imkoniga ega bo‘ldi. ROE kamayishi kapital o‘shishini, to‘lov qobiliyatining o‘shishi esa xavfsizlik darajasining oshganini anglatadi.

Disseratsiya ishida, “Toshkent” RFBda IPO jarayonlarini amalga oshirgan aksiyadorlik jamiyatlarining aksiyalarini bozor bahosini o‘shishiga ta’sir qiluvchi qimmatli qog‘ozlar bozor omillar orqali avtoregressiv taqsimlangan lag (ARDL) modelini shakllantirishda quyidagi bosqichlarni amalga oshirildi. Birinchi navbatda o‘zgaruvchilarning yagona ildiz testini o‘tkazish lozim. Mazkur ekonometrik tahlilimizni Pesaran va Shinning avtoregressiv taqsimlangan lag (ARDL) model orqali erkli va erksiz o‘zgaruvchilarning o‘zoq va qisqa muddatli bog‘liqligini aniqlash uchun mazkur modelda tahlil qilishni amalga oshirdik.

<sup>13</sup> Muallif tomonidan tuzildi

ARDL modelning xususiyatiga ko'ra, o'zgaruvchilar nolinci va birinchi tartibda statsionar bo'lish lozim. Yagona ildiz tahlilidan kelib chiqqan holda avtoregressiv taqsimlangan lag (ARDL) modelini quyidagicha ifodalaymiz. Yagona ildiz tahlilidan kelib chiqqan holda avtoregressiv taqsimlangan lag (ARDL) modelini umumiy ko'rinishi quyidagicha ifodalaymiz.

$$\Delta \ln MC_t = \alpha_0 + \sum_{i=1}^p \beta_i \Delta \ln MC_{t-1} + \sum_{j=1}^{q_1} \gamma_j \Delta X_{1,t-j} + \dots + \sum_{k=1}^{q_n} \delta_k \Delta X_{n,t-k} + f_2 \ln MC_{t-1} + f_2 X_{1,t-1} + \dots + f_{n+1} X_{n,t-1} + \varepsilon_t \quad (1)$$

Bu yerda,

$\ln MC_t$  — bog'liq o'zgaruvchi (masalan, bozor kapitalizatsiyasining logarifmi),

$X_1, X_2, \dots, X_n$  — mustaqil o'zgaruvchilar (masalan: aksiyalarni ommaviy joylashtirish xajmlari, valyuta kursi, M2 pul agregati, bitimlar soni, kapital bozorida ishtirok etuvchi aksiyadorlik jamiyatlari soni),

$\Delta$  — birinchi farq operatori (ya'ni o'sish sur'atini anglatadi),

$f_2$  — uzoq muddatli munosabatni ifoda etuvchi koeffitsientlar

$\beta, \gamma, \delta$  — qisqa muddatli ta'sir koeffitsientlari,

$\varepsilon_t$  — tasodifiy xato (white noise) termini.

Yuqoridagi (1) formulaga asosan, ekonometrik tahlilimizda aksiyadorlik jamiyatlarining aksiyalarini bozor bahosini o'sishiga ta'sir qiluvchi omillarni ta'siri darajasini ARDL modelidan shakllantiramiz. Ushbu shakllantirilgan modelning natijalarini quyidagi jadvalda o'z aksini topgan (9-jadval).

9-jadvaldagi ma'lumotlar shuni ko'rsatadiki, keltirilgan koeffitsientlar va ehtimollik darajalari (p-value) orqali omillarning "Toshkent" Respublika fond birjasidagi bozor kapitallashuviga uzoq muddatli ta'siri baholandi. Aksiyalarni ommaviy joylashtirish xajmlar hajmi koeffitsienti -0.739062 bo'lib, aksiyalarni ommaviy joylashtirish xajmlar miqdori 1 foizga oshsa, bozor kapitallashuvi 0.74 foizga pasayishiga olib keladi. Bu ko'rsatkichni statistik ahamiyati bqori bo'lib p-qiyamati 0.0134 ga teng hisoblanadi. Demak, aksiyalarni ommaviy joylashtirish xajmlar ko'payishi aksiya bozoriga investitsiya oqimini kamaytiradi. O'zbek so'mining valyuta kursining koeffitsient 1.927852, lekin ehtimollik ( $p = 0.3498$ ) yuqori hisoblanadi. Demak, valyuta kursining uzoq muddatli ta'siri ijobiy, ammo statistik muhim emasligi yaqqol ko'rinib turibdi. Pul agregati M2 koeffitsient esa, -0.198990, p-qiyamat 0.7353, xususan ta'sir salbiy, lekin ahamiyatli emasligi ko'rinib turibdi. Bu shuni anglatadiki, M2 o'sishi fond bozoriga jiddiy ta'sir ko'rsatmaydi. Shuningdek, birjada ro'yxatdan o'tgan aksiyadorlik jamiyatlari soni koeffitsient -0.448969, p-qiyamat 0.0898, bu 10% darajada statistik muhim hisoblanadi. Demak, ro'yxatdagi jamiyatlar soni ko'paysa, kapitallashuvda pasayish kuzatilishi mumkin. Bu esa, ularning moliyaviy natijalarining samarasizligi va bozordagi raqobatga bordoshliligini ko'rsatadi. Xulosa qilib ta'kidlash joizki, aholi mablag'lari aksiyalar o'rniga aksiyalarni ommaviy joylashtirish xajmlarga yo'naltirilmoqda va ro'yxatdan o'tgan jamiyatlar soni ko'paygani bilan, ularning fond bozorida ta'siri deyarli reaksiya bermasligi tadqiqotdan ko'rinib turibdi.

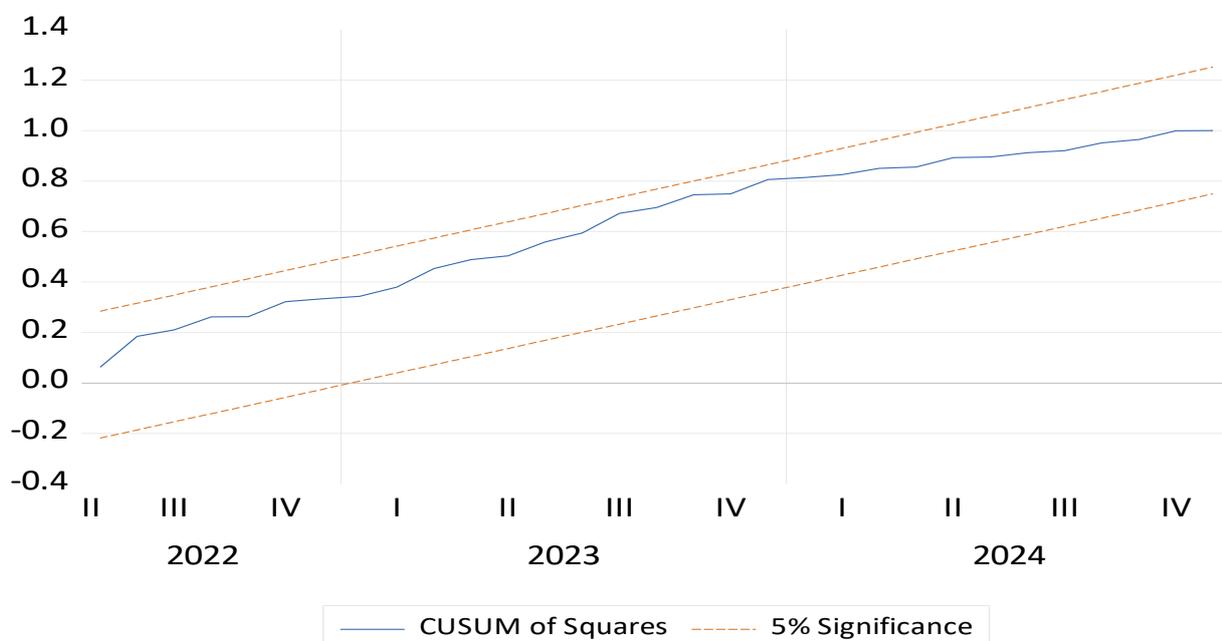
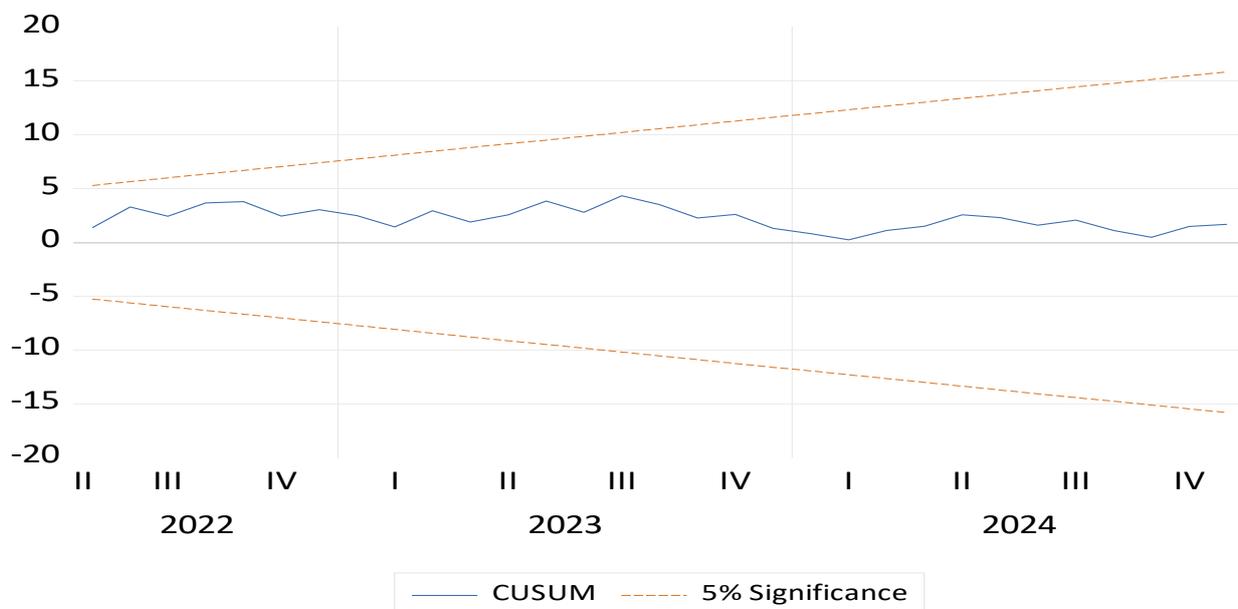
Avtoregressiv taqsimlangan lag (ARDL) modelida baholash<sup>14</sup>

“Toshkent” RFBni kapitallashuviga ta’sir qiluvchi omillar ta’sirini baholash				
O‘zgaruvchilar	ARDL(3, 3, 4, 1, 2, 0, 4)			
	Koeffitsient	Standart xatolik	t-statistika	Ehtimollik
<i>dlnmc (-1)</i>	-0.690110	0.151021	-4.569643	0.0001**
<i>dlnmc (-2)</i>	-0.572194	0.178105	-3.212669	0.0031**
<i>dlnmc (-3)</i>	-0.332088	0.156843	-2.117332	0.0424**
<i>ddep</i>	-0.415158	0.175713	-2.362703	0.0246**
<i>ddep (-1)</i>	-0.861619	0.275312	-3.129611	0.0038**
<i>ddep (-2)</i>	-0.277740	0.282992	-0.981441	0.3340
<i>ddep (-3)</i>	-0.362900	0.222356	-1.632064	0.1128
<i>dexch</i>	-9.323148	3.696465	-2.522179	0.0170**
<i>dexch (-1)</i>	7.190519	4.075013	1.764539	0.0875
<i>dexch (-2)</i>	-1.491199	3.640405	-0.409624	0.6849
<i>dexch (-3)</i>	3.830869	3.210229	1.193332	0.2418
<i>dexch (-4)</i>	4.794563	2.678492	1.790023	0.0832
<i>dm2</i>	0.739267	1.013106	0.729704	0.4710
<i>dm2 (-1)</i>	-1.255526	0.930887	-1.348741	0.1872
<i>dqljsc</i>	-0.295138	0.239263	-1.233532	0.2266
<i>dqljsc (-1)</i>	-0.126611	0.268070	-0.472306	0.6400
<i>dqljsc (-2)</i>	-0.743054	0.241587	-3.075724	0.0044**
<i>dqmd</i>	0.006211	0.100159	0.062016	0.9509
<i>lmt</i>	-0.004420	0.015038	-0.293955	0.7708
<i>lmt (-1)</i>	-0.031612	0.016322	-1.936741	0.0619
<i>lmt (-2)</i>	0.018863	0.017916	1.052833	0.3006
<i>lmt (-3)</i>	0.009102	0.017980	0.506214	0.6163
<i>lmt (-4)</i>	0.029155	0.017757	1.641846	0.1107
<i>C</i>	0.034396	0.120214	0.286122	0.7767
Modelni mezonlari				
Qoldiqlar kvadrati (R)			0.678381	
O‘zgargan qoldiqlar kvadrati			0.439760	
F-statistika			2.842924	
Ehtimollik (F-statistika)			0.003592**	

\*\*\* 1% da statistik muhimligini, \*\*5% da statistik muhimligini, \*10% da statistik muhimligini ko‘rsatadi.

Erkli o‘zgaruvchi hisoblangan kapital bozori kapitallashuvi (*dlnmc*) va erksiz o‘zgaruvchilarni esa, aksiyalarni ommaviy joylashtirish xajmlari (*ddep*), valyuta kursining (*dexch*), logarifimli M2 pul agregati (*dm2*), bitimlar soni (*dqmd*) hamda kapital bozorida ishtirok etuvchi aksiyadorlik jamiyatlari sonining (*dqljsc*) shakllantirilgan ARDL modelini mustahkamligini tekshirish uchun qoldiqlarni SUSUM testini amalga oshiramiz

<sup>14</sup>“Toshkent” RFB ma’lumotlari asosida Eviews-9.0 programmasi yordamida muallif tomonidan tayorlangan.



**1-rasm. Qoldiqlarning umumiy yig'indisini SUSUM testi<sup>15</sup>**

Xulosa qilib shuni aytish mumkinki, avtoregressiv taqsimlangan lag (ARDL) modelida olib borilgan chuqur ekonometrik tahlil natijasi erksiz o'zgaruvchi kapital bozori kapitallashuviga aksiyalarni ommaviy joylashtirish xajmlari va valyuta kursini ta'siri baholanib, ekonometrik tahlil asosisida amalga oshirimiz natijasida shuni ko'rsatdi. Fond bozori kapitallashuvini o'sishiga aksiyalarni ommaviy joylashtirish xajmlari hajmi va valyuta kursini o'zgarishi qisqa va uzoq muddat ta'sir qilishni ko'rsatadi.

<sup>15</sup>O'zbekiston Respublikasi Markaziy bank va Toshkent" RFB ma'lumotlari asosida Eviews-12.0 programmasi yordamida muallif tomonidan tayorlangan.

