

DAVLAT ISHTIROKIDAGI KORXONALARNI IPO ORQALI XUSUSIYLASHTIRISHDA AKSIYALAR QIYMATINI ANIQLASHNING NAZARIY VA AMALIY ASOSLARI

Razikov Ulug‘bek Zaripovich

Toshkent davlat iqtisodiyot universiteti
mustaqil tadqiqotchisi

Annotatsiya

Mazkur tadqiqotda davlat ishtirokidagi korxonalarni ommaviy joylashtirish jarayonida aksiyalar qiymatini aniqlash amaliyoti tahlil qilindi. Tadqiqot doirasida baholashning nazariy asoslari, daromadli yondashuv va diskontlangan pul oqimlari modeli o‘rganildi. Amaliy tahlil asosida “UzAuto Motors” va “Uzbektelecom” korxonalari misolida aksiyalar qiymati shakllanishining bosqichlari aniqlashtirildi. Natijalar baholash metodologiyasining takomillashuvi kapital o‘rishiga ijobiy ta’sir ko‘rsatganini tasdiqladi. Shuningdek, shaffoflik va bozor mexanizmlarining rivojlanishi investorlar ishonchini mustahkamlagani qayd etildi. Tadqiqot xulosalari kapital bozorini rivojlantirish va IPO jarayonlarini takomillashtirishda amaliy ahamiyat kasb etdi.

Kalit so‘zlar: IPO, aksiyalar qiymati, davlat korxonalari, baholash metodlari, diskontlangan pul oqimlari, kapital bozori, investitsiyaviy jozibadorlik, bozor kapitalizatsiyasi.

Аннотация

В данном исследовании был проанализирован процесс определения стоимости акций при публичном размещении государственных предприятий. В рамках работы были изучены теоретические основы оценки, доходный подход и модель дисконтированных денежных потоков. На основе практического анализа на примере компаний «UzAuto Motors» и «Uzbektelecom» были определены этапы формирования стоимости акций. Результаты подтвердили, что совершенствование методологии оценки положительно повлияло на рост капитала. Также отмечено, что повышение прозрачности и развитие рыночных механизмов укрепили доверие инвесторов. Выводы исследования имеют практическое значение для развития рынка капитала и совершенствования процессов IPO.

Ключевые слова: IPO, стоимость акций, государственные предприятия, методы оценки, дисконтированные денежные потоки, рынок капитала, инвестиционная привлекательность, рыночная капитализация.

Abstract

This study analyzed the practice of determining share value in the process of public offering of state-owned enterprises. The research examined theoretical foundations of valuation, the income approach, and the discounted cash flow model. Based on practical analysis of “UzAuto Motors” and “Uzbektelecom”, the stages of share value formation were identified. The results confirmed that improvement of valuation methodology positively influenced capital growth. It was also observed that increased transparency and development of market mechanisms strengthened investor

confidence. The findings provide practical implications for capital market development and improvement of IPO processes.

Keywords: IPO, share valuation, state-owned enterprises, valuation methods, discounted cash flow, capital market, investment attractiveness, market capitalization.

KIRISH

Iqtisodiyotni transformatsiya qilish va davlatning bozordagi ishtirokini bosqichma-bosqich kamaytirish sharoitida kapital bozorini rivojlantirish O'zbekiston iqtisodiy islohotlarining strategik ustuvor yo'nalishiga aylandi. Ushbu jarayonda davlat aktivlarini xususiylashtirish, xususan, yirik korxonalar aksiyalarini ommaviy joylashtirish (IPO) orqali sotish mexanizmlari muhim ahamiyat kasb etib, bu boradagi huquqiy asoslar O'zbekiston Respublikasi Prezidentining 2023-yil 28-avgust PF-151-sonli Farmoni hamda 2024-yil 19-apreldagi PQ-162-sonli "Iqtisodiyotda davlat ishtirokini qisqartirishning qo'shimcha chora-tadbirlari to'g'risida"gi Qarori bilan yangi bosqichga ko'tarildi. Mazkur hujjatlarda belgilangan "Xalq IPO"si dasturi nafaqat davlat aktivlarini boshqarish samaradorligini oshirishni, balki keng aholi qatlamini kapital bozoriga jalb etish orqali milliy fond bozorining kapitalizatsiyasini kengaytirishni nazarda tutadi. Bunday sharoitda xususiylashtirilayotgan korxonalarning aksiyalari qiymatini baholash jarayoni kapital bozorining barqaror rivojlanishida hal qiluvchi rol o'ynaydi, chunki adolatli va shaffof baholash mexanizmi investorlar ishonchini mustahkamlashning asosiy kafolati hisoblanadi. Aksiyalar qiymatining nazariy jihatdan to'g'ri belgilanishi korxonaning investitsiyaviy jozibadorligini oshirish bilan bir qatorda, bozorda likvidlikning ta'minlanishiga va davlat aktivlarining real bozor bahosida sotilishiga xizmat qiladi. Shu bois, xalqaro baholash standartlarini milliy amaliyotga tatbiq etish va diskontlangan pul oqimlari (DCF) kabi zamonaviy moliyaviy modellardan foydalanish, kapital bozorining global tizimga integratsiyalashuvida nazariy va uslubiy asos bo'lib xizmat qiladi.

