

## XUSUSIYLASHTIRISH VA KAPITAL BOZORI

**Shomansurova Zilola Abduvaxitovna**

Toshkent davlat iqtisodiyot universiteti

DSc, professor

### Annotatsiya

Mazkur maqolada O‘zbekistonda xususiylashtirish jarayoni va kapital bozori rivojlanishi o‘rtasidagi bog‘liqlik ulushli xususiylashtirish nazariyasi asosida tahlil qilindi. Tadqiqotda 2018-2026-yillarda amalga oshirilgan IPO va SPO amaliyotlari, kapital bozori chuqurlik ko‘rsatkichlari hamda UzNIFning ikki bozorli IPO tajribasi o‘rganildi. Tahlil natijalari davlat aktivlarini ommaviy joylashtirish qimmatli qog‘ozlar taklifini kengaytirgani, investorlar bazasini rivojlantirgani va kapital bozorining faollashuviga xizmat qilganini ko‘rsatdi. Shu bilan birga, erkin muomaladagi ulush va institutsional investorlar bazasi kapital bozori rivojlanishining muhim omillari sifatida baholandi. Tadqiqot natijalari xususiylashtirish mexanizmlarining kapital bozori samaradorligini oshirishdagi ahamiyatini asoslab berdi.

**Kalit so‘zlar:** xususiylashtirish, kapital bozori, IPO, SPO, UzNIF, fond birjasi, institutsional investorlar, erkin muomaladagi ulush.

### Аннотация

В статье была исследована взаимосвязь между процессом приватизации и развитием рынка капитала в Узбекистане на основе теории долевой приватизации. Были проанализированы практики IPO и SPO за 2018-2026 годы, показатели глубины рынка капитала и опыт двойного размещения UzNIF. Результаты исследования показали, что публичное размещение государственных активов способствовало расширению предложения ценных бумаг, развитию базы инвесторов и повышению активности рынка капитала. Одновременно были определены значение свободно обращающихся акций и роль институциональных инвесторов в обеспечении устойчивого развития рынка. Полученные результаты подтвердили важность механизмов приватизации для укрепления рыночной инфраструктуры, повышения инвестиционной привлекательности и дальнейшего совершенствования национального рынка капитала.

**Ключевые слова:** приватизация, рынок капитала, IPO, SPO, UzNIF, фондовая биржа, институциональные инвесторы, свободное обращение акций.

### Abstract

This article examined the relationship between privatization and capital market development in Uzbekistan within the framework of share-issue privatization theory. The study analyzed IPO and SPO practices implemented during 2018-2026, capital market depth indicators, and the dual-listing experience of UzNIF. The findings showed that the public placement of state assets expanded the supply of securities, broadened the investor base, and contributed to greater capital market activity. The analysis also highlighted the importance of free-float shares and institutional investors in supporting sustainable market development. The results confirmed the significant role of privatization mechanisms in strengthening market infrastructure, improving

investment attractiveness, and enhancing the efficiency and development potential of the national capital market.

**Keywords:** privatization, capital market, IPO, SPO, UzNIF, stock exchange, institutional investors, free float.

## KIRISH

Davlat mulkini xususiylashtirish o'tish iqtisodiyotlarida kapital bozorini shakllantirishning tarixan asosiy harakatlantiruvchi kuchlaridan biri hisoblanadi. Ulushli xususiylashtirish (share-issue privatization, SIP) - ya'ni davlat korxonalari ulushlarini fond birjasi orqali ommaviy joylashtirish - nafaqat byudjet daromadlarini to'ldirish vositasi, balki qimmatli qog'ozlar taklifini yaratish, investorlar bazasini kengaytirish va bozor infratuzilmasini institutsionallashtirish mexanizmi sifatida talqin etiladi.