Boshqa omillar o'zgarmagan (ceteris paribus) holda aksiyalarni ommaviy joylashtirish xajmilar hajmi 1 foizga oshganda, bozor kapitallashuvi taxminan 0.7391 foizga kamayadi. Bu esa bank sektorga qaraganda fond bozoriga kamroq mablag' oqimini anglatadi. Xulosa shundan dalolat beradiki, aksiyalarni ommaviy joylashtirish xajmilar o'sishi investorlarning aksiya bozoriga kirish imkoniyatlarini cheklab, uning kapitallashuvini pasaytiradi. Shuningdek, valyuta kursi 1% ga oshganda, xususan so'm qadsizlanganda fond bozori kapitallashuvi 9.32% ga pasayishi kuzatiladi. Devalvatsiya ichki va tashqi sarmoyadorlarning ishonchini pasaytiradi, bu esa aksiya narxlarini tushiradi va umumiy bozor kapitallashuvini pasayishiga olib keladi. Shuning uchun valyuta barqarorligi fond bozori rivoji uchun strategik ahamiyatga ega omil hisoblanadi.

Tadqiqot ishining **“Davlat ulushi mavjud aksiyadorlik jamiyatlarida xalqchil IPO jarayonini amalga oshirishni asosiy yo‘nalishlari”** nomli uchinchi bobida O‘zbekistonda aksiyalarni ommaviy joylashtirish amaliyotini takomillashtirishda xorijiy davlatlar tajribasidan foydalanish istiqbollari va davlat ulushi mavjud aksiyadorlik jamiyatlarida xalqchil IPO jarayonini amalga oshirishni takomillashtirish yo‘nalishlari bayon qilingan.

Ommaviy joylashtirish amaliyotini rejalashtirayotgan aksiyadorlik jamiyatlari uchun hamkor tanlash ham muhim ahamiyat kasb etadi. Chunki, ommaviy joylashtirish amaliyotini muvaffaqiyatli bo‘lishida tanlangan hamkorlarning o‘rni beqiyosdir.

IPO amaliyotini tashkil qilishni rejalashtirayotgan aksiyadorlik jamiyatlari tomonidan hamkorlarni tanlashda yuqoridagi jadvalda keltirilgan jihatlarni inobatga olish asosida eng ma’qul hamkorni tanlash va bu orqali ommaviy joylashtirish amaliyotini muvaffaqiyatli tashkil etilishiga erishiladi. IPO muvaffaqiyatli bo‘lishi uchun uni har tomonlama to‘g‘ri rejalashtirish, puxta tayyorgarlik ko‘rish va samarali tashkil etish lozim. Biz quyidagi IPO jarayoniga tayyorgarlik ko‘rish, IPO ni o‘tkazish va IPO dan keyingi jarayonda bajarilishi lozim bo‘ladigan yo‘nalishlarni ko‘rib chiqamiz. Aksiyadorlik jamiyatlari tomonidan IPOga tayyorgarlik jarayonida oldindan rejalashtirish va tayyorgarlik ko‘rish, IPOga tayyorgarlikni baholash, IROni amalga oshirishni rejalashtirish singari ishlarning amalga oshirilishi, IROni o‘tkazish jarayonida esa birjaga chiqish, loyihani asoslash, IROni amalga oshirish singari ishlar, IPO amaliyotini tashkil etgandan keyin esa tashkilotni ochiq jamiyatga aylantirish, aksiyadorlik jamiyati ochik jamiyat sifatida samarali ishlashini ta’minlash uchun o‘zgarishlarni amalga oshirish singari ishlarni amalga oshirish lozim.

Kompaniya, odatda, uning faoliyatini moliyalashtirish uchun zarur bo‘lgan miqdorda fond birjasiga qimmatli qog‘ozlar chikarish haqida o‘ylaydi. Lekin har doim ham qimmatli qog‘ozlarni fond birjasiga joylashtirish to‘g‘ri tanlov bo‘lmasligi mumkin. Shuning uchun ham qimmatli qog‘ozlarni birjaga joylashtirish to‘g‘risida qaror qabul qilishdan oldin, kompaniya bir qator masalalarga oydinlik kiritib olishi zarur. Quyidagi jadvalda aksiyadorlik jamiyatlari tomonidan qimmatli qog‘ozlarni fond birjasida joylashtirishdan oldin oydinlik kiritib olishi lozim bo‘ladigan masalalarni ko‘rishimiz mumkin.

**Hamkorlarni baholash testi: IPO uchun sheriklar va maslahatchilarni tanlashga ta'sir qiluvchi asosiy omillar<sup>16</sup>**

Ularda kerakli tajriba va aloqalar mavjudmi?	Ular kerakli malakaga egami?	Ular sizning kompaniyangiz manfaatlarini inobatga oladimi?
<ul style="list-style-type: none"> <li>- Ular bizga o'xshash kompaniyalarga muvaffaqiyatli IPO o'tkazishda yordam berishdimi?</li> <li>- Ular IPO jarayonidagi rolini tushunadimi?</li> <li>- Siz listing rejalashtirgan mamlakatlarda ular faoliyat yuritganmi?</li> <li>- Siz listingni rejalashtirgan bozorda ularning tajribasi yoki obro'i bormi?</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Ularning faoliyati bu borada xamkorlikka yo'naltirilganmi?</li> <li>- Ular birgalikdagi faoliyat davomida yuzaga kelishi mumkin bo'lgan vaziyatlarda o'zaro fikr va muloxaza almashadimi?</li> <li>- Ular professional va sifatli xizmatlarni taqdim eta oladimi?</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Ular har bir muammoning eng yaxshi yechimini topish uchun mukobil variantlarni ko'rib chikishadimi?</li> <li>- Ular sizga jarayonni tushuntirishda yordam berishdan manfaatdormi?</li> <li>- Ular sizning kompaniyangizning o'ziga xos extiyojlarini qondirish uchun, siz bilan ishlash uchun eng yaxshi yo'nalishni bera oladimi?</li> </ul>

Ko'pgina kompaniyalar IPO ga to'g'ridan-to'g'ri tayyorgarlik boshlanishidan ancha oldin ochiq jamiyat sifatida ishlashga tayyorgarlik ko'radilar. Oldindan tayyorgarlik loyihani amalga oshirish jarayonida muvaffaqiyatsizlik va kutilmagan hodisalarsiz kerakli natijaga erishishning asosiy omillaridan biridir. Bunday tayyorgarlik jarayonning dastlabki bosqichida tegishli choralar ko'rishga imkon beradi va tashkilotning tuzilishi yoki bitimlari bilan bog'lik aniqlangan kamchiliklarni bartaraf etishga imkon beradi, bu esa kompaniyaga IPO dan maksimal foyda olish imkonini beradi. Qimmatli qog'ozlarni fond birjasida joylashtirishdan oldin oydinlik kiritib olish lozim bo'ladigan masalalarni ko'rishimiz mumkin.

Aksiyadorlik jamiyati tomonidan IPOga tayyorgarlik ko'rish jarayonida maqsad qo'yish, investorlar uchun ma'lumot tayyorlash, IPO bo'yicha maslahatchi topish, birjani to'g'ri tanlash, IPOga tayyorlik testidan o'tish, jadvalni tuzish, kamchiliklarni bartaraf etish, hamkorlarni tanlash, investorlar bilan aloqalar bo'limini yaratish, moliyaviy hisobotlarni tayyorlash singari jarayonlarni va har bir jarayonda amalga oshirilishi lozim bo'ladigan ishlarni aniq belgilab olishi va ushbu ishlarni bajarishi aksiyadorlik jamiyati tomonidan amalga oshirilayotgan ommaviy joylashtirish amaliyotini muvaffaqiyatli bo'lishini ta'minlab beradi.

IROni tayyorligini baholash (IPO-diagnostika) kompaniyaga muvaffaqiyatli bitimning muhim jihatlarini tahlil qilish imkonini beradi. Bu jihatlariga quyidagilar kiradi.

Odatda, kompaniyalar IPO jarayoni boshlanishidan ancha oldin ochiq aksiyadorlik jamiyati sifatida faoliyat yuritishga tayyorgarlik ko'radilar. Kompaniyaning tayyorligiga qarab, IPO jarayoni 4-12 oygacha davom etishi mumkin. Dastlabki tayyorgarlik - bu fond birjasiga muvaffaqiyatli kirishning asosiy

<sup>16</sup> <https://www.pwc.ru/en/capital-markets/assets/roadmap-for-an-ipo-rus.pdf>

omillaridan biri bo‘lib, bu kompaniyaga IPO jarayonini muammosiz va samarali amalga oshirishga imkon beradi. Har bir bozorda qimmatli qog‘ozlar chivariluvini tayyorlash va joylashtirish muddati tartibga solish talablaridagi jihatlar tufayli farq qiladi.

Bugungi kunga kelib mamlakatimizda aksiyalarni birlamchi ochiq joylashtirish (IPO) amaliyotiga hukumat darajasida jiddiy e‘tibor qaratilmoqda. Bunda IPO operatsiyalarining muvaffaqiyatli kechishi aksiyadorlik jamiyatlari qimmatli qog‘ozlarining daromadlilik darajasiga ko‘p jihatdan bog‘liq.

Xalqaro fond birjalarida IPO operatsiyalarini tashkil etishda esa listing talablari va soliq omilini xam hisobga olish, bunda moliyaviy va soliq maslahatchilari xizmatidan foydalanish tavsiya etiladi.

## 11-jadval

### IPO - diagnostikasi natijasida tahlil qilinishi lozim bo‘lgan jihatlar<sup>17</sup>

<b>Guruh tarkibi</b>	Guruh ro‘yxati qaysi kompaniya orqali o‘tishi va qaysi kompaniyalar guruhga kirishi (va qaysi biri kiritilmasligi) masalasini ko‘rib chiqish. Ushbu masalalarni hal qilish bitim tuzilishiga, soliqni rejalashtirishga bog‘liq bo‘lishi mumkin.
<b>Moliyaviy ma‘lumotlar</b>	Emissiya risolasida ishtirok etish uchun oldingi uch yil davomida moliyaviy axborotni shakllantirish. Kompaniyaning buxgalteriya siyosatining oshkor qilish qoidalariga muvofiqligini baholashda davlat kompaniyalari, shu jumladan segmentlar bo‘yicha hisobot berish majburiydir.
<b>Korporativ boshqaruv</b>	Korporativ boshqaruvni tashkil etishning, shu jumladan, kuzatuv (direktorlar) kengashi va qo‘mitalar tuzilmasini, shuningdek, aksiyadorlik jamiyati talablariga muvofiqligini ta‘minlash uchun zarur bo‘lgan o‘zgarishlarni baholash.
<b>Moliyaviy funksiyaning samaradorligi</b>	Kompaniyada faoliyat yuritayotgan tizimlarni shu jumladan IT-tizimlarini, moliyaviy hisobotlarni tuzish va boshqaruv axborot tizimlarini, byudjetlashtirish va rejalashtirish tizimlarini baholash.
<b>Normativ - huquqiy talablarga rioya etilishi xavfi va masalalari</b>	Mavjud tizimlarni. shu jumladan jinoiy yo‘l bilan olingan pul mablag‘larini oqlashni nazorat qilish tizimini baholash; qonunbuzilishlar haqida, maxfiy axborot tizimi; biznes yuritish kodeksi hamda ichki audit tizimi.
<b>IPO uchun birja platformasini tanlash</b>	Birlamchi IPO talablari va ko‘rib chiqilayotgan tayyorgarlik jarayonining dastlabki bosqichlarida birjalarda listingni o‘tkazishdagi farqlarni taxlil qilish, kompaniyaning IPO o‘tkazishni qabul qilish mezonlariga muvofiqligi bilan bog‘liq bo‘lgan potensial masalalar doirasini aniqlash.

Umuman, yuqoridagi tahlillar asosida keltirgan xulosalarimiz, taklif va tavsiyalarimizni amaliyotda joriy etish aksiyadorlik jamiyatlarining fond bozoridagi faolligini oshirishga xizmat qiladi deb hisoblaymiz. Bu o‘z navbatida aksiyadorlik jamiyatlari faoliyat ko‘lami kengayishiga va moliyaviy barqarorligi o‘shishiga, mulkdorlar tarkibining kengayishiga va umumiy holda mamlakat ijtimoiy-iqtisodiy taraqqiyotini ta‘minlashda muhim ahamiyat kasb etadi deb o‘ylaymiz.

<sup>17</sup> Muallif tomonidan tuzilgan

Aksiyalarni ochiq obuna tarzida xalqaro fond birjalarida joylashtirish, ya'ni IPO operatsiyalarining tashkiliy xususiyatlariga doir quyidagi xulosalarni alohida keltirib o'tish mumkin:

Birinchidan, aksiyalarni ochiq obuna tartibida joylashtirish nisbatan yuqori miqdordagi xarajatlarni, ko'p vaqtni talab qilsada katta miqdordagi kapitalni ham jalb qilish imkonini beradi. Bu o'z navbatida yangidan-yangi istiqbolli loyihalarni amalga oshirish imkonini beradi.

Ikkinchidan, rivojlanayotgan davlatlardagi strategik ahamiyatga ega korporativ tuzilmalar tomonidan IPO operatsiyalarini tashkil etish va o'tkazish jarayonida mazkur amaliyotning kamchiliklarini e'tibordan chetda qoldirmaslik zarur. Chunki, g'arazli kayfiyatdagi investorlarning korporativ tuzilmalar faoliyatiga kirib kelishi kompaniya moliyaviy xavfsizligiga putur yetkazishi bilan bir vaqtda mamlakat iqtisodiyotiga ham jiddiy salbiy ta'sir ko'rsatishi mumkin.

Uchinchidan, potensial investorlarni jalb qilish maqsadida taqdimotlar o'tkazish jarayonida investor faoliyati tashkil etilgan davlatda soliqqa tortish darajasini ham hisobga olish lozim. Chunki dividendlarga nisbatan soliq yuki yuqori bo'lgan davlatlarda aksiyalar sotib olish orqali daromad ko'rishga intilish darajasi nihoyatda past bo'ladi.

To'rtinchidan, mamlakatimizda faoliyat ko'rsatayotgan aksiyadorlik jamiyatlari aksiyalarini xalqaro fond birjalarida ochiq joylashtirish amaliyotini tashkil etishda listing talablaridan biri hisoblangan dastlabki to'lovlar va har yillik to'lovlar darajasini hisobga olish lozim. Chunki bunday to'lovlarning amalga oshirilishi aksiyadorlik jamiyatlari moliyaviy holatiga jiddiy ta'sir ko'rsatmasligi talab etiladi.

## **XULOSA**

Dissertatsiya tadqiqoti asosida quyidagi xulosa va tavsiyalar ishlab chiqildi.