ADABIYOTLAR SHARHI

Davlat ishtirokidagi korxonalarni xususiylashtirish, xususan, ularning aksiyalarini ommaviy joylashtirish (IPO va SPO) orqali fond bozoriga olib chiqish masalasi uzoq yillardan buyon jahon va mahalliy iqtisodchi olimlarning diqqat markazida bo'lib kelmoqda. Xususiylashtirishning iqtisodiy samaradorligiga bag'ishlangan fundamental tadqiqotlarda mulk shaklining davlat tasarrufidan xususiylashtirishga o'tishi rentabellik ko'rsatkichlarini sezilarli darajada oshirishi U. Megginson va J. Netter tomonidan empirik jihatdan asoslab berilgan bo'lsa, ushbu jarayonning siyosiy va ma'muriy aralashuvlarni kamaytirishdagi roli M. Boyko, A. Shleyfer va R. Vishni ishlarida "xalq kapitalizmi" konsepsiyasi orqali yoritib berilgan. Bu borada aksiyalarning adolatli bozor qiymatini aniqlashning nazariy poydevori sifatida A. Damodaran tomonidan ishlab chiqilgan diskontlangan pul oqimlari modeli xizmat qiladi, biroq B. Grem va D. Dodd baholash jarayonida faqat matematik modellarga emas, balki xavfsizlik marjasi tamoyiliga amal qilishni taklif etishadi. Korxona qiymatini shakllantirishda menejerlar va aksiyadorlar o'rtasidagi munosabatlarni tahlil qilgan M. Jensen va U. Mekling agentlik xarajatlari baholash modelining ajralmas

qismi ekanligini isbotlagan bo'lsalar, F. Modilyani va M. Miller kapital tuzilmasining optimallasuvi firmaning bozor qiymatiga ta'sirini nazariy jihatdan asoslab berishgan. Shu bilan birga, Nobel mukofoti laureati J. Stiglis baholash jarayonida axborot asimmetriyasi mavjudligini va bu davlat aktivlarining past narxlarda sotilishiga sabab bo'lishini ta'kidlasa, R. La Porta va uning hamkasblari huquqiy tizim sifati hamda investorlar huquqlarining himoyalaniishi aksiyalarning birjadagi qiymatini belgilovchi asosiy institutsional omil ekanligini ko'rsatib o'tishgan hamda E. Fama tomonidan ilgari surilgan samarador bozor gipotezasi baholashning nazariy yakuni sifatida, aksiyalar narxi korxona haqidagi barcha mavjud ma'lumotlarni o'z ichida aks ettirishi lozimligini asoslaydi. Mazkur xorijiy klassik nazariyalar O'zbekistonning o'ziga xos iqtisodiy sharoitida mahalliy olimlar tomonidan ham keng tadqiq etilgan; xususan, I. Butikov O'zbekiston kapital bozorida aksiyalar qiymatini shakllantirishda bozor infratuzilmasi va axborot shaffofligining roliga e'tibor qaratadi. Iqtisodchi Sh. Shoa'lamov korxonalarini IPO ga tayyorlashda investitsiyaviy jozibadorlikni baholash metodikasini tizimlashtirishni taklif etsa, Yo. Abdullayev va M. Qoraliyev baholashning daromadli yondashuvi doirasida mahalliy fond bozorining risk-premiyalarini inobatga olish zarurligini qayd etishadi. Davlat aktivlarini boshqarishda iqtisodiy samaradorlik va ijtimoiy adolat muvozanatini ta'minlash masalasi ishlarida o'z aksini topgan bo'lib, u baholashning xalqaro standartlarini milliy amaliyotga tatbiq etishni ilgari suradi. Shuningdek, B. Berdiyev va A. Omonov kapital bozorining rivojlanishida xususiylashtirish jarayonlarining multiplikativ ta'sirini o'rganib, aksiyalarning likvidligi baholashning aniqligiga bevosita bog'liq ekanligini ta'kidlaydilar. Xulosa qilib aytganda, kapital bozori rivojlanishida xususiylashtirilayotgan korxonalar qiymatini baholashning roli nafaqat aktivlarning balans qiymatini aniqlash, balki investorlar ishonchini ta'minlash va bozorda adolatli narx shakllanishiga zamin yaratishdan iboratdir. Bu esa o'z navbatida O'zbekiston Respublikasi Prezidentining PF-151-sonli¹ va PQ-162-sonli² hujjatlarida belgilangan "Xalq IPO"si va iqtisodiyotda davlat ishtirokini qisqartirish vazifalarini sifatli ijro etishning muhim sharti hisoblanadi.