O'zbekiston ushbu muammolarni o'rganish uchun o'ziga xos analitik obyekt hisoblanadi. Bir tomondan, mamlakat 2017-yildan buyon iqtisodiyotni liberallashtirish va davlat ishtirokini kamaytirish bo'yicha izchil islohotlarni amalga oshirmoqda; ikkinchi tomondan, milliy kapital bozori tarixan sayoz bo'lib qolmoqda. 2025-yilda mamlakat iqtisodiyoti 7,7 foizga o'sdi, so'm qadrsizlanishi yil boshida 1 foizdan pastga tushdi va suveren reytinglar istiqboli ijobiy tomonga o'zgartirildi - bu makroiqtisodiy barqarorlik kapital bozori rivoji uchun qulay shart-sharoit yaratdi. Shu bilan birga, birjada muomaladagi qimmatli qog'ozlar bozor qiymati YaIMning taxminan 20 foizini tashkil etadi, bu jahon o'rtacha ko'rsatkichidan ancha past [14].

2025-yil aprelida qabul qilingan Prezident Farmoni PF-70 [8] va qaror PQ-145 [9] xususiylashtirishning yangi to'liqini boshlab berdi: 115 ta korxonadagi davlat ulushlari, 659 ta ko'chmas mulk objekti va taxminan 6 100 gektar nodavlat yer uchastkalari sotuvga chiqarildi, shuningdek, 12 ta yirik korxonada 2025-2028 yillarda ichki va xalqaro bozorlarda IPO/SPO orqali joylashtirish uchun belgilandi. Bu jarayonning cho'qqisi sifatida 2026-yil may oyida O'zbekiston Milliy investitsiya jamg'armasi (UzNIF)ning London va Toshkent fond birjalaridagi ikki bozorli IPOsi amalga oshirildi - bu mamlakat tarixidagi birinchi xalqaro ulushli joylashtirish bo'ldi [13].

Tadqiqotning maqsadi - O'zbekistonda 2018-2026 yillarda amalga oshirilgan xususiylashtirish amaliyotlarining kapital bozori rivojiga ta'sirini ulushli xususiylashtirish nazariyasi doirasida baholash va bu bog'liqlikni cheklab turuvchi tarkibiy to'siqlarni aniqlashdan iborat. Tadqiqot quyidagi ishchi farazga asoslanadi: xususiylashtirish dasturi kapital bozorida qimmatli qog'ozlar taklifini kengaytirsa-da, uning bozorni chuqurlashtiruvchi ta'siri institutsional investorlar bazasi va erkin muomaladagi ulushning cheklanganligi sababli to'liq ro'yobga chiqmayapti.

## ADABIYOTLAR SHARHI

Xususiylashtirish va kapital bozori rivoji o'rtasidagi bog'liqlik xorijiy iqtisodchilar tomonidan keng o'rganilgan. Megginson va Netter [1] davlatdan bozorga o'tishning empirik tadqiqotlarini umumlashtirib, xususiylashtirish dasturlari ko'p

hollarda korxonalar samaradorligini oshirishi bilan birga milliy fond bozorlarining kapitallashuvi va likvidligini sezilarli darajada oshirishini ko'rsatib bergan.

Boutchkova va Megginson [2] global miqyosdagi tadqiqotida ulushli xususiylashtirish «global kapital bozorlarining yuksalishi»ning asosiy omili ekanligini, rivojlanayotgan bozorlarda birja kapitallashuvining o'sishi aynan yirik davlat aktivlarining joylashtirilishi bilan bog'liqligini asoslaydi. Perotti va van Oyen [3] esa xususiylashtirish orqali hukumatning islohotlarga sodiqligi to'g'risidagi ishonchli signal yuzaga kelishini va bu siyosiy xatarning pasayishi orqali fond bozori rivojini rag'batlantirishini ko'rsatgan.