1. Aksiyalarni birlamchi ommaviy joylashtirish – eng kamida bir yildan bir necha yilgacha cho'zilib ketishi mumkin bo'lgan uzoq muddatli jarayon bo'lib, unda kompaniya o'z aksiyalarini cheklanmagan doiradagi jismoniy va yuridik shaxslarga ommaviy sotishi mumkin. Kompaniya IPO ga chiqishdan oldin bo'lajak investorlar uchun ma'lumotlar shaffofligini ta'minlash, moliyaviy faoliyati auditini o'tkazish va kompaniya tashkiliy tuzilmasini qayta ko'rib chiqish bilan bog'liq katta hajmdagi ishlarni amalga oshiradi. Shuningdek, kompaniyaning uzoq muddatli strategiyasi va maqsadlari ishlab chiqiladi. IPO ni boshlash uchun anderrayter tanlab olinib, uning yordamida fond birjasida listingga kirish shartlari bajarilib, ommaviy taklif etilayotgan aksiyalarning narx diapazoni o'rnatiladi. IPOning so'ngida uning muvaffaqiyatlilik darajasi hisoblanib, natijalar tahlil qilinadi. 2024-yilga qadar O'zbekistonda 8 ta IPO o'tkazilgan bo'lib, keyingi yillarda davlat mulki xususiylashtirish maqsadida yana kamida 35 ta kompaniyadagi davlat ulushi IPOga chiqarilishi belgilangan.

2. Kompaniya aksiyalarini fond bozorida ommaviy joylashtirishda nafaqat mahalliy aholi va investorlar, balki xorijiy sarmoyadorlarni ham jalb qilish IPO ga chiqarilgan aksiyalarning to'liq sotilishiga va kompaniyaning maksimum daromad olishiga sabab bo'lishi mumkin. O'zbekiston fond bozorida xorijiy investorlarning

harakati cheklanganligi va chet el investorlarining mamlakatdagi iqtisodiy siyosatga ishonchsizligi sababli fond bozori savdolarida ularning ishtiroki deyarli kuzatilmaydi. Shu bois, kompaniya aksiyalarini IPO ga chiqarishda nafaqat mahalliy fond bozori, balki xorijiy fond bozoriga ham kross-listing mexanizmi asosida joylashtirish xorijiy investorlarni mamlakatga jalb qilishga olib kelishi mumkin.

3. Xorijiy mamlakatlarda o'tkazilgan IPOlar tahlili shuni ko'rsatmoqdaki, IPOlarning muvaffaqiyatli o'tishi aksariyat hollarda anderrayterlarning sa'y-harakatlariga bog'liqdir. Bunda kompaniya IPOga chiqishdan oldin anderrayterlar takliflarini puxta o'rganib, ular orasida eng yaxshisini tanlashi zarur. Shuni alohida ta'kidlash kerakki, har doim ham anderrayterlar tomonidan bildirilgan eng yaxshi taklif kompaniya uchun eng manfaatli bo'lmasligi mumkin. Bunday holatda IPOga chiqayotgan kompaniyalar anderrayterlarni nufuziga qarab tanlashi zarur. Shuningdek, kompaniyalar aksiyalarini ommaviy joylashtirish yagona anderrayter tomonidan o'tkaziladigan hollarda ham IPOlarning muvaffaqiyatsiz yakunlanish sabablaridan biri bo'lishi mumkin. Shu bois, xorijiy mamlakatlarda kompaniyalarni ommaviylashtirish jarayoni anderrayterlarning birlashishi – anderrayterlar sindikatini tashkil etish orqali amalga oshiriladi. Mazkur tajriba hozirga qadar O'zbekiston amaliyotida joriy qilinmaganligi bois kompaniyalar tomonidan o'tkazilgan IPOlarga yetarli darajada investorlar jalb qilinmasligiga olib kelgan.

4. Kompaniya tomonidan o'tkaziladigan IPOning muvaffaqiyatli bo'lishi ko'p omillarga bog'liq bo'lib, tadqiqot ishida doirasida ishlab chiqilgan IPOning muvaffaqiyatlilik darajasini bevosita va uzoq muddatli ta'sir indikatorlari orqali aniqlash uslubiyoti mamlakatda o'tkazilgan IPOlarning muvaffaqiyatlilik darajasini hisoblash va kelgusida o'tkazilishi rejalashtirilgan IPOlarning muvaffaqiyatlilik darajasini turli xil ssenariylar asosida aniqlash imkoniyatini taqdim etadi. Tadqiqot doirasida o'tkazilgan tahlillar natijasida shuni xulosa qilish mumkinki, O'zbekistonda tashkil etilgan umumiy 8 ta IPOning 2 tasi muvaffaqiyatli va 6 tasi muvaffaqiyatsiz yakunlangan. Muvaffaqiyatsiz yakunlanganlarning asosiy sabablari sifatida, eng avvalo, anderrayterlar institutining yaxshi shakllanmaganligi, IPOga chiqadigan kompaniya rahbariyati va xodimlarining IPO to'g'risida yetarlicha bilim va ko'nikmaga, IPOga nisbatan hayrihox emasligi hamda aholiga kompaniya to'g'risidagi ma'lumotlarning to'liq yetkazilmayotganligi ko'rsatilgan.

5. Kompaniyalar IPOga chiqishdan oldin faoliyati shaffofligini, barcha ma'lumotlarning ochiqqligini ta'minlashi talab etiladi. O'zbekistonda o'tkazilgan IPOlar tahlili shuni ko'rsatadiki, kompaniyaning transparentlik darajasi qanchalik yuqori bo'lsa, IPOning muvaffaqiyatli yakunlanishi ehtimoli shuncha yuqori bo'ladi. Tadqiqot ishi doirasida 6 ta IPO ga chiqqan kompaniyalarning transparentlik darajasi tahlil qilinib, shaffoflik darajasi yetarli darajada ta'minlanmaganligi natijasida aniqlangan.

6. Dunyoda yuzaga kelgan geosiyosiy noaniqlik va iqtisodiyotdagi keskin o'zgarishlar oqibatida IPO bozori keskin tushush davri sifatida qaralmoqda. Bu esa o'z navbatida investorlarning fond bozorlariga bo'lgan ishonch va iqziquishlari susayganini anglatadi. Bunday geosiyosiy keskinlik sharoitida IPO bozorining keyingi yillarda rivojlanish tendensiyalarini aniq tavsiflab bo'lmaaydi. Sababi,

mamlakatlar o'rtasida siyosiy munosabatlar yaxshilanmas ekan kompaniyalarning IPOga chiqishida salbiy oqibatlariga olib kelishi mumkin.

Xulosa qilib aytganda, kompaniyalarning fond bozoriga aksiyalarni birlamchi ommaviy joylashtirish orqali chiqishi ularni o'z oldiga qo'ygan maqsadlariga erishishlari uchun zarur kapitalni jalb qilish hamda mamlakat aholisi va xorijiy investorlar orasida kompaniya brendini tanitish uchun kuchli mexanizm sifatida xizmat qiladi.

**НАУЧНЫЙ СОВЕТ DSc.22/29.12.2023.I.175.01  
ПО ПРИСУЖДЕНИЮ УЧЕНЫХ СТЕПЕНЕЙ ПРИ  
ТАШКЕНТСКОМ МЕЖДУНАРОДНОМ УНИВЕРСИТЕТЕ**  

---

**ТАШКЕНТСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ ЭКОНОМИЧЕСКИЙ  
УНИВЕРСИТЕТ**

**КАДИРОВА УМИДА ЭРГАШЕВНА**

**СОВЕРШЕНСТВОВАНИЕ РЕАЛИЗАЦИИ ПРОЦЕССА  
ПУБЛИЧНОГО ПРО В АКЦИОНЕРНЫХ ОБЩЕСТВАХ С  
ГОСУДАРСТВЕННОЙ ДОЛЕЙ УЧАСТИЯ**

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

**АВТОРЕФЕРАТ**  
диссертации на соискание ученой степени  
доктора философии (Doctor of Philosophy) по экономическим наукам

город Ташкент – 2025 год

Тема диссертации на соискание ученой степени доктора философии (PhD) по экономическим наукам зарегистрирована в Высшей аттестационной комиссии при Министерстве высшего образования, науки и инноваций Республики Узбекистан под номером B2024.1.PhD/Iqt3754.

Диссертация выполнена в Ташкентском государственном экономическом университете. Автореферат диссертации размещен на трех языках (узбекском, русском, английском (резюме)) на веб-сайте Научного совета ([www.tiu.uz](http://www.tiu.uz)) и Информационно-образовательном портале "ZiyoNet" ([www.ziyo.net](http://www.ziyo.net)).

**Научный руководитель:** Рахмонов Дилшоджон Алиджонович  
доктор экономических наук, профессор

**Официальные оппоненты:** Абдурахмонов Илёс Хуршидович  
доктор экономических наук, доцент

Алмардонов Мухаммади Ибрагимович  
доктор экономических наук, профессор

**Yetakchi tashkilot:** Ташкентский филиал Российского экономического университета имени Г.И.Плеханова

Защита диссертации состоится 12<sup>00</sup> в час. «09» 08 2025 г. на заседании Научного совета DSc.22/29.12.2023.I.175.01 по присуждению ученых степеней при Ташкентском международном университете. (Адрес: 100114, г. Ташкент, улица Малая кольцевая, дом 7. Тел.: (99895) 131-55-55; факс: (99895) 131-55-55; e-mail: [info@tiu.uz](mailto:info@tiu.uz))

С диссертацией можно ознакомиться в Информационно-ресурсном центре Ташкентского международного университета (внесен в список под № 81). Адрес: 100114, г. Ташкент, улица Малая кольцевая, дом 7. Тел.: (99895) 131-55-55; факс: (99895) 131-55-55; e-mail: [info@tiu.uz](mailto:info@tiu.uz)

Автореферат диссертации разослан «25» 07 2025 года.  
(реестр протокола рассылки № 30 от «17» 05 2025 года)



**Н.Х.Жумаев**  
Председатель научного совета по присуждению ученых степеней, доктор экономических наук, профессор

**А.Т.Абсаламов**  
Ученый секретарь научного совета по присуждению ученых степеней, доктор экономических наук, доцент

**А.Р. Норов**  
Заместитель председателя научного семинара при научном совете по присуждению ученых степеней, доктор экономических наук, профессор

## **ВВЕДЕНИЕ (аннотация диссертации доктора философии (PhD))**

**Актуальность и необходимость темы диссертации.** В условиях глобализации в мире практика реального IPO является одним из наиболее распространенных механизмов финансирования акционерных обществ с государственной долей в привлечении финансовых ресурсов для финансирования своей деятельности, расширения производственных мощностей, выхода на новые рынки и повышения уровня конкурентоспособности. В частности, капитал, привлеченный посредством IPO и SPO, не только укрепляет экономическую устойчивость компании, но и расширяет ее возможности для совершенствования системы корпоративного управления, развития корпоративной культуры и выхода на международные финансовые рынки. Акционерные общества проявляют особую активность в проведении IPO на рынках Индии, США и Европы. В частности, в Индии в 2024 году было проведено 327 IPO, привлечено средств на сумму 19,9 миллиарда долларов<sup>18</sup>. Это, в свою очередь, показывает, насколько важно IPO как источник привлечения дополнительных инвестиций для развития компании и достижения поставленных целей.

В мире проводятся широкомасштабные научные исследования по совершенствованию практики публичного размещения акций. Эти исследования охватывают такие вопросы, как роль практики массового размещения в экономике, ее виды и сущность, а также важность и необходимость организации этой практики корпоративными структурами. Однако в существующих исследованиях недостаточно глубоко изучены проблемы и закономерности, связанные с эффективной организацией практики публичного размещения акций, возможности публичного размещения акций в процессе приватизации, вопросы эффективного формирования системы отношений с инвесторами после публичного размещения, а также особенности деятельности организаторов торгов в процессе публичного размещения. Поэтому научные исследования, проводимые в этом направлении, сегодня имеют высокую актуальность.

В настоящее время в Узбекистане проводится широкомасштабная работа по развитию рынка ценных бумаг. В частности, в последние годы в стране созданы институциональные основы для развития рынка ценных бумаг. Вместе с тем, такие проблемы, как отсутствие независимого государственного органа по развитию финансового рынка, неэффективная организация деятельности фондового рынка, в частности, несовершенство механизма оценки активов фондового рынка, препятствуют полноценному использованию имеющихся возможностей в данной сфере. Поэтому в Стратегии развития Нового Узбекистана на 2022-2026 годы особо определена задача "в целях увеличения финансовых ресурсов в экономике в ближайшие

---

<sup>18</sup> <https://www.visualcapitalist.com/visualizing-global-ipos-in-2024-by-country/?weekend-reading-link-210225/>

пять лет довести оборот фондового рынка с 200 миллионов долларов США до 7 миллиардов долларов США"<sup>19</sup>.

Указы Президента Республики Узбекистан № УП-4933 от 17 января 2017 года «О мерах по ускорению реализации государственных активов для предпринимательских целей и дальнейшему упрощению ее процедур», № УП-4947 от 7 февраля 2017 года «О Стратегии действий по дальнейшему развитию Республики Узбекистан», № УП-5927 от 8 января 2020 года «О дополнительных мерах по сокращению государственного участия в экономике и усилению роли частного сектора», № УП-6207 от 13 апреля 2021 года «О мерах по дальнейшему развитию рынка капитала», № УП-186 от 25 августа 2022 года «О дополнительных мерах по ускорению приватизации стратегических государственных активов и сокращению государственного участия», Постановления Кабинета Министров Республики Узбекистан № УП-256 от 14 декабря 2022 года «О дополнительных мерах по реформированию государственных предприятий и повышению эффективности их деятельности», а также Постановлений Кабинета Министров Республики Узбекистан № 268 от 10 мая 2017 года «Об организации публичного размещения акций на Фондовой бирже», № ПП-5052 от 13 апреля 2021 года «О мерах по дальнейшему развитию рынка капитала и улучшению инвестиционного климата», № ПП-3666 от 25 августа 2022 года «О мерах по эффективному управлению государственными активами и новому этапу их приватизации», № ПП-102 от 24 марта 2023 года «О мерах по расширению государственного участия в экономике», «О дополнительных мерах по сокращению количества первичных размещений акций» и Постановления № ПП-2 от 5 января 2024 года «О мерах по либерализации рынка капитала и ускорению процессов IPO» и других нормативно-правовых документов, касающихся отрасли, данное диссертационное исследование в определенной мере послужит реализации задач, изложенных в

**Соответствие исследования приоритетным направлениям развития науки и технологий республики.** Данная диссертация выполнена 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.** Исследовательская работа основана на современных достижениях экономической теории, а также на общей теории рынка ценных бумаг и биржевой деятельности и зарубежном опыте в этой области. В частности, среди ученых дальнего зарубежья, проводивших исследования по изучению проблем рынка ценных бумаг, можно отметить Р.Ибботсона, Р.Левина, А.Демирж-Канта, Р.Геддеса, К.Рока, А. де ла Торре, Дж.Риттера, И.Вельча, Дж.Брау, С.Фюсета, Т.Чемманура, Д.Брэдли и других<sup>20</sup>.

---

<sup>19</sup> Указ Президента Республики Узбекистан "О Стратегии развития Нового Узбекистана на 2022-2026 годы." No УП-60, 28 января 2022 года.