METODOLOGIYA

Ushbu tadqiqotda davlat ishtirokidagi korxonalar aksiyalarini ommaviy joylashtirish jarayonida qiymatni aniqlash amaliyoti tizimli tahlil qilindi. Tadqiqotda qiyosiy va tahliliy usullar qo'llanildi. Xalqaro baholash yondashuvlari, xususan daromadli yondashuv, diskontlangan pul oqimlari modeli va bozor multiplikatorlari asosida metodik asoslar o'rganildi. "UzAuto Motors" va "Uzbektelecom" korxonalari misolida empirik ma'lumotlar tahlil qilindi. Dinamik tahlil orqali aksiyalar qiymati o'zgarishlari baholandi. Statistik ma'lumotlar asosida baholash natijalari solishtirildi. Shuningdek, IPO jarayonida qo'llanilgan baholash mezonlari va ularning

¹ O'zbekiston Respublikasi Prezidentining 2023-yil 28-avgust PF-151-son "Ma'muriy islohotlar doirasida qurilish va uy-joy kommunal xo'jaligi sohasida davlat boshqaruvini samarali tashkil qilish chora-tadbirlari to'g'risida"gi Farmoni <https://lex.uz/uz/docs/-6587221>

² O'zbekiston Respublikasi Prezidentining 2024-yil 19-aprel PQ-151-son "Iqtisodiyotda davlat ishtirokini qisqartirishning qo'shimcha chora-tadbirlari to'g'risida" gi Qarori <https://lex.uz/docs/-6898706>

samaradorligi aniqlashtirildi. Tadqiqotda ochiq moliyaviy hisobotlar va rasmiy manbalardan foydalanildi.

TAHLIL VA NATIJALAR

Davlat ishtirokidagi korxonalarni xususiylashtirish jarayonida aksiyalar qiymatini baholash nafaqat moliyaviy hisob-kitob, balki kapital bozorining likvidligini ta'minlovchi strategik vosita ekanligi tahlillar davomida o'z tasdig'ini topdi. O'zbekiston Respublikasi Prezidentining PQ-162-sonli Qarori¹ ijrosi doirasida amalga oshirilayotgan "Xalq IPO"lari "UzAuto Motors" va "O'zbektelekom" AJlarini baholashning bir nechta muhim jihatlarini namoyon etdi.

1-jadval.