Biroq Bortolotti va boshqalar [4] ta'kidlaganidek, xususiylashtirishning bozorni chuqurlashtiruvchi ta'siri erkin muomaladagi ulushning hajmi, minoritar investorlar himoyasi va likvidlik darajasiga bog'liq bo'ladi. Moliya-iqtisodiy o'sish nazariyasi nuqtai nazaridan [5], chuqur va likvidli kapital bozori resurslarni samarali taqsimlash, risklarni diversifikatsiya qilish va uzoq muddatli investitsiyalarni safarbar etish orqali iqtisodiy o'sishga hissa qo'shadi. La Porta va boshqalar [6] esa qimmatli qog'ozlar qonunchiligi va investorlar himoyasining bozor rivojidadagi hal qiluvchi rolini asoslaydi. Mavjud adabiyotlarda bu bog'liqlik ko'proq rivojlangan va yirik rivojlanayotgan bozorlar misolida o'rganilgan bo'lib, Markaziy Osiyo o'tish iqtisodiyotlari, xususan, O'zbekiston bo'yicha zamonaviy empirik tahlillar yetarli emas. Ushbu tadqiqot mazkur bo'shliqni to'ldirishga qaratilgan.

## **METODOLOGIYA**

Mazkur tadqiqot xususiylashtirish va kapital bozori rivojlanishi o'rtasidagi bog'liqlikni baholashga qaratilgan bo'lib, tavsifiy, qiyosiy va analitik yondashuvlar asosida amalga oshirildi. Tadqiqotda sifat va miqdor usullarini birlashtiruvchi aralash metodologiyadan foydalanildi. Tahlil obyekti sifatida O'zbekistonda 2018-2026-yillarda amalga oshirilgan IPO va SPO amaliyotlari, davlat aktivlarini xususiylashtirish jarayonlari hamda kapital bozori ko'rsatkichlari tanlandi. Axborot manbai sifatida «Toshkent» Respublika fond birjasi, Markaziy bank, OECD, NAPP va boshqa rasmiy tashkilotlar ma'lumotlaridan foydalanildi. Tadqiqotda guruhlash, taqqoslash, dinamik tahlil, hujjatlarni o'rganish va keys-stadi usullari qo'llanildi. Kapital bozori rivojlanishi birja kapitallashuvi, IPO hajmi, emitentlar soni, investorlar bazasi va erkin muomaladagi ulush ko'rsatkichlari orqali baholandi. UzNIF IPOsi alohida amaliy holat sifatida chuqur tahlil qilindi.

## **TAHLIL VA NATIJALAR**

2025-yil aprelida qabul qilingan PF-70 [8] xususiylashtirish ko'lamini sezilarli kengaytirdi. Dasturga ko'ra, 115 ta korxonadagi davlat ulushlari, 659 ta ko'chmas mulk obyekti va taxminan 6 100 gektar yer auksionga chiqarildi; 2025-yil uchun jami 30 trln so'mlik aktivlarni sotish, shu jumladan, kamida 10 trln so'mni davlat byudjetiga yo'naltirish maqsad qilindi. Bundan tashqari, 2030-yilgacha (mudofaa va xavfsizlik bundan mustasno) yangi davlat korxonalari tashkil etishga moratoriy joriy etildi. Alohida guruh sifatida 12 ta yirik korxonalar 2025-2028 yillarda IPO/SPO orqali

joylashtirish uchun ajratildi; ularning 10-25 foizlik ulushlari taklif etilishi rejalashtirildi va jarayon Franklin Templeton boshqaruvi ostida olib borilmoqda.