<sup>20</sup> Ibbotson R. Price performance of common stock new issues. (1975) Journal of Financial Economics, 2 (3), pp. 235-272.; Ritter, J. R., and I. Welch, 2002, A review of IPO activity, pricing, and allocations, Journal of Finance 57, 1795-32

Научно-исследовательские работы, посвященные полному и детальному изучению рынка ценных бумаг, проводились такими зарубежными учеными, как Я.Миркин, Б.Рубцов, Н.Берзон, В.Галанов, Б.Алексин, А.Аникин<sup>21</sup>.

В Узбекистане также проведен ряд научно-исследовательских работ по рынку ценных бумаг, его развитию и деятельности на сегодняшний день. В частности, проблемы развития фондового рынка республики нашли отражение в научно-исследовательских работах И.Бутикова, Н.Каримова, Ш.Шохаъзамий, М.Хамидуллина, У.Алиева, В.Котова, Ф.Мухамедова, С.Элмирзаева, Х.Худойкулова, Ж.Каримкулова, У.Халикова, А.Аликулова, Н.Абдуллаевой, А.Хужамуродова, Ш.Сайдуллаева и других<sup>22</sup>.

**Связь диссертационного исследования с планами научно-исследовательских работ высшего образовательного учреждения, где выполнена диссертация.** Данная исследовательская работа подготовлена в рамках научных проектов в соответствии с планом научно-исследовательских работ Ташкентского государственного экономического университета.

**Целью исследования** является разработка научных предложений и практических рекомендаций, направленных на совершенствование процесса популистское IPO в акционерных обществах с государственной долей.

**Задачи исследования:**

---

1828.; Welch, I., 1991, An empirical analysis of models of contract choice in initial public offerings, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 26, 497–518.; Geddes R. IPO and subsequent stock offering. (2008) Olympus Business; James C. Brau, Stanley E. Fawcett. *Initial Public Offerings: An Analysis of Theory and Practice*. (2006) *The Journal of Finance*; Chemmanur, T. J., and P. Fulghieri, 1999, A theory of the going-public decision, *Review of Financial Studies* 12, 249–279.; Bradley, D., J. W. Cooney, B. Jordan, and A. K. Singh, 2004, Negotiation and the IPO offer price: A comparison of integer vs. non-integer IPOs, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 39, 517–540.; James Brau, Bill Fransis, Ninon Kohers. *The Choice of IPO versus Take-over: Empirical Evidence*. / Brau // *The Journal of Business*, vol. 76, issue 4, 583-612 – 2003 – 15 p.

<sup>21</sup> Я.Миркин. Рынок ценных бумаг. Учебное пособие. 2002. – 87 с.; Рубцов Б.Б., Напольнов А.В. Мировой и российский рынки IPO: анализ тенденций и перспектив развития // *Эффективное антикризисное управление*. 2011. № 5. С. 60-69.; Шевченко Д.А., Хомяков Д.П. Проблемы IPO на рынке ценных бумаг материкового Китая // *Финансы и кредит*. 2015. № 32. С. 39-47.; Корень А.В. Международные биржевые фонды как основа диверсификации инвестиционного портфеля // *В мире научных открытий*. – 2010. – № 4-9. – С. 53-55.; Ковалев, М. Первичное публичное размещение акций: перспективы / М. Ковалев // *Вестник ассоциации белорусских банков*. – 2018 – 5 с.

<sup>22</sup> Бутиков И. Рынок ценных бумаг. Учебник. – Т.: Консаудитинформ, 2001. - 496 б.; Karimov, N., & Saydullaev, S. (2019). Prospects for the development of the stock market: The first IPO and SPO analysis conducted by the companies of Uzbekistan. *Journal of Advanced Research in Dynamical and Control Systems*, 11(7), 938-950.; Шохаъзамий Ш.Ш. Биржевая деятельность. Учебник. - Т.: IIm Ziyu, 2006. - 288 с.; 49.; Хамидулин М.Б. Развитие финансового механизма корпоративного управления. – Т.: Молия, 2008. - 204 с.; Алиев У.М. Пути совершенствования функционирования инфраструктуры рынка ценных бумаг: Автореферат дисс... к.э.н. – Ташкент, 2008. - 19 с.; Котов В.А. Организация рынка ценных бумаг. – Т.: Молия, 2007. – 23с.; Muxamedov F.T. O‘zbekistonda qimmatli qog‘ozlar bozori savdo tizimlarini rivojlantirish yo‘nalishlari. Iqt. fan. dokt. (DSc) diss. avtoref. – Toshkent, 2019. – 60 б.; Элмирзаев С.Э. и др. Финансовый рынок. Учебник. – Тошкент.: “IQTISOD-MOLIYA”, 2019/ - 400 с; Xudoyqulov X.X. Fond bozori aktivlarini baholash mexanizmini takomillashtirish: Iqt. fan. bo‘yicha fals. dokt. (PhD) diss. avtoref. – Toshkent, 2018. - 24 б.; Karimqulov J.I. O‘zbekiston iqtisodiyotida qimmatli qog‘ozlar bozori rolini oshirish yo‘llari: I.f.n. ...diss. avtoref. – Toshkent, 2012. - 22 b.; Xalikov U.R. O‘zbekistonda fond bozori orqali investitsion faoliyatni moliyalashtirishni takomillashtirish: Iqt. fan. bo‘yicha fals. dokt. (PhD) diss. avtoref. – Toshkent, 2017. - 24 b.; Alikulov A.T. O‘zbekistonda fond bozori orqali kapital oqimini oshirish: Iqt. fan. bo‘yicha fals. dokt. (PhD) diss. avtoref. – Toshkent, 2021. - 54 b.; Abdullaeva N.A. Fond bozorida aksiyalarni birlamchi ommaviy joylashtirish (IPO) da sug‘urta instrumentlarini qo‘llash yo‘llari. Iqtisodiyotva ta‘lim / 2020, №1.; A.Xo‘jamurodov. Iqtisodiyotni modernizatsiyalash sharoitida fand bozori infratuzilmasini takomillashtirish. Iqt. fan. bo‘yicha fals. dokt. (PhD) diss. Avtoref.

исследование теоретических основ реализации процесса популистское IPO в акционерных обществах с государственной долей;

изучение особенностей оценки стоимости и доходности акций при осуществлении процесса популистское IPO;

обоснование организационно-экономического механизма публичного размещения акций акционерных обществ с государственной долей;

анализ текущего состояния организации торговли ценными бумагами в Узбекистане в форме IPO;

освещение анализа практики акционерных обществ, акции которых размещены посредством первичного (IPO) и вторичного (SPO) публичного предложения;

эконометрический анализ факторов, влияющих на рост рыночной стоимости акций акционерных обществ;

определение перспектив использования опыта зарубежных стран в совершенствовании практики публичного размещения акций в Узбекистане;

разработка предложений и рекомендаций по совершенствованию реализации процесса популистское IPO в акционерных обществах с государственной долей.

**В качестве объектов исследования были выбраны акционерные общества, в которых осуществлялся процесс популистское IPO.**

**Предметом исследования** являются экономические отношения, возникающие в процессе популистское IPO в акционерных обществах с государственной долей.

**Методы исследования.** Для решения поставленных перед диссертацией задач были использованы методы системного анализа социально-экономических явлений, экономико-статистического анализа, наблюдения, корреляционно-регрессионного эконометрического анализа и сравнения.

**Научная новизна исследования** заключается в следующем:

обосновано предложение о внедрении порядка дистанционного онлайн-оформления заказов и депо-счетов для нерезидентов и резидентов Республики Узбекистан при реализации публичных предложений акций акционерных обществ, проводимых в ходе популистское IPO;

разработано предложение не устанавливать 0,05 процентных ограничений на приобретаемые акции для институциональных инвесторов при осуществлении процесса публичного IPO акций акционерных обществ с государственной долей;

обосновано предложение об определении андеррайтерами, инвестиционными посредниками и другими консультантами начальных ценовых лимитов акций с использованием метода дисконтированных денежных потоков при осуществлении вторичного публичного размещения (SPO) акций крупных предприятий с государственным участием;

в целях повышения инвестиционной привлекательности рынка государственных ценных бумаг и стимулирования международного притока капитала предлагается внедрить механизмы упрощения процедуры

дистанционной регистрации и открытия инвестиционного счета для иностранных инвесторов.

**Практические результаты исследования** заключается в следующем:

раскрыта сущность реализации процесса популистское IPO в акционерных обществах с государственной долей;

обоснована оценка стоимости и доходности акций при реализации процесса популистское IPO;

разработана практика открытия счетов депо при реализации публичных предложений акций акционерных обществ, проводимых в ходе популистское IPO;

разработана практика установления ограничений на приобретаемые акции для институциональных инвесторов при проведении популистское IPO;

разработаны конкретные предложения по установлению предельной стоимости акций через андеррайтеров, инвестиционных посредников и других консультантов при проведении популистское IPO;

обоснованы перспективы роста рыночной стоимости акций акционерных обществ при проведении популистское IPO.

**Достоверность результатов исследования.** Достоверность научных результатов, полученных в диссертационном исследовании, объясняется методологическим подходом, использованным в работе, и целесообразностью этих методов, тем, что информационная база была получена из официальных источников, в частности, из официальных данных акционерных обществ, осуществивших процесс популистское IPO, а также тем, что выводы, предложения и рекомендации были апробированы на практике, а результаты, полученные по развитию деятельности по первичному публичному размещению акций, были одобрены соответствующими организациями.

**Научная и практическая значимость результатов исследования.** Научная значимость результатов исследования определяется тем, что результаты, выводы и рекомендации исследования могут быть использованы в качестве источника в специальных научных работах, посвященных расширению круга теоретических и практических знаний о механизмах первичного публичного размещения акций на рынке ценных бумаг, углубленному изучению концептуальных аспектов первичного публичного размещения акций на рынке ценных бумаг.

Практическая значимость научной работы определяется тем, что практические результаты, выводы и рекомендации исследования могут быть использованы при принятии решений и определении практических мер для дальнейшего успеха намеченных и планируемых IPO, совершенствовании учебных программ в высших учебных заведениях, подготовке учебников, учебно-методических пособий, а также при преподавании таких предметов, как "Финансы", "Финансовые рынки, институты и инструменты", "Корпоративные финансы".

**Внедрение результатов исследования.** На основе полученных научных результатов по совершенствованию процесса популистское IPO в акционерных обществах с государственной долей:

при реализации публичных предложений акций акционерных обществ, проводимых в ходе популистское IPO, предложение о внедрении порядка дистанционного онлайн-осуществления депозитных счетов и размещения заявок для нерезидентов и резидентов Республики Узбекистан было использовано при формировании пункта 5 статьи 1 Закона No ЗРУ-1028 от 12 февраля 2025 года "О внесении изменений и дополнений в некоторые законодательные акты Республики Узбекистан" (справка Института парламентских исследований при Законодательной палате Олий Мажлиса Республики Узбекистан No3/dn-95 от 7 мая 2025 года). В результате это привело к увеличению участия инвесторов на вторичном рынке ценных бумаг, а также ускорению процесса торговли вторичными ценными бумагами и увеличению объема торговли;

Предложение об отсутствии ограничений в размере 0,05 процента по акциям, приобретаемым институциональными инвесторами при реализации процесса публичного IPO акций акционерных обществ с государственной долей, было использовано при формировании статьи 32 Закона No ЗРУ-907 от 14 февраля 2024 года "О приватизации государственного имущества" (Справка Института парламентских исследований при Законодательной палате Олий Мажлиса Республики Узбекистан No3/dn-95 от 7 мая 2025 года). В результате, это способствовало увеличению доли институциональных инвесторов в торговле на рынке ценных бумаг, а также развитию инфраструктуры ценных бумаг, создавая возможности для развития рынка ценных бумаг;

При осуществлении вторичного публичного размещения акций крупных предприятий с государственным участием (SPO) предложение об определении андеррайтерами, инвестиционными посредниками и другими консультантами начальных ценовых пределов акций с использованием метода дисконтированных денежных потоков было использовано при формировании статьи 21 Закона No ЗРУ-907 от 14 февраля 2024 года "О приватизации государственного имущества" (Справка Института парламентских исследований при Законодательной палате Олий Мажлиса Республики Узбекистан No3/dn-95 от 7 мая 2025 года). В результате это позволило увеличить размер пакета акций на рынке ценных бумаг, а также установить сроки выставления акций на торги и установить ценовые границы, не зависящие от номинальной и ценовой стоимости акций;

Предложение о внедрении механизмов упрощения процедуры дистанционной регистрации и открытия инвестиционного счета для иностранных инвесторов в целях повышения инвестиционной привлекательности рынка государственных ценных бумаг и стимулирования международного потока капитала было использовано при формировании пункта 3 статьи 23 Закона No ЗРУ-1025 от 7 февраля 2025 года "О внесении изменений и дополнений в некоторые законодательные акты Республики Узбекистан в связи с дальнейшим совершенствованием правовых основ корпоративных отношений" (справка Института парламентских исследований при Законодательной палате Олий Мажлиса Республики Узбекистан No3/dn-

95 от 7 мая 2025 года). В результате выход иностранных инвесторов на рынок привел к повышению ликвидности рынка ценных бумаг, расширению объемов торговли, повышению прозрачности ценообразования, а также дальнейшему развитию брокерских услуг, платформ электронной торговли и расчетных систем.

**Апробация результатов исследования.** Результаты исследования были обсуждены на 4, в том числе 2 республиканских и 2 международных научно-практических конференциях.

**Публикация результатов исследования.** Всего по теме диссертации опубликовано 8 научных работ, в том числе 4 научные статьи в научных изданиях, рекомендованных Высшей аттестационной комиссией Республики Узбекистан для публикации основных научных результатов докторских диссертаций, в том числе 3 в республиканских и 1 в зарубежных журналах.

**Структура и объем диссертации.** Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения, списка литературы и приложений. Общий объем диссертации составляет 119 страниц.

## ОСНОВНОЕ СОДЕРЖАНИЕ ДИССЕРТАЦИИ

Во **введении** обосновывается актуальность и востребованность проведенного исследования, цель и задачи исследования, характеризуются объект и предмет, показано соответствие исследования приоритетным направлениям развития науки и технологий республики, излагаются научная новизна и практические результаты исследования, раскрываются научная и практическая значимость полученных результатов, внедрение в практику результатов исследования, сведения по опубликованным работам и структуре диссертации.

В первой главе исследования "**Теоретические основы организации практики популистское IPO при публичном размещении акций**" освещены теоретические основы реализации процесса популистское IPO в акционерных обществах с государственной долей, особенности оценки стоимости и доходности акций при реализации процесса популистское IPO, а также организационно-экономический механизм публичного размещения акций акционерных обществ с государственной долей.