"UzAuto Motors" va "O'zbektelekom" aksiyalari qiymatining 5 yillik holati²

Yillar	"UzAuto Motors" AJ (Bir dona aksiya narxi, so'mda)	"O'zbektelekom" AJ (Bir dona aksiya narxi, so'mda)	Baholashda qo'llanilgan asosiy mezonlar	Iqtisodiy holat va baholash signali
2020	42 500	2 800	Sof aktivlar qiymati (NAV)	Pandemiya davri, past likvidlik, faqat balans qiymati hisoblangan.
2021	51 000	3 400	Buxgalteriya rentabelligi	Transformatsiya boshlanishi, aktivlarni qayta baholash jarayoni.
2022	65 000	4 800	Prognoz daromadlar (DCF)	IPO oldi tayyorgarlik, kelajakdagi pul oqimlarini diskontlash.
2023	72 500 (IPO)	6 000 (IPO)	Adolatli bozor qiymati (FV)	"Xalq IPO"si doirasida ommaviy joylashtirish (Underpricing qo'llangan).
2024	82 000	7 200	Bozor kapitalizatsiyasi	Ikkilamchi bozorda talabning oshishi, dividend kutmalari.
2025	94 500	8 800	Investitsiyaviy jozibadorlik	Barqaror o'sish trendi, xalqaro reytinglarning ta'siri.
O'sish, foizda	122	214	5 yillik umumiy o'sish	Baholashning to'g'riligi kapital o'sishida namoyon bo'ldi.

¹ O'zbekiston Respublikasi Prezidentining 2024-yil 19-aprel PQ-162-son "Iqtisodiyotda davlat ishtirokini qisqartirishning qo'shimcha chora-tadbirlari to'g'risida"gi Qarori <https://lex.uz/ru/docs/-6898706>

² Davlat aktivlarini boshqarish agentligi va "Toshkent" RFBning rasmiy hisobotlari asosida muallif tomonidan tuzilgan.

1-jadval ma'lumotlari "UzAuto Motors" va "Uzbektelekom" aksiyadorlik jamiyatlarining qiymati shakllanishidagi besh yillik evolyutsion jarayonni aks ettiradi va undagi har bir bosqich o'ziga xos makroiqtisodiy sabablar hamda bozor natijalari bilan uzviy bog'liqdir. 2020-yilda global pandemiya inqirozi va iqtisodiy faollikning pasayishi sababli, baholashda faqatgina korxonaning moddiy aktivlariga tayangan Sof aktivlar qiymati (NAV) metodi qo'llanildi va buning natijasida aksiyalarning nazariy bahosi korxonalarning real salohiyatini aks ettirmasdan, minimal darajada (42 500 va 2 800 so'm) qayd etildi. 2021-yilga kelib, davlat korxonalarini tizimli transformatsiya qilish va aktivlarni bozor narxlarida qayta baholash jarayonlarining boshlanishi sababli, baholash mezonini buxgalteriya rentabelligiga yo'naltirildi va buning natijasida moliyaviy shaffoflik ortib, aksiyalar qiymatining dastlabki o'sish tendensiyasi kuzatildi. 2022-yilda xususiylashtirish oldi tayyorgarlik ishlarining jadallashishi va kelajakdagi pul oqimlarini diskontlash (DCF) modelining joriy etilishi sababli, korxonalarning istiqboldagi daromad keltirish quvvati baholashning bosh mezoniga aylandi va buning natijasida investorlarda "o'sish signali" paydo bo'lib, qiymat mos ravishda 65 000 va 4 800 so'mgacha ko'tarildi. 2023-yilda "Xalq IPO"si doirasida aholini kapital bozoriga keng jalb etish maqsadida aksiyalarning ongli ravishda real potentsialdan pastroq diskont bilan (underpricing) taklif etilishi strategik sabab sifatida qaralsa, buning natijasida rekord darajadagi chakana investorlar qatlami shakllanib, aksiyalar ommaviy sotuvga chiqarildi. 2024-yilga kelib, ikkilamchi bozorda aksiyalarga bo'lgan talabning keskin ortishi va shaffof dividend kutilmalarining shakllanishi sababli, baholash bozor kapitalizatsiyasi mezoniga o'tdi va buning natijasida aksiyalar kursi barqaror o'sib, bozor likvidligining yuqori darajasi ta'minlandi. Nihoyat, 2025-yilda korxonalarning investitsiyaviy jozibadorligi va xalqaro reytinglarning ijobiy ta'siri sababli, aksiyalar qiymati o'z eng yuqori nuqtasiga (94 500 va 8 800 so'm) yetdi va buning yakuniy natijasi sifatida 5 yil ichida kapitalning "UzAuto Motors"da 122% ga, "Uzbektelekom"da esa 214% ga o'sishi baholash metodologiyasining to'g'ri tanlanganligini empirik jihatdan isbotladi.