### 1-jadval

#### O‘zbekistonda 2018-2026 yillardagi asosiy ommaviy joylashtirish (IPO) amaliyotlari<sup>1</sup>

Emitent	Yili	Jalb etilgan mablag‘	Asosiy xususiyati
«Kvarts» AJ	2018	0,6	Mamlakat tarixidagi birinchi zamonaviy IPO
UzAuto Motors	2022	4,7	1 383 ta ariza; keng chakana ishtirok
«Uzbektelekom»	2022	2,7	Yirik davlat telekom operatori ulushi
Tovar-xom ashyo birjasi («Xalq IPO»)	2024	3,6	3 mln dan ortiq ulush; 11 000 fuqaro aksiyadorga aylandi
UzNIF	2026	603,6	Birinchi xalqaro (London-Toshkent) ikki bozorli IPO; 31% ulush

Kapital bozorining chuqurlik ko‘rsatkichlari ikki xil manzarani namoyon etadi. Bir tomondan, bozor sezilarli o‘shish belgilarini ko‘rsatmoqda: 2026-yil yanvar holatiga ko‘ra, “Toshkent” Respublika fond birjasida 85 ta oddiy va 38 ta imtiyozli aksiya kotirovkada bo‘lib, umumiy kapitallashuv taxminan 9,7 mlrd AQSh AQSH dollarini tashkil etdi [10]. 2025-yil iyun oyida birja savdosi hajmi 4,06 trln so‘mga yetdi - bu yillik taqqosda 21 barobar o‘shishni anglatdi. 2025-yil dekabrda muomaladagi qimmatli qog‘ozlar bozor qiymati 275 trln so‘mni tashkil etdi, biroq erkin birja savdosidagi hajm atigi 4 trln so‘mdan iborat bo‘ldi [14].

### 2-jadval

#### O‘zbekiston kapital bozori chuqurlik ko‘rsatkichlari<sup>2</sup> (2025-2026 yillar)

Ko‘rsatkich	Qiymati (sana)	Manba
Birja kapitallashuvi 2026-yil, mlrd AQSH AQSH dollar	9,7	RSE
Kapitallashuv / YaIM nisbati 2025-yil, foizda	20	Interfax
Kotirovkadagi aksiyalar 2026-yil,	85 oddiy + 38 imtiyozli	RSE
Muomaladagi q.q. bozor qiymati 2025-yil, trln so‘m	275	Interfax
Erkin birja savdosi hajmi 2025-yil, trln so‘m	4	Interfax
Emitentlar soni 2025-yil, ta	717	Interfax
Korporativ obligatsiyalar 2025-yil, mlrd so‘m	685	Cbonds

Biroq kapital bozorining chuqurligi hali ham cheklanganligicha qolmoqda. Mamlakatda 717 ta emitent faoliyat yuritayotgan bo‘lsa-da, erkin birja savdolari hajmi 4 trln so‘mni tashkil etib, muomaladagi qimmatli qog‘ozlarning 275 trln so‘mlik umumiy qiymatiga nisbatan atigi 1,5 foizga teng. Bu esa erkin muomaladagi aksiyalar ulushi (free float) va bozor likvidligi darajasining pastligini ko‘rsatadi. Korporativ obligatsiyalar bozori ham nisbatan tor bo‘lib, 2025-yilning dastlabki o‘n oyida birjada

<sup>1</sup> Manba: muallif tomonidan RSE [10], Gazeta.uz [13], kursiv.media va UzNIF rasmiy e‘lonlari asosida tuzilgan.

<sup>2</sup> Manba: muallif tomonidan Markaziy bank [11], RSE [10], Interfax [14] va Cbonds ma‘lumotlari asosida tuzilgan.

685 mlrd soʻmlik 8 495 ta bitim amalga oshirilgan. Ushbu hajmning qariyb yarmi Uzum (MAKESENSE) obligatsiyalari hissasiga toʻgʻri kelgan.