В результате масштабных реформ, проводимых в нашей стране в последние годы, создаются необходимые условия для устойчивого роста экономики и укрепления основ гражданского общества. Поэтому реализация процесса "Народное IPO" имеет большое значение, поскольку предоставляет гражданам страны возможность инвестировать и получать пассивный доход. Реализуя этот процесс, граждане получают возможность приобретать акции обществ публичного предложения и становятся собственниками национального богатства на основе партнерства. В свою очередь, увеличение доли владения акциями гражданами повышает их ответственность и интерес к деятельности данных предприятий. В то же время, сокращая монопольное положение государства в акционерных обществах путем публичного

размещения, государство углубляет рыночные отношения путем распределения экономических ресурсов среди широкой общественности. В современной экономике мы видим, что каждый человек нуждается в изучении инвестиционных направлений и участии в них с целью формирования источников пассивного дохода, повышения качества жизни и благосостояния, а также оставить богатое наследие своим детям.

В частности, программа "Народное IPO" - это процесс, при котором акции крупных государственных компаний Узбекистана предлагаются только гражданам Республики Узбекистан. В нашей стране компаниями, акции которых можно приобрести по программе "Народное IPO," являются:

**Таблица 1**

**Компании, акции которых можно приобрести по программе "Народное IPO"<sup>23</sup>**

<b>Название компании</b>	<b>Описание</b>
АО "Алмалыкский горно-металлургический комбинат"	Одно из крупнейших горно-металлургических предприятий Узбекистана
АО "Узбектелеком"	Крупный оператор связи в Узбекистане
АО "Узбекская Республиканская товарно-сырьевая биржа" (УзРТСБ)	Ведущая компания по выплате дивидендов в Узбекистане
"Узтемирйулконтейнер"	Перевозка грузов

Как видно из приведенной выше таблицы, все граждане нашей страны могут приобрести акции АО "Алмалыкский горно-металлургический комбинат", АО "Узбектелеком", АО "УзРТСБ" и АО "Узтемирйулконтейнер" через программу "Народное IPO."

В частности, в России программа "Народное IPO" сформировалась в 1990-х годах в процессе приватизации государственных предприятий. Этот процесс осуществлялся в три основных этапа.

В целом, развитие "Популистское IPO" в России было направлено на обеспечение участия населения в процессе приватизации государственной собственности, в ходе которого на разных этапах применялись разные подходы.

Следует отметить, что в настоящее время в России существует множество крупных компаний, которые могут провести Народное IPO в будущем. Однако из-за высокой стоимости подготовительных процессов и прямого размещения большинство из них предпочитают другие виды организационно-правовой формы. Совершенствуя методы оценки и увеличивая количество используемых инструментов, можно значительно снизить стоимость подготовительного этапа оценки компании. Это может значительно увеличить спрос на Народное IPO в будущем, а также окажет благотворное влияние на

<sup>23</sup> Создано автором

экономическую ситуацию, а также на благосостояние населения за счет создания новых рабочих мест и новых рабочих мест.

**Таблица 2**

**Этапы развития популистское IPO в России<sup>24</sup>**

№	Этапы	Годы этапов	Процесс реализации
1	Этап приватизации ваучеров	1992-1994	В целях ускорения приватизации государственного имущества каждому гражданину были розданы специальные ваучеры (приватизационные чеки). Граждане имели возможность обменять или продавать эти ваучеры на акции государственных предприятий. На этом этапе широкие слои населения были вовлечены в процесс приватизации, но из-за низкой финансовой грамотности и недостатка информации многие граждане продавали свои ваучеры по низким ценам.
2	Этап денежной приватизации	1994-1996	В этот период акции государственных предприятий стали продаваться через открытые аукционы. Главной целью было привлечение средств в государственный бюджет. Однако, поскольку финансовые возможности населения были ограничены и на этом этапе, акции в основном покупались крупными инвесторами и финансовыми группами.
3	Программы "Народное IPO"	С начала 2000-х годов	Правительство России внедрило программы "Народное IPO" для повышения участия населения в приватизации крупных государственных компаний. Например, в 2006 году акции компании "Роснефть" были выставлены на публичные торги, и гражданам была предоставлена возможность приобрести акции. На данном этапе особое внимание было уделено повышению финансовой грамотности населения и развитию инвестиционной культуры.

В Казахстане программа "Народное IPO" реализована с целью повышения инвестиционной культуры населения и развития финансового рынка путем публичного предложения акций государственных предприятий. Программа "Народное IPO" развивалась в следующие этапы.

Программа "Народное IPO" сыграла важную роль в развитии финансового рынка Казахстана и расширила инвестиционные возможности населения. "Народное IPO" даст импульс дальнейшему развитию рынка ценных бумаг в Казахстане, позволит диверсифицировать и увеличить сбережения населения, сформировать культуру инвестирования в ценные бумаги среди казахстанцев, а также повысить прозрачность и эффективность крупнейших отечественных компаний.

В частности, на наш взгляд, в каждой стране существует специальный сегмент рынка капитала, который предоставляет аналитическую и статистическую информацию о применении механизмов первичного публичного размещения акций эмитентами, и этот сегмент называется рынком IPO. В частности, глобальный рынок IPO, рынок IPO США, рынки IPO Узбекистана, хотя IPO организуются на обычных фондовых биржах, эти рынки являются сегментом, предоставляющим необходимую информацию об IPO.

<sup>24</sup> Подготовлено автором на основе информации из интернет-источников и научной литературы

Таблица 3

Этапы развития Популистское IPO в Казахстане<sup>25</sup>

№	Этапы	Годы этапов	Процесс реализации
1	Предварительное планирование	2011-2012	Правительство Казахстана объявило о программе "Народное IPO" и разработало план приватизации крупных государственных компаний.
2	Первый этап	2012-2014	Компания "КазТрансОйл" первой выставила свои акции на публичное размещение в 2012 году. Позже IPO провели KEGOC (в 2014 году) и другие компании.
3	Второй этап	2015-2017	Программа была продолжена, и акции "КазТрансГаза" и других энергетических компаний были выставлены на продажу.
4	Третий этап	2018-2020 годы	Компания "Казатомпром" провела IPO в 2018 году, что стало доступно и для международных инвесторов.
5	Четвертый этап	2021-настоящее время	В рамках программы планируется публичное размещение акций других крупных компаний, включая "Air Astana" и "КазМунайГаз."

В большинстве случаев размещение акций вновь созданных компаний на фондовых рынках трактуется как первичное публичное размещение. Однако существует ряд различий между первичным публичным размещением акций и выпуском акций на фондовом рынке на основе эмиссии (таблица 4).

Таблица 4

Различия между публичным размещением акций и обычным размещением на бирже<sup>26</sup>

Осуществляемые действия	Публичное размещение	Простое размещение
Участие андеррайтера	Андеррайтер является ключевым участником публичного размещения.	Не требуется при простом размещении
Определение цены одной акции	Выставляется на продажу на основе ценового диапазона	Выставляется на продажу по номинальной или рыночной цене
Продажа акций по лотам или траншам	Акции разбиваются на лоты и продаются одному акционеру в ограниченном количестве.	Выпускается в неограниченном количестве, всего акций можно купить/продать одним лотом
Проведение мероприятий "Рекламная кампания - "Roadshow" и "Анализ предприятия - "Dyu dilijens"	Обязательное проведение	Не будет переведено
Раскрытие информации о компании	Обязательный	Требования прозрачности не всегда соблюдаются.
Общая вероятность продажи акций	Очень высокий	Низкий

Помимо различий, представленных в первой таблице, существуют специфические участники проведения IPO, что обосновывает резкое отличие

<sup>25</sup> Подготовлено автором на основе информации из интернет-источников и научной литературы

<sup>26</sup> Karimov, N., & Saydullaev, S. (2019). Prospects for the development of the stock market: The first IPO and SPO analysis conducted by the companies of Uzbekistan. Journal of Advanced Research in Dynamical and Control Systems, 11(7), 938-950.

публичного размещения от обычного размещения. В процессе подготовки компании к IPO и прямому биржевому листингу в качестве основных участников выступают андеррайтер (лид-менеджер, который обычно выступает в качестве координатора всего проекта), юридическая фирма, аудиторская фирма и PR-агентства.

Во второй главе диссертации **"Анализ опыта IPO на рынке ценных бумаг Узбекистана"** представлен анализ текущего состояния организации торговли ценными бумагами в Узбекистане в форме IPO, анализ практики акционерных обществ, акции которых размещены посредством первичного (IPO) и вторичного (SPO) публичного предложения, и эконометрический анализ факторов, влияющих на рост рыночной стоимости акций акционерных обществ, осуществивших публичное IPO.

В последние годы в нашей стране стремительно развивается процесс размещения акций акционерных обществ с государственной долей в форме публичного предложения (IPO). Этот процесс осуществляется в целях углубления политики приватизации в стране, сокращения участия государства в экономике и развития рынка капитала. В частности, вывод государственных предприятий в крупных отраслях промышленности, энергетики и телекоммуникаций в частный сектор посредством IPO способствует расширению инвестиционных возможностей для граждан, повышению качества корпоративного управления и финансовой прозрачности компаний. Следует отметить, что в мировой практике корпоративные структуры организуют операции IPO или SPO на международных рынках, помимо национальных. Вышеуказанные аспекты показывают, что давно настало время для акционерных обществ нашей страны организовать операции IPO или SPO на региональных и международных фондовых биржах.

Впервые в практике нашей страны сделки IPO и SPO были осуществлены 28 декабря 2017 года. «Указ Президента Республики Узбекистан № ПФ-4933 от 17 января 2017 года «О мерах по ускорению реализации объектов государственной собственности для предпринимательских целей и дальнейшему упрощению ее процедур», Стратегия действий по пяти приоритетным направлениям развития Республики Узбекистан на 2017-2021 годы, подписанная Президентом Республики Узбекистан 7 февраля 2017 года, таким как «развитие фондового рынка как альтернативного источника размещения свободных средств населения», «достижение первичного размещения акций отдельных национальных предприятий на авторитетных зарубежных фондовых биржах (IPO), обеспечение их выхода на зарубежные рынки капитала», а также внедрение широко используемых в международной практике форм реализации объектов государственной собственности и привлечения широких кругов населения на фондовый рынок», Постановление Кабинета Министров Республики Узбекистан № ПФ-4933 от 1 января 17.05.2017 Соответствующее постановление № 268 «Об организации публичного размещения акций на фондовой бирже» принято 10 мая. Данным постановлением также определен перечень акционерных обществ, акции которых будут подлежать первичному публичному размещению (IPO) и вторичному публичному размещению (SPO).

Таблица 5

**Перечень АО, акции которых подлежат продаже посредством  
первичного (IPO) и вторичного (SPO) публичного предложения в  
соответствии с постановлением Кабинета Министров Республики  
Узбекистан от 10 мая 2017 года № 268<sup>27</sup>**

№	Наименование акционерных обществ	Инициатор публичного предложения акций	Осуществляющий публичное предложение акций	Форма реализации
1.	АО "Кварц"	АО "Кварц"	Национальный банк ВЭД	IPO
2.	АО "Шахрисабз вино-водочный"	Госкомконкуренции	АКБ "Асака"	SPO
3.	АО "Кокандский механический завод"	АК "Узнефтегазмаш"	Национальный банк ВЭД	SPO

Как видно из данных таблицы, акции акционерных обществ "Кварц", "Шахрисабз вино-водочный" и "Кокандский механический завод" впервые в Узбекистане официально были предложены населению через "IPO" и "SPO". В соответствии с вышеуказанным постановлением Национальный банк ВЭД назначен организатором продажи акций акционерных обществ "Кварц" и "Кокандский механический завод", а "Асакабанк" - организатором продажи акций акционерного общества "Шахрисабз вино-водочный". В соответствии с Постановлением Кабинета Министров Республики Узбекистан от 10 мая 2017 года № 268 "Об организации проведения публичного предложения акций на фондовой бирже" из 3 акционерных обществ, запланированных к проведению IPO и SPO, IPO и SPO провели Акционерное общество "Кварц" и Акционерное общество "Кокандский механический завод". Из информации видно, что акционерное общество "Шахрисабз вино-водочный", как указано в постановлении, не проводило практику SPO.

Указом Президента Республики Узбекистан от 3 апреля 2019 года № УП-4265 "О мерах по дальнейшему реформированию и повышению инвестиционной привлекательности химической промышленности" и постановлением Кабинета Министров Республики Узбекистан от 26 апреля 2019 года № 358 "Об организации проведения первичных и вторичных публичных предложений акций на фондовой бирже" было определено проведение IPO и SPO следующих акционерных обществ (таблица 6).

Как видно из данных таблицы, доля в размере 10 процентов уставного капитала АКБ "Узпромстройбанк," АКБ "Алокабанк," АКБ "Asia Alliance Bank," доля в размере 25 процентов уставного капитала АО "Жиззах пластмасса" и доля в размере 12 процентов уставного капитала АО "Узбекская республиканская товарно-сырьевая биржа," акции которых предназначены для продажи посредством первичного (IPO) и вторичного (SPO) публичного предложения, будут выставлены на публичные торги в форме IPO и SPO. Но на практике мы видим, что только одним АО "Джизак пластмасса" было

<sup>27</sup> Постановление Кабинета Министров Республики Узбекистан от 10 мая 2017 года № 268 "Об организации проведения публичного предложения акций на фондовой бирже."

проведено публичное размещение акций (IPO).

**Таблица 6**

**Перечень АО, акции которых подлежат продаже посредством  
первичного (IPO) и вторичного (SPO) публичного предложения в  
соответствии с постановлением Кабинета Министров Республики  
Узбекистан от 26 апреля 2019 года No 358<sup>28</sup>**

№	Наименование акционерных обществ	Инициатор публичного предложения акций	Форма реализации
1	АКБ "Узпромстройбанк"	АКБ "Узпромстройбанк"	IPO
2	АКБ "Алокабанк"	Фонд реконструкции и развития АО "Узбектелеком"	SPO
3	АКБ "Asia Alliance Bank"	АКБ "Asia Alliance Bank"	IPO
4	АО "Жиззах пластмасса"	АО "Жиззах пластмасса"	IPO
5	АО "Узбекская республиканская товарно-сырьевая биржа"	АО "Узметкомбинат" и АО "Алмалыкский горно-металлургический комбинат"	SPO

Остальными 4 акционерными обществами, указанными в постановлении, публичные торги в виде IPO и SPO не проводились. В частности, приведены сведения об акционерных обществах с государственной долей, в которых осуществлены и планируются процессы IPO и SPO (таблица 7).