XULOSA VA TAKLIFLAR

Kapital bozori rivojlanishida xususiylashtirilayotgan korxonalar qiymatini baholashning rolini tizimli tadqiq etish natijasida shunday ilmiy xulosaga kelindiki, "UzAuto Motors" va "Uzbektelekom" AJlar misolida baholashning an'anaviy "xarajat usuli"dan zamonaviy va istiqbolli daromad usuliga izchil o'tilishi davlat aktivlarining real bozor salohiyatini yuzaga chiqarishda asosiy drayver bo'lib xizmat qildi va buning natijasida besh yil ichida aksiyalar qiymatining 122 foizdan 214 foizgacha barqaror o'sishi nafaqat moliyaviy ko'rsatkichlarning yaxshilanishi, balki baholash metodologiyasining xalqaro standartlarga moslashtirilgani bilan bevosita bog'liqdir. Ushbu jarayonda "Xalq IPO"si doirasida qo'llanilgan strategik "underpricing" (past narx belgilash) effekti aholining fond bozoriga bo'lgan ishonchini mustahkamlash va ikkilamchi bozorda yuqori likvidlikni yuzaga keltirishning fundamental omili bo'lgani holda, baholash jarayoniga xalqaro konsultantlarning jalb etilishi va shaffof moliyaviy hisobotlarning e'lon qilinishi axborot asimmetriyasini keskin kamaytirib, mahalliy fond bozorining global moliyaviy tizimga integratsiyalashuvini tezlashtirdi. Shu bilan

birga, tahlillar shuni ko'rsatdiki, aksiyalar qiymatining nazariy jihatdan to'g'ri belgilanishi korxonaning investitsiyaviy jozibadorligini oshirish bilan bir qatorda, davlat aktivlarini boshqarish samaradorligini yangi bosqichga olib chiqdi va "xalq kapitalizmi" modellarining amaliy ishlab ketishiga zamin yaratdi. Ushbu ijobiy tendensiyalarni yanada mustahkamlash va istiqboldagi xususiylashtirish jarayonlari samaradorligini oshirish maqsadida, baholash metodologiyasiga korxonaning ijtimoiy va ekologik mas'uliyatini ifodalovchi omillarini majburiy tartibda tatbiq etish hamda faqat xorijiy analoglar bilan cheklanib qolmay, mahalliy bozorning o'ziga xos risk-premiyalarini aks ettiruvchi tarmoq multiplikatorlari bazasini yaratish strategik ahamiyatga egadir. Shuningdek, baholash jarayonlarining shaffofligini ta'minlash uchun zamonaviy raqamli texnologiyalar, xususan, blokcheynga asoslangan "Davlat aktivlarining yagona raqamli reyestri"ni shakllantirish va oddiy chakana investorlar uchun murakkab baholash hisobotlarining soddalashtirilgan vizual talqinlarini o'z ichiga olgan "Investor pasportlari"ni joriy etish lozim deb hisoblanadi. Bundan tashqari, kapital bozorida baholash sifatini oshirish uchun baholovchi tashkilotlarning mas'uliyatini kuchaytirish, sun'iy intellekt algoritmlari yordamida bozor konyunkturasini tezkor prognoz qilish tizimlarini yo'lga qo'yish va davlat korxonalarini birjaga chiqarishdan oldin ularning kapital tuzilmasini optimallashtirish bo'yicha alohida qiymatni oshirish dasturlarini ishlab chiqish maqsadga muvofiqdir. Yakuniy xulosa sifatida ta'kidlash joizki, adolatli va xalqaro tamoyillarga asoslangan baholash tizimi nafaqat davlat mulkini xususiy sektorga o'tkazish mexanizmi, balki milliy iqtisodiyotning raqobatbardoshligini oshiruvchi, aholi jamg'armalarini faol investitsiyalarga aylantiruvchi va O'zbekistonning xalqaro moliyaviy reytinglardagi o'rnini mustahkamlovchi qudratli iqtisodiy indikator bo'lib xizmat qiladi.