UzNIF IPOsi xususiylashtirish jarayonlari va kapital bozori rivojlanishi oʻrtasidagi bogʻliqlikni yaqqol namoyon etuvchi misollardan biridir [12]. Jamgʻarma 2024-yil 24-dekabrda tashkil etilgan boʻlib, energetika, telekommunikatsiya, bank va transport tarmoqlaridagi 13 ta davlat korxonasi 25-40 foizlik minoritar ulushlarini birlashtirgan. Jamgʻarma Franklin Templeton tomonidan boshqariladi va uning sof aktivlari qiymati 2025-yil 31-dekabr holatiga 2,44 mlrd AQSH dollarini tashkil etgan. 2026-yil 13-mayda jamgʻarma London va Toshkent fond birjalarida ikki bozorli IPOni muvaffaqiyatli yakunlab, ustav kapitalining 31 foizini tashkil etuvchi 1,56 trldan ortiq aksiyani joylashtirdi. Natijada 603,6 mln AQSH dollari miqdorida mablagʻ jalb qilinib, jamgʻarmaning bozor qiymati **1,95 mlrd AQSH dollari miqdorida baholandi [13]**.

Joylashtirish natijalari nazariy jihatdan ahamiyatli ikkita kuzatishni beradi. Birinchidan, talab taklifdan 4 barobar oshib ketdi: global institutsional investorlardan 2,8 mlrd AQSH dollardan ortiq buyurtma keldi va BlackRock, Franklin Resources hamda Redwheel kabi yirik fondlar langar investor sifatida 300 mln AQSH dollarlik qimmatli qogʻoz sotib oldi. Ikkinchidan, taqsimlanish tuzilmasi ichki bozorning nisbatan sayozligini oshkor etdi: jami joylashtirishning taxminan 97 foizi London transhiga toʻgʻri keldi, Toshkent transhiga esa atigi 3 foiz (18 mln AQSH dollar yoki 216 mlrd soʻm) ajratildi. Bu UzNIF IPOsini mamlakat tarixidagi eng yirik joylashtirishga aylantirdi [12].

Natijalar ulushli xususiylashtirish nazariyasining asosiy bashoratlarini qisman tasdiqlaydi: xususiylashtirish dasturi qimmatli qogʻozlar taklifini yaratdi, investorlar bazasini kengaytirdi va Perotti hamda van Oyen taʼkidlagan signal mexanizmini namoyon etdi [3]. Ayni paytda natijalar ishchi farazni ham tasdiqlaydi - xususiylashtirishning bozorni chuqurlashtiruvchi taʼsiri toʻliq roʻyobga chiqmayapti. Adabiyotlar tahlili va empirik manzara asosida bozorni cheklab turuvchi toʻrtta tarkibiy toʻsiqni ajratish mumkin: (1) davlatning iqtisodiyotdagi ustunligi; (2) institutsional investorlar bazasining torligi; (3) davlat banklari orqali moliyalashtirishning ustunligi; (4) erkin muomaladagi ulush va likvidlikning cheklanganligi. UzNIF joylashtirishining 97 foizi xorijiy bozorga toʻgʻri kelishi ichki bozorning xususiylashtirishdan toʻliq foydalana olmayotganini yaqqol koʻrsatadi.

## **XULOSA VA TAKLIFLAR**

Tadqiqot xususiylashtirish ulushli joylashtirish orqali qimmatli qogʻozlar taklifini shakllantirishi, investorlar bazasini kengaytirishi va islohotlarga sodiqlikni signal tarzida namoyon etishini tasdiqladi. UzNIFning 2026-yildagi ikki bozorli IPOsi - talabning 4 barobar oshishi va yirik global fondlar ishtiroki bilan - bu mexanizmning yaqqol dalili boʻldi. Ayni paytda kapitallashuv/YaIM nisbatining past darajasi, erkin muomaladagi ulushning cheklanganligi va UzNIF joylashtirishining asosan xorijiy bozorga yoʻnaltirilgani milliy bozorning hali sayoz ekanligini tasdiqlaydi.

Xususiylashtirishning kapital bozorini rivojlantirish salohiyatini toʻliq amalga oshirish uchun quyidagi tavsiyalar ilgari suriladi: birinchidan, institutsional investorlar bazasini shakllantirish - pensiya aktivlari va sugʻurta rezervlarining kapital bozoriga