**Таблица 7**

**Результаты практики IPO и SPO, проведенных акционерными  
обществами в нашей республике<sup>29</sup>**

Наименование эмитента, IPO/SPO	Андеррайтер/ Брокер	Количество акций на торгах и в процентах к УП	Диапазон цен	Количество полученных заявок	Удовлетворенность	Привлеченный капитал, млн. сум.
IPO АО "Кварц"	Национальный банк ВЭД	4 574 934 (10%)	3000-9100	2475039 (54.1 %)	2475039 (54.1 %)	7523.81
SPO АО "КМЗ"	Freedom Finance	2 236 452 (10%)	1000-4000	2821065 (126 %)	2236452 (100%)	2344.09
SPO АО "Кварц"	Freedom Finance	4 822 460 (5 %)	3270.4-4000	4890179 (101.4)	4822460 (100%)	15823.87
IPO АО "Жиззах Пластмасса"	Портфельные инвестиции	1 140 246 (25 %)	3400-3500	397569 (34,8 %)	397569 (34.8)	1352,62
IPO АО "UzAuto Motors"	Freedom Finance	2 700 000 (0,3 %)	72500-81500	784 703 (29,1%)	784 703 (29,1%)	56900
IPO АО "Узбектелеком"	Портфельные инвестиции	5 542 046 (2 %)	6000-10000	7 260 080 (131%)	5 542 046 (100%)	33250
IPO "Узбекинвест"	Капитально-депозитный консорциум	14 110 820 (5%)	1000-1500	17 920 000 (128%)	14 110 820 (100)	14110
SPO АО УзРТСБ	Капитально-депозитный консорциум	3 326 031 (4,44)	12900-18000	3 592 113 (108)	3 326 031 (100)	42900

Анализ показывает, что в последние годы в Республике Узбекистан ускоренными темпами осуществляются процессы приватизации акционерных

<sup>28</sup> Постановление Кабинета Министров Республики Узбекистан от 10 мая 2017 года No 268 "Об организации проведения публичного предложения акций на фондовой бирже"

<sup>29</sup> Создано автором.

обществ с государственной долей и публичного предложения их акций. Этот процесс служит целям развития рынка капитала в стране, сокращения участия государства в экономике и увеличения доли частного сектора. В частности, благодаря процессам IPO и SPO, проведенным АО "Qvari," компания разместила 4 574 934 акции, а затем 4 822 460 акций. Цена акций была установлена в диапазоне 3000-9100 сумов и 3270-4400 сумов соответственно, всего было привлечено капитала в размере 23 347,68 млн сумов. Эти средства были направлены на расширение и модернизацию производственных мощностей. В ходе СПО, проведенного АО "КМЗ," было продано 2 236 452 акции. Диапазон цен составил 1000-4000 сумов, привлечен капитал в размере 2 344,09 млн сумов. Эти средства были использованы для финансирования деятельности предприятия и технологического обновления. АО "Jizzakh Plastmassa" разместило 1 104 246 акций через IPO. Цена акций составила около 3400-3500 сумов, компания привлекла капитал в размере 1,352,62 млн сумов. Этот процесс способствовал обеспечению экономической устойчивости компании. Процесс IPO, проведенный АО UzAuto Motors, охватил 2 700 000 акций. Цена акций была высокой и была установлена в диапазоне 72500-84500 сумов, в результате чего был привлечен капитал в размере 56,900 млн сумов. Эти средства были направлены на расширение производственных мощностей и выпуск новых моделей. АО "Узбектелеком" разместило 5 542 046 акций через IPO. Цена акций находилась в диапазоне от 6000 до 10000 сумов, компания привлекла 33,250 млн сумов. Поступившие средства были направлены на обновление телекоммуникационной инфраструктуры и развитие цифровых услуг. В результате IPO, проведенного АО "Узбекинвест," было размещено 14 110 820 акций. Цена акций составила 1000-1500 сумов, компания привлекла капитал в размере 14,110 млн сумов. Эти средства были направлены на диверсификацию страховой отрасли и создание новых продуктов. В ходе SPO, проведенного УзРТСБ, было продано 3 326 031 акция и привлечен капитал в размере 42 900 млн сумов. Поступившие средства были направлены на развитие торговой инфраструктуры и повышение эффективности оказания услуг. Основными причинами реализации процессов IPO и SPO акционерных обществ с государственной долей являются необходимость увеличения доли частного сектора в экономике со стороны государства, развития рынка капитала и совершенствования механизмов публичного предложения, а также улучшения системы корпоративного управления акционерных обществ и повышения финансовой прозрачности. В результате реализации процессов IPO и SPO акционерных обществ с государственной долей расширились инвестиционные возможности акционерных обществ, увеличились возможности населения и инвесторов инвестировать в ценные бумаги, повысилась активность и конкурентоспособность рынка капитала, а также появилась возможность привлечения дополнительных финансовых ресурсов в государственный бюджет.

В целом, ниже представлен анализ финансовых показателей акционерных обществ, проведенных на "Народном IPO", их состояния до и после IPO (таблица 8).

Данные таблицы показывают, что в последние годы финансовые показатели АО "Узбектелеком" и АО "Узбекинвест" демонстрируют устойчивую тенденцию роста. В период 2020-2024 годов активы АО "Узбектелеком" выросли более чем на 45%. Собственный капитал увеличился в 5 раз, обеспечена финансовая стабильность. Показатели доходов и прибыли также неуклонно росли. Наблюдалось снижение уровня ROE, что объясняется увеличением базы капитала. Платежеспособность увеличилась с 120% до 145%, что повысило уровень финансовой безопасности компании. В период с 2020 по 2024 год активы АО "Узбекинвест" выросли почти на 92%. Собственный капитал увеличился вдвое. Положительная динамика наблюдалась и в показателях дохода и чистой прибыли. ROE редко снижался, в основном из-за расширения базы капитала.

**Таблица 8**

**Анализ финансового состояния акционерных обществ, реализованных в форме Популистское IPO в Узбекистане<sup>30</sup>**

<b>Анализ финансового состояния АО "Узтелеком"</b>					
<b>Название указателя</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023 (Пред-IPO)</b>	<b>2024 (после IPO)</b>
Активы (млрд сум)	6 788	7 936	8 732	9 300	9 850
Собственный капитал (млрд сум)	623	1 655	2 401	2 900	3 200
Доход (млрд сум)	4 445	5 403	6 360	7 000	7 500
Чистая прибыль (млрд сум)	452	939	734	800	850
ROE (рентабельность собственного капитала, %)	107%	82%	36%	27.6%	26.6%
Solvency Ratio (Платежеспособность, %)	120%	130%	135%	140%	145%
<b>Анализ финансового положения АО "Узбекинвест"</b>					
Активы (млрд сум)	250	310	370	420	480
Собственный капитал (млрд сум)	180	230	270	310	360
Доход (млрд сум)	95	112	125	140	165
Чистая прибыль (млрд сум)	18	22	25	28	35
ROE (рентабельность собственного капитала, %)	10%	9.6%	9.3%	9%	9.7%
Solvency Ratio (Платежеспособность, %)	145%	150%	155%	160%	165%

<sup>30</sup> Создано автором

Платежеспособность сохранилась на высоком уровне и достигла 165%. АО "Узбектелеком" и АО "Узбекинвест" продемонстрировали финансовую стабильность и рост после процессов IPO. Обе компании получили возможность повысить привлекательность для инвесторов, улучшить финансовые показатели и укрепить свои позиции на рынке. Снижение ROE означает рост капитала, а рост платежеспособности - повышение уровня безопасности.

В диссертационной работе при формировании модели авторегрессивно распределенного лага (ARDL) ценных бумаг через рыночные факторы, влияющие на рост рыночной стоимости акций акционерных обществ, проводивших процессы IPO на РФБ "Тошкент," были реализованы следующие этапы. В первую очередь необходимо провести единый тест корней переменных. Мы провели этот эконометрический анализ в этой модели, чтобы определить долгосрочную и краткосрочную зависимость независимых и зависимых переменных с помощью модели авторегрессивно распределенного лага (ARDL) Песарана и Шина.

По свойству ARDL-модели, переменные должны быть стационарными в нулевом и первом порядке. Модель авторегрессивно распределенного лага (ARDL), основанная на анализе единственного корня, можно представить следующим образом.

Исходя из анализа единственного корня, общий вид модели авторегрессивно распределенного лага (ARDL) можно представить следующим образом.

$$\Delta \ln MC_t = \alpha_0 + \sum_{i=1}^p \beta_i \Delta \ln MC_{t-1} + \sum_{j=1}^{q_1} \gamma_j \Delta X_{1,t-j} + \dots + \sum_{k=1}^{q_n} \delta_k \Delta X_{n,t-k} + f_2 \ln MC_{t-1} + f_2 X_{1,t-1} + \dots + f_{n+1} X_{n,t-1} + \varepsilon_t \quad (1)$$

Бу yerda,

$\ln MC_t$  — зависимая переменная (например, логарифм рыночной капитализации),

$X_1, X_2, \dots, X_n$  — независимые переменные (например: объемы публичного размещения акций, валютный курс, денежный агрегат M2, количество сделок, количество акционерных обществ, участвующих на рынке капитала),

$\Delta$  — первый разностный оператор (т.е. означает темп роста),

$f_2$  — коэффициенты, выражающие долгосрочные отношения

$\beta, \gamma, \delta$  — коэффициенты краткосрочного воздействия,

$\varepsilon_t$  — термин "белый шум".

На основании приведенной выше формулы (1) в нашем эконометрическом анализе мы формируем уровень влияния факторов, влияющих на рост рыночной стоимости акций акционерных обществ, из модели ARDL. Результаты этой сформированной модели отражены в таблице ниже (таблица 9).

Таблица 9

Оценка по модели авторегрессивно распределенного лага (ARDL)<sup>31</sup>

Оценка влияния факторов, влияющих на капитализацию РФБ "Ташкент"				
Переменные	ARDL(3, 3, 4, 1, 2, 0, 4)			
	Коэффициент	Стандартная ошибка	t-статистика	Вероятность
<i>dlnmc (-1)</i>	-0.690110	0.151021	-4.569643	0.0001**
<i>dlnmc (-2)</i>	-0.572194	0.178105	-3.212669	0.0031**
<i>dlnmc (-3)</i>	-0.332088	0.156843	-2.117332	0.0424**
<i>ddep</i>	-0.415158	0.175713	-2.362703	0.0246**
<i>ddep (-1)</i>	-0.861619	0.275312	-3.129611	0.0038**
<i>ddep (-2)</i>	-0.277740	0.282992	-0.981441	0.3340
<i>ddep (-3)</i>	-0.362900	0.222356	-1.632064	0.1128
<i>dexch</i>	-9.323148	3.696465	-2.522179	0.0170**
<i>dexch (-1)</i>	7.190519	4.075013	1.764539	0.0875
<i>dexch (-2)</i>	-1.491199	3.640405	-0.409624	0.6849
<i>dexch (-3)</i>	3.830869	3.210229	1.193332	0.2418
<i>dexch (-4)</i>	4.794563	2.678492	1.790023	0.0832
<i>dm2</i>	0.739267	1.013106	0.729704	0.4710
<i>dm2 (-1)</i>	-1.255526	0.930887	-1.348741	0.1872
<i>dqljsc</i>	-0.295138	0.239263	-1.233532	0.2266
<i>dqljsc (-1)</i>	-0.126611	0.268070	-0.472306	0.6400
<i>dqljsc (-2)</i>	-0.743054	0.241587	-3.075724	0.0044**
<i>dqmd</i>	0.006211	0.100159	0.062016	0.9509
<i>lmt</i>	-0.004420	0.015038	-0.293955	0.7708
<i>lmt (-1)</i>	-0.031612	0.016322	-1.936741	0.0619
<i>lmt (-2)</i>	0.018863	0.017916	1.052833	0.3006
<i>lmt (-3)</i>	0.009102	0.017980	0.506214	0.6163
<i>lmt (-4)</i>	0.029155	0.017757	1.641846	0.1107
<i>C</i>	0.034396	0.120214	0.286122	0.7767
Критерии модели				
Квадрат остатков (R)	0.678381			
Квадрат измененных остатков	0.439760			
F-статистика	2.842924			
Вероятность (F-статистика)	0.003592**			

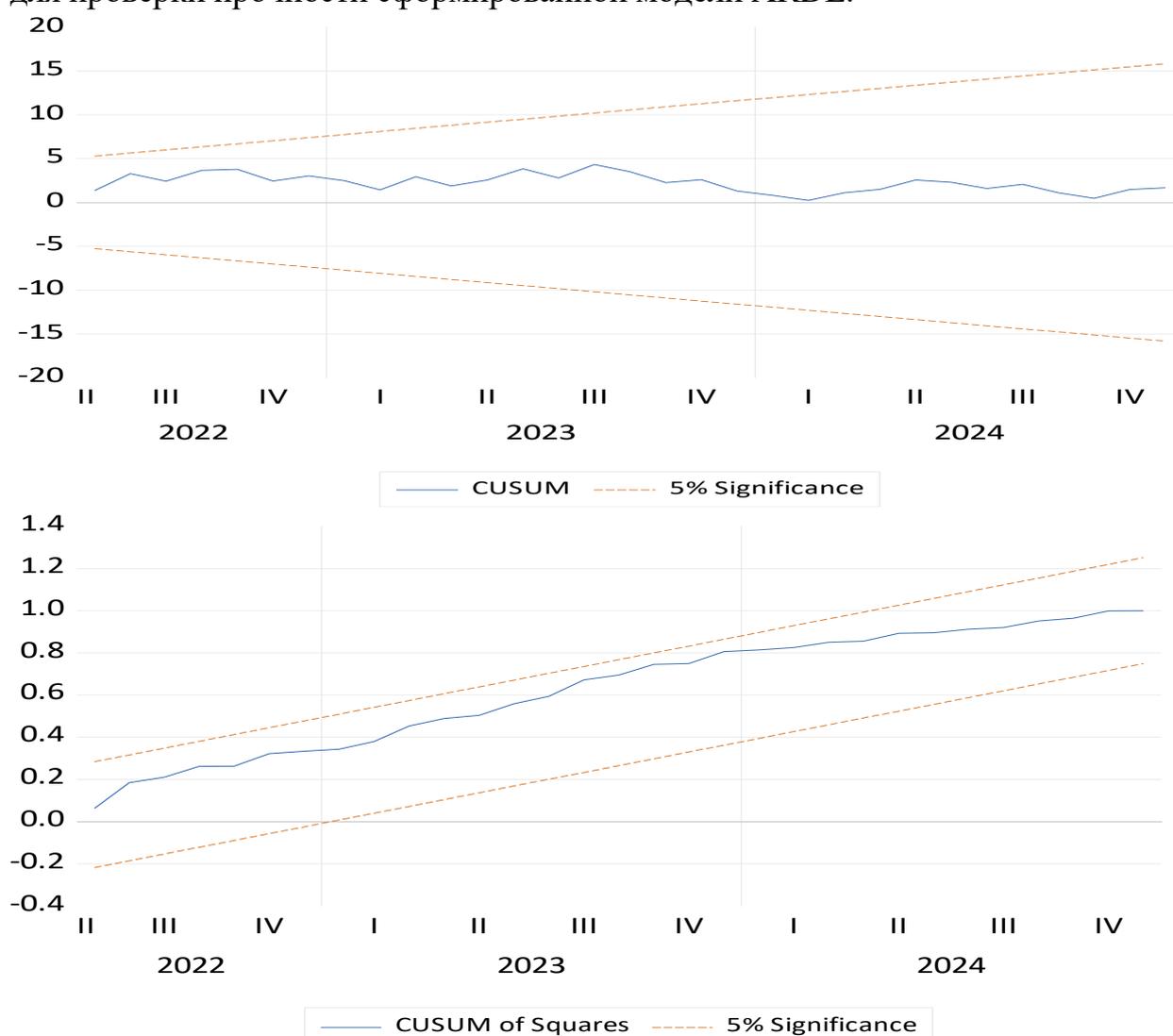
\*\*\* 1% da statistik muhimligini, \*\*5% da statistik muhimligini, \*10% da statistik muhimligini ko'rsatadi.