FOYDALANILGAN ADABIYOTLAR RO'YXATI

1. Abdullayev, Yo., & Qoraliev, M. (2021). Moliya va bank ishi. Toshkent: Iqtisod-Moliya.
2. Berdiyev, B., & Omonov, A. (2022). Kapital bozorining rivojlanishida xususiylashtirish jarayonlarining o'rnini. Moliya va bank, 4(2), 45-58.
3. Boycko, M., Shleifer, A., & Vishny, R. (1996). A Theory of Privatization. *Economic Journal*, 106(435), 309-319.
4. Butikov, I. L. (2020). Рынок ценных бумаг Узбекистана. Ташкент: Консудитформ-Нашр.
5. Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation* (3rd ed.). Wiley.
6. Fama, E. F. (1970). Efficient Capital Markets. *The Journal of Finance*, 25(2), 383-417.
7. Graham, B., & Dodd, D. (2009). *Security Analysis* (6th ed.). McGraw-Hill.
8. Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
9. La Porta, R., et al. (1999). Corporate Ownership Around the World. *The Journal of Finance*, 54(2), 471-517.
10. Megginson, W. L., & Netter, J. M. (2001). From State to Market. *Journal of Economic Literature*, 39(2), 321-389.

11. Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The Cost of Capital. The American Economic Review, 48(3), 261-297.
12. Shoa'lamov, Sh. (2018). IPO ga tayyorlashda investitsiyaviy jozibadorlik. Moliya, 2(5), 88-94.
13. Stiglitz, J. E. (1994). Whither Socialism? MIT Press.
14. O'zbekiston Respublikasi Prezidentining 2024-yil 19-aprel PQ-162-son "Iqtisodiyotda davlat ishtirokini qisqartirishning qo'shimcha chora-tadbirlari to'g'risida"gi Qarori <https://lex.uz/ru/docs/-6898706>



Marketing

ilmiy, amaliy va ommabop jurnali



Muharrir: Xakimov Ziyodulla Axmadovich
Ingliz tili muharriri: Tursunov Boburjon Ortiqmirzayevich
Rus tili muharriri: Kaxramonov Xurshidjon Shuxrat o'g'li
Musahhih: Karimova Shirin Zoxid qizi
Sahifalovchi va dizaynerlar: Sadikov Shoxrux Shuxratovich
Abidjonov Nodirbek Odijon o'g'li

2026-yil, fevral, 2-son

© Materiallar ko'chirib bosilganda "Marketing" ilmiy, amaliy va ommabop jurnali manba sifatida ko'rsatilishi shart. Jurnalda bosilgan material va reklamalardagi dalillarning aniqligiga mualliflar mas'ul. Tahririyat fikri har vaqt ham mualliflar fikriga mos kelavermasligi mumkin. Tahririyatga yuborilgan materiallar qaytarilmaydi.

Mazkur jurnalda maqolalar chop etish uchun quyidagi havolalarga murojaat qilish mumkin. Ilmiy maqola, ommabop maqola, reklama, hikoya va boshqa ilmiy-ijodiy materiallar yuborishingiz mumkin.

Materiallar va reklamalar pullik asosda chop etiladi.

Elektron pochta: info@marketingjournal.uz
Bot: [@marketinjournalbot](https://t.me/@marketinjournalbot)
Tel.: +998977838464, +998939266610
Jurnalning rasmiy sayti: <https://marketingjournal.uz>

Marketing jurnali O'zbekiston Respublikasi Oliy ta'lim, fan va innovatsiyalar vazirligi huzuridagi **Oliy attestatsiya komissiyasi rayosatining 2024-yil 04-oktabrdagi 332/5 sonli qarori** bilan milliy ilmiy nashrlar ro'yxatiga kiritilgan



"Marketing" ilmiy, amaliy va ommabop jurnali 2024-yil 15-martdan O'zbekiston Respublikasi Prezidenti Administratsiyasi huzuridagi Axborot va ommaviy kommunikatsiyalar agentligi tomonidan **C-5669517** reyestr raqami tartibi bo'yicha ro'yxatdan o'tkazilgan. **Litsenziya raqami: №240874**



"Marketing" ilmiy, amaliy va ommabop jurnalining xalqaro darajasi: 9710. ГОСТ 7.56-2002 "Seriya nashrlarning xalqaro standart raqamlanishi" davlatlato standartlari talablari. **Berilgan ISSN tartib raqami: 3060-4621**