Данные таблицы 9 показывают, что долгосрочное влияние факторов на рыночную капитализацию на Республиканской фондовой бирже "Ташкент" оценивалось с помощью приведенных коэффициентов и уровней вероятности (p-value). Коэффициент объема публичного размещения акций составляет -0,739062, и если объем публичного размещения акций увеличится на 1 процент, рыночная капитализация снизится на 0,74 процента. Статистическая значимость этого показателя высока, а р-значение равно 0,0134. Следовательно, увеличение объемов публичного размещения акций снижает приток инвестиций на фондовый рынок. Коэффициент обменного курса узбекского сума составляет 1.927852, но вероятность (p = 0.3498) считается высокой. Следовательно, долгосрочное влияние валютного курса положительное, но не является статистически значимым. Коэффициент денежного агрегата M2 - 0.198990, р-значение 0.7353, в частности, влияние отрицательное, но не существенное. Это

<sup>31</sup> Подготовлено автором на основе данных РФБ "Ташкент" с помощью программы Eviews-9.0.

означает, что рост М2 не окажет существенного влияния на фондовый рынок. Также количество зарегистрированных на бирже акционерных обществ имеет коэффициент  $-0.448969$ ,  $p$ -значение  $0.0898$ , что является статистически значимым на уровне 10%. Следовательно, если количество компаний в списке увеличится, может наблюдаться снижение капитализации. Это свидетельствует о неэффективности их финансовых результатов и конкурентоспособности на рынке. В заключение следует отметить, что средства населения направляются на объемы публичного размещения акций вместо акций, и исследование показывает, что, несмотря на увеличение количества зарегистрированных обществ, их влияние на фондовом рынке практически не реагирует.

Капитализация рынка капитала ( $dlnmc$ ), являющаяся независимой переменной, и объемы публичного размещения акций ( $ddep$ ), валютный курс ( $dexch$ ), логарифмический денежный агрегат М2 ( $dm2$ ), количество сделок ( $dqmd$ ) и количество акционерных обществ, участвующих на рынке капитала ( $dqljsc$ ), являющиеся зависимыми переменными, проведем тест остатков SUSUM для проверки прочности сформированной модели ARDL.



**Рисунок 1. Тест SUSUM на общую сумму остатков<sup>32</sup>**

<sup>32</sup>Подготовлено автором с использованием программы Eviews-12.0 на основе данных Центрального банка Республики Узбекистан и РФБ "Ташкент."

В заключение можно сказать, что глубокий эконометрический анализ, проведенный в модели авторегрессивного распределенного лага (ARDL), показал это в результате оценки влияния объемов публичного размещения акций и валютного курса на капитализацию рынка свободного переменного капитала, проведенного на основе эконометрического анализа. На рост капитализации фондового рынка краткосрочное и долгосрочное влияние оказывают объемы публичных размещений акций и изменения валютного курса.

При увеличении объемов публичного размещения акций на 1% без изменения других факторов (*ceteris paribus*) рыночная капитализация снижается примерно на 0,7391%. Это означает меньший приток средств на фондовый рынок по сравнению с банковским сектором. Вывод заключается в том, что рост объемов публичного размещения акций ограничивает доступ инвесторов к рынку акций и снижает его капитализацию. Также при росте валютного курса на 1%, в частности, при девальвации сума, наблюдается снижение капитализации фондового рынка на 9,32%. Девальвация снижает доверие как внутренних, так и внешних инвесторов, что приводит к снижению цен на акции и общей рыночной капитализации. Поэтому стабильность валюты является стратегически важным фактором развития фондового рынка.

В третьей главе диссертации **"Основные направления реализации процесса популистское IPO в акционерных обществах с государственной долей"** изложены перспективы использования опыта зарубежных стран в совершенствовании практики публичного размещения акций в Узбекистане и направления совершенствования процесса популистское IPO в акционерных обществах с государственной долей.

Выбор партнера также важен для акционерных обществ, планирующих публичное размещение. Потому что роль выбранных партнеров в успехе практики массового размещения неопределима.

При выборе партнеров акционерными обществами, планирующими организовать практику IPO, выбирается наиболее подходящий партнер на основе аспектов, представленных в приведенной выше таблице, и тем самым достигается успешная организация практики публичного размещения. Для успешного IPO необходимо всесторонне правильное планирование, тщательная подготовка и эффективная организация. Мы рассмотрим следующие направления, которые необходимо выполнить в процессе подготовки к процессу IPO, проведения IPO и последующего процесса IPO. В процессе подготовки к IPO акционерными обществами необходимо осуществлять такие работы, как предварительное планирование и подготовка, оценка подготовки к IPO, планирование реализации IPO, а в процессе проведения IPO - такие работы, как выход на биржу, обоснование проекта, реализация IPO, а после организации практики IPO необходимо преобразовать организацию в открытое общество, осуществить изменения для обеспечения эффективной работы акционерного общества как открытого общества.

Компания обычно думает о выпуске ценных бумаг на фондовой бирже в количестве, необходимом для финансирования ее деятельности. Однако

размещение ценных бумаг на фондовой бирже не всегда может быть правильным выбором. Поэтому, прежде чем принять решение о размещении ценных бумаг на бирже, компании необходимо прояснить ряд вопросов. В следующей таблице мы можем увидеть вопросы, которые акционерные общества должны прояснить перед размещением ценных бумаг на фондовой бирже.

**Таблица 10**

**Тест оценки партнеров: основные факторы, влияющие на выбор партнеров и консультантов для IPO<sup>33</sup>**

<b>Имеют ли они необходимый опыт и связи?</b>	<b>Имеют ли они необходимую квалификацию?</b>	<b>Учитывают ли они интересы вашей компании?</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>- Помогли ли они таким компаниям, как мы, успешно провести IPO?</li> <li>- Понимают ли они свою роль в процессе IPO?</li> <li>- Действовали ли они в странах, где вы планировали листинг?</li> <li>- Есть ли у них опыт или репутация на рынке, на котором вы планируете листинг?</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Направлена ли их деятельность на сотрудничество в этом направлении?</li> <li>- Обмениваются ли они мнениями и суждениями в ситуациях, которые могут возникнуть в ходе совместной деятельности?</li> <li>- Могут ли они предоставить профессиональные и качественные услуги?</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Рассматривают ли они альтернативные варианты, чтобы найти наилучшее решение каждой проблемы?</li> <li>- Они заинтересованы в том, чтобы помочь вам объяснить процесс?</li> <li>- Могут ли они предоставить наилучшее направление для работы с вами, чтобы удовлетворить специфические потребности вашей компании?</li> </ul>

Многие компании готовятся к работе как открытые общества задолго до начала прямой подготовки к IPO. Предварительная подготовка является одним из ключевых факторов достижения желаемого результата в процессе реализации проекта без неудач и непредвиденных событий. Такая подготовка позволит принять соответствующие меры на начальном этапе процесса и устранить выявленные недостатки, связанные со структурой или сделками организации, что позволит компании получить максимальную прибыль от IPO. Мы можем рассмотреть вопросы, которые необходимо прояснить перед размещением ценных бумаг на фондовой бирже.

В процессе подготовки к IPO акционерным обществом необходимо четко определить такие процессы, как постановка целей, подготовка информации для инвесторов, поиск консультанта по IPO, правильный выбор биржи, прохождение теста на готовность к IPO, составление графика, устранение недостатков, выбор партнеров, создание отдела по связям с инвесторами, подготовка финансовой отчетности, а также работы, которые необходимо выполнить в каждом процессе, и выполнение этих работ обеспечит успешную практику публичного размещения, осуществляемую акционерным обществом.

Оценка готовности IPO (IPO-диагностика) позволяет компании проанализировать ключевые аспекты успешной сделки. К этим аспектам

<sup>33</sup> <https://www.pwc.ru/en/capital-markets/assets/roadmap-for-an-ipo-rus.pdf>

относятся следующие.

Как правило, компании готовятся к функционированию как открытые акционерные общества задолго до начала процесса IPO. В зависимости от готовности компании, процесс IPO может длиться от 4 до 12 месяцев. Предварительная подготовка - один из ключевых факторов успешного выхода на фондовую биржу, что позволяет компании без проблем и эффективно проводить процесс IPO. Сроки подготовки и размещения выпуска ценных бумаг на каждом рынке различаются из-за аспектов требований регулирования.

На сегодняшний день в нашей стране на правительственном уровне уделяется серьезное внимание практике первичного публичного размещения акций (IPO). При этом успех операций IPO во многом зависит от уровня доходности ценных бумаг акционерных обществ.

При организации операций IPO на международных фондовых биржах рекомендуется учитывать листинговые требования и налоговый фактор, а также пользоваться услугами финансовых и налоговых консультантов.

**Таблица 11**

**Аспекты, которые необходимо проанализировать в результате диагностики IPO<sup>34</sup>**

<b>Состав группы</b>	Рассмотреть, через какую компанию проходит список группы и какие компании входят в группу (и какие не входят). Решение этих вопросов может зависеть от заключения соглашения, налогового планирования.
<b>Финансовые данные</b>	Формирование финансовой информации за предыдущие три года для участия в проспекте эмиссии. При оценке соответствия учетной политики компании правилам раскрытия информации обязательна отчетность государственных компаний, в том числе по сегментам.
<b>Корпоративное управление</b>	Оценка изменений, необходимых для обеспечения соответствия организации корпоративного управления, включая структуру наблюдательного совета (директоров) и комитетов, а также требованиям акционерного общества.
<b>Эффективность финансовой функции</b>	Оценка действующих в Компании систем, включая IT-системы, информационные системы составления финансовой отчетности и управления, системы бюджетирования и планирования.
<b>Риски и вопросы соблюдения нормативно-правовых требований</b>	Оценка существующих систем, включая систему контроля за отмыванием денег, полученных преступным путем; систему конфиденциальной информации о нарушениях; кодекс ведения бизнеса и систему внутреннего аудита.
<b>Выбор биржевой платформы для IPO</b>	Проанализировать требования первичного IPO и различия в проведении листинга на биржах на ранних этапах рассматриваемого подготовительного процесса, определить круг потенциальных вопросов, связанных с соответствием компании критериям принятия проведения IPO.

<sup>34</sup> Создано автором

В целом, мы считаем, что внедрение в практику наших выводов, предложений и рекомендаций, основанных на вышеуказанном анализе, послужит повышению активности акционерных обществ на фондовом рынке. Мы считаем, что это, в свою очередь, играет важную роль в расширении масштабов деятельности акционерных обществ и повышении их финансовой устойчивости, расширении состава собственников и в целом в обеспечении социально-экономического развития страны.

По организационным особенностям размещения акций на международных фондовых биржах в форме открытой подписки, то есть операций IPO, можно выделить следующие выводы:

Во-первых, размещение акций в порядке открытой подписки позволяет привлечь относительно высокие затраты, а также большой объем капитала, хотя это и требует много времени. Это, в свою очередь, позволит реализовать новые перспективные проекты.

Во-вторых, в процессе организации и проведения операций IPO стратегически важными корпоративными структурами в развивающихся странах необходимо не упускать из виду недостатки данной практики. Потому что проникновение злонамеренных инвесторов в деятельность корпоративных структур может нанести ущерб финансовой безопасности компании и оказать серьезное негативное влияние на экономику страны.

В-третьих, в процессе проведения презентаций с целью привлечения потенциальных инвесторов необходимо учитывать уровень налогообложения в стране, где организована деятельность инвестора. Это связано с тем, что в странах с высоким налоговым бременем по отношению к дивидендам уровень стремления к получению дохода путем покупки акций крайне низок.

В-четвертых, при организации практики открытого размещения акций акционерных обществ, действующих в нашей стране, на международных фондовых биржах необходимо учитывать уровень первоначальных взносов и ежегодных платежей, которые считаются одним из требований листинга. Потому что осуществление таких платежей не должно оказывать серьезного влияния на финансовое состояние акционерных обществ.

## **ЗАКЛЮЧЕНИЕ**

На основе диссертационного исследования были разработаны следующие выводы и рекомендации.

1. Первичное публичное размещение акций - это долгосрочный процесс, который может длиться как минимум от одного года до нескольких лет, при котором компания может публично продавать свои акции неограниченному кругу физических и юридических лиц. Компания проводит большой объем работ, связанных с обеспечением прозрачности информации для потенциальных инвесторов, проведением аудита финансовой деятельности и пересмотром организационной структуры компании перед выходом на IPO. Также разрабатываются долгосрочная стратегия и цели компании. Для запуска IPO выбирается андеррайтер, с помощью которого выполняются условия листинга на фондовой бирже и устанавливается ценовой диапазон публично

предлагаемых акций. В конце IPO рассчитывается уровень его успешности и анализируются результаты. До 2024 года в Узбекистане было проведено 8 IPO, и в последующие годы планируется выставить на IPO государственные доли в не менее чем 35 компаниях с целью приватизации государственной собственности.

2. Привлечение не только местных жителей и инвесторов, но и иностранных инвесторов к публичному размещению акций компании на фондовом рынке может привести к полной продаже акций, выпущенных на IPO, и максимизации прибыли компании. В связи с ограниченным движением иностранных инвесторов на фондовом рынке Узбекистана и недоверием иностранных инвесторов к экономической политике страны, их участие в торгах фондового рынка практически не наблюдается. Поэтому размещение акций компании на IPO не только на местном фондовом рынке, но и на зарубежном фондовом рынке на основе механизма кросс-листинга может привести к привлечению иностранных инвесторов в страну.

3. Анализ IPO, проведенных в зарубежных странах, показывает, что успех IPO во многом зависит от усилий андеррайтеров. При этом компания перед выходом на IPO должна тщательно изучить предложения андеррайтеров и выбрать наилучшее из них. Следует особо отметить, что не всегда лучшее предложение, сделанное андеррайтерами, может быть наиболее выгодным для компании. В этом случае компании, выходящие на IPO, должны выбирать андеррайтеров в зависимости от их репутации. Также публичное размещение акций компаний может быть одной из причин неудачного завершения IPO, даже если оно проводится единым андеррайтером. Поэтому процесс публикации компаний в зарубежных странах осуществляется путем объединения андеррайтеров - создания синдиката андеррайтеров. Поскольку этот опыт до сих пор не был внедрен в практику Узбекистана, это привело к недостаточному привлечению инвесторов к IPO, проводимым компаниями.

4. Успех IPO, проводимого компанией, зависит от многих факторов, и разработанная в рамках исследовательской работы методика определения уровня успешности IPO через индикаторы прямого и долгосрочного воздействия позволяет рассчитать уровень успешности IPO, проведенных в стране, и определить уровень успешности планируемых IPO в будущем на основе различных сценариев. В результате анализа, проведенного в рамках исследования, можно сделать вывод, что из 8 IPO, организованных в Узбекистане, 2 были успешными, а 6 - неудачными. В качестве основных причин неудач указаны, прежде всего, недостаточная сформированность института андеррайтеров, недостаточные знания и навыки руководства и сотрудников компании, выходящей на IPO, нежелание идти на IPO, а также неполное доведение информации о компании до населения.

5. Компании обязаны обеспечить прозрачность своей деятельности и открытость всех данных перед выходом на IPO. Анализ IPO в Узбекистане показывает, что чем выше уровень транспарентности компании, тем выше вероятность успешного завершения IPO. В рамках исследовательской работы был проанализирован уровень прозрачности 6 компаний, вышедших на IPO, и

уровень прозрачности был определен в результате недостаточного обеспечения.

6. В результате возникшей в мире геополитической неопределенности и резких изменений в экономике рынок IPO рассматривается как период резкого спада. Это, в свою очередь, означает снижение доверия и интереса инвесторов к фондовым рынкам. В условиях такой геополитической напряженности невозможно точно охарактеризовать тенденции развития рынка IPO в последующие годы. Причина в том, что если политические отношения между странами не улучшатся, это может привести к негативным последствиям для IPO компаний.

Таким образом, выход компаний на фондовый рынок путем первичного публичного размещения акций служит мощным механизмом привлечения необходимого капитала для достижения поставленных целей и продвижения бренда компании среди населения страны и иностранных инвесторов.

**SCIENTIFIC COUNCIL AWARDING OF THE  
SCIENTIFIC DEGREES № DSc. 22/29.12.2023.I.175.01  
AT TASHKENT INTERNATIONAL UNIVERSITY**

---

**KADIROVA UMIDA ERGASHEVNA**

**IMPROVING THE IMPLEMENTATION OF THE PUBLIC IPO PROCESS  
IN STATE-OWNED JOINT STOCK COMPANIES**

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

**ABSTRACT**  
**of the dissertation of the Doctor of Philosophy in economic sciences**

**Tashkent city– 2025**

The topic of the dissertation of Doctor of Philosophy (PhD) in Economics is registered by the Higher Attestation Commission under the Ministry of Higher Education, Science and Innovation of the Republic of Uzbekistan under the number B2024.1.PhD/Iqt3754.

The dissertation was completed at Tashkent State University of economics.

The abstract of the dissertation is posted in three languages (Uzbek, Russian, English (summary)) on the website of the Scientific Council ([www.tiu.uz](http://www.tiu.uz)) and on the information and educational portal «Zionet» ([www.zionet.uz](http://www.zionet.uz)).

**Scientific supervisor:** Rakhmonov Dilshodjon Alidjonovich  
DSc in Economics, Professor

**Official opponents:** Abdurakhmonov Ilyos Khurshidovich  
DSc in Economics, Associate professor

Almardonov Mukhammadi Ibragimovich  
DSc in Economics, Professor

**Leading organization:** Tashkent branch of the Plekhanov  
Russian University of Economics

The defense of the dissertation will take place at 12<sup>00</sup> hours «09» 08 2025 at a meeting of the Scientific Council DSc. 22/29.12.2023.I.175.01 for awarding scientific degrees at Tashkent International University. Address: 100114, Tashkent city, Small Ring Road Street, House 7. Tel.: (95) 131-55-55; e-mail: [info@tiu.uz](mailto:info@tiu.uz).

The dissertation can be reviewed at the Information Resource Center of Tashkent International University (registered under No 81). Address: 100114, Tashkent, Kichik halqa yo'li street, 7. Tel.: (99895) 131-55-55; fax: (99895) 131-55-55; e-mail: [info@tiu.uz](mailto:info@tiu.uz)

The dissertation abstract was distributed on «25» 07 2025.

(Mailing report № 30 on «17» 05 2025)



  
**N.Kh. Jumaev**  
Chairman of the Scientific Council  
for awarding of Scientific Degrees,  
DSc in Economics, Professor

  
**A.T. Absalamov**  
Chairman of the Scientific Council  
for awarding of Scientific Degrees,  
DSc in Economics, Associate  
professor

  
**A.R. Norov**  
Deputy chairman of the Scientific  
seminar of the Scientific council for  
awarding Scientific degrees, DSc in  
Economics, Professor

## **INTRODUCTION (annotation of the dissertation of Doctor of Philosophy (PhD))**

**The purpose of the research** is to develop scientific proposals and practical recommendations aimed at improving the implementation of the public IPO process in joint-stock companies with state participation.

### **Research objectives:**

research of the theoretical foundations of the implementation of the people's IPO process in joint-stock companies with state participation;

studying the specifics of assessing the value and profitability of shares in the implementation of the public IPO process;

substantiation of the organizational and economic mechanism for the public placement of shares of joint-stock companies with state participation;

analysis of the current state of organization of securities trading in the form of IPOs in Uzbekistan;

coverage of the analysis of the practice of joint-stock companies whose shares are placed through a public offering (IPO) and a public offering (SPO);

econometric analysis of factors influencing the growth of the market value of shares of joint-stock companies;

determination of prospects for using the experience of foreign countries in improving the practice of public offering of shares in Uzbekistan;

development of proposals and recommendations for improving the implementation of the public IPO process in joint-stock companies with state participation.

joint-stock companies that carried out the process of public IPO were selected as the objects of research.

**The subject of the research** is the economic relations arising in the process of public IPOs in joint-stock companies with state participation.

**Research methods.** In solving the tasks set for the dissertation, methods of system analysis of socio-economic phenomena, economic-statistical analysis, observation, correlation-regression econometric analysis, and comparison were used.

### **The scientific novelty of the research is as follows:**

the proposal to introduce a procedure for remote online placement of orders and depository accounts for non-residents and residents of the Republic of Uzbekistan in the implementation of public offerings of shares of joint-stock companies held in a public IPO is substantiated;

a proposal has been developed not to establish 0.05% restrictions on shares purchased by institutional investors when carrying out the public IPO of shares of joint-stock companies with state participation;

the proposal to determine the initial price limits of shares by the underwriter, investment intermediaries and other consultants using the discounted cash flow method when carrying out the secondary public offering (SPO) of shares of large enterprises with state participation is substantiated;

in order to increase the investment attractiveness of the government securities market and stimulate international capital flows, it is proposed to introduce mechanisms for simplifying the procedure for remote registration and opening an investment account for foreign investors.

**The practical results of the study are as follows:**

the essence of the implementation of the people's IPO process in joint-stock companies with state participation is revealed;

the assessment of the value and profitability of shares in the implementation of the people's IPO process is substantiated;

the practice of opening depository accounts in the implementation of public offerings of shares of joint-stock companies held in a public IPO has been developed;

the practice of establishing restrictions on shares purchased by institutional investors during a public IPO has been developed;

when conducting a public IPO, specific proposals have been developed to determine the price limit of shares through an underwriter, investment intermediaries, and other consultants;

the prospects for the growth of the market value of shares of joint-stock companies in the implementation of a public IPO are substantiated.

**Reliability of the research results.** The reliability of the scientific results obtained in the dissertation research is explained by the methodological approach used in the work and the expediency of these methods, the fact that the information base was obtained from official sources, in particular, from the official data of joint-stock companies that carried out the public IPO process, as well as the fact that the conclusions, proposals and recommendations were tested in practice, and the results obtained on the development of activities for the primary public offering of shares were approved by the relevant organizations.

**Scientific and practical significance of the research results.** The scientific significance of the research results is determined by the fact that the research results, conclusions, and recommendations can be used as a source in special scientific works devoted to expanding the scope of theoretical and practical knowledge about the mechanisms of primary public offering of shares in the securities market, in-depth study of the conceptual aspects of primary public offering of shares in the securities market.

The practical significance of the scientific work is determined by the fact that the practical results, conclusions and recommendations of the research can be used in making decisions and determining practical measures for the further success of planned and planned IPOs, improving curricula in higher educational institutions, preparing textbooks, teaching aids, as well as in teaching such subjects as "Finance", "Financial Markets, Institutions and Instruments", "Corporate Finance".

**Implementation of research results.** Based on the obtained scientific results on improving the implementation of the public IPO process in joint-stock companies with state participation:

the proposal to introduce a procedure for remote online placement of deposit accounts and orders for non-residents and residents of the Republic of Uzbekistan in

the implementation of public offerings of shares of joint-stock companies held in a public IPO was used in the formation of paragraph 5 of Article 1 of the Law of the Republic of Uzbekistan No. ZRU-1028 dated February 12, 2025 "On Amendments and Additions to Certain Legislative Acts of the Republic of Uzbekistan" (Reference of the Institute of Parliamentary Research under the Legislative Chamber of the Oliy Majlis of the Republic of Uzbekistan No. 3 / dn-95 dated May 7, 2025). As a result, this led to an increase in the participation of investors in the secondary securities market, as well as an acceleration of the process related to the sale of secondary securities and an increase in the volume of trading;

the proposal not to establish 0.05% restrictions on shares purchased by institutional investors during the public IPO of shares of joint-stock companies with state participation was used in the formation of Article 32 of the Law No. ZRU-907 "On Privatization of State Property" dated February 14, 2024 (Reference No. 3 / dn-95 of the Institute of Parliamentary Research under the Legislative Chamber of the Oliy Majlis of the Republic of Uzbekistan dated May 7, 2025). As a result, this contributed to an increase in the share of institutional investors in securities market trading, as well as the development of securities infrastructure, creating opportunities for the development of the securities market;

the proposal to determine the initial price limits of shares by underwriters, investment intermediaries and other consultants using the discounted cash flow method when carrying out the secondary public offering (SPO) of shares of large enterprises with state participation was used in the formation of Article 21 of the Law of the Republic of Uzbekistan "On Privatization of State Property" No. ZRU-907 dated February 14, 2024 (Reference of the Institute of Parliamentary Research under the Legislative Chamber of the Oliy Majlis of the Republic of Uzbekistan No. 3 / dn-95 dated May 7, 2025). As a result, it made it possible to increase the volume of the share package in the securities market, as well as to set the date of issuance of shares and set price limits that are not dependent on the nominal and price value of the share;

in order to increase the investment attractiveness of the government securities market and stimulate the flow of international capital, the proposal to introduce mechanisms for simplifying the procedure for remote registration and opening an investment account for foreign investors was used in the formation of paragraph 3 of Article 23 of the Law No. ZRU-1025 dated February 7, 2025 "On Amendments and Additions to Certain Legislative Acts of the Republic of Uzbekistan in Connection with the Further Improvement of the Legal Framework of Corporate Relations" (Reference No. 3 / dn-95 of the Institute of Parliamentary Research under the Legislative Chamber of the Oliy Majlis of the Republic of Uzbekistan dated May 7, 2025). As a result, the entry of foreign investors into the market led to an increase in the liquidity of the securities market, an expansion of trading volumes, a further transparency of price formation, as well as the further development of brokerage services, e-commerce platforms, and settlement systems.

**Approbation of the research results.** The research results were discussed at 4, including 2 republican and 2 international scientific and practical conferences.

**Publication of research results.** A total of 8 scientific works have been published on the topic of the dissertation, including 4 scientific articles in scientific publications recommended by the Higher Attestation Commission of the Republic of Uzbekistan for the publication of the main scientific results of doctoral dissertations, including 3 in republican and 1 in foreign journals.

**Structure and volume of the dissertation.** The dissertation consists of an introduction, three chapters, a conclusion, a list of references and appendices. The total volume of the dissertation is 119 pages.

**E'LON QILINGAN ISHLAR RO'YXATI**  
**СПИСОК ОПУБЛИКОВАННЫХ РАБОТ**  
**LIST OF PUBLISHED WORKS**

**I bo'lim (I часть; Part I)**

1. U.Kadirova Jahonda va O'zbekistonda "Xalqchil IPO" ning shakllanishi va uning rivojlanish bosqichlari // "Marketing" ilmiy, amaliy va ommabop jurnal 2025-yil, yanvar №1-son. 60-70 betlar. (OAK rayosatining 2024-yil 04-oktabrdagi 332/5 sonli qarori)

2. U.Kadirova O'zbekistonda xalqchil IPO istiqbollari // Muhandislik va Iqtisodiyot ilmiy-amaliy jurnali – Toshkent, 2024-yil, 4-son, 381-387 betlar. (№12, Index Copernicus, 08.00.00, OAK rayosatining 2024-yil 28-avgustdagi 360/5-son qarori).

3. U.Kadirova Global IPO bozori: rivojlanish tendensiyalari va xalqaro tajriba // "Iqtisodiyot va innovatsion texnologiyalar" ilmiy elektron jurnali. 2022-yil, 20-30 betlar. (№10, 08.00.00)

4. U.Kadirova. O'zbekistonda xalqchil IPO ning rivojlanishi va uning amaliy natijalari // "Moliyaviy texnologiyalar" ilmiy elektron jurnali. Toshkent, 2024-yil, 3-son, 138-146 betlar.

5. U.Kadirova O'zbekistonda "xalqchil IPO" jarayonini takomillashtirishning ustuvor yo'nalishlari // "Barqaror rivojlanish va yashil iqtisodiyot" mavzusida xalqaro ilmiy-amaliy konferensiya materiallari to'plami 28-31-may 2025 yil, 654-656 betlar.

6. U.Kadirova Theoretical foundations for implementing a people's IPO process in joint-stock companies. International journal of Economy and Innovation Volume 60 – 2025 year, 4(9), 1–5 p. (№12, Index Copernicus)

7. U.Kadirova O'zbekistonda qimmatli qog'ozlar bozori rivojlanishining evolyusiyasi. "Raqamli texnologiyalar: iqtisodiyot va ta'lim tizimini rivojlantirish tendensiyalari" mavzusidagi xalqaro ilmiy-amaliy konferensiya materiallari to'plami. 2022-yil 9-11 noyabr, 199-201 betlar.

8. U.Kadirova Milliy kompaniyalar aksiyalarining xorijiy fond birjalariga chiqish muammolari. "Moliya bozorini rivojlantirishning ustuvor yo'nalishlari, zamonaviy tendensiyalari va istiqbollari" mavzusidagi respublika ilmiy-amaliy konferensiya materiallari to'plami. 2022-yil 25-noyabr, 825-828 betlar.

Avtoreferat “Public Publish Printing” nashriyotida  
tahrirdan o‘tkazildi.

Bosishga ruxsat etildi: 25.07.2025-yil  
Bichimi 60x84  $\frac{1}{16}$ , “Times New Roman”  
garniturada raqamli bosma usulida bosildi.  
Shartli bosma tabog‘i 3,2. Adadi: 100. Buyurtma: №60.

«Public Publish Printing» MChJ  
bosmaxonasida chop etildi.  
Toshkent, M. Ulug‘bek tum., Moylisoy, 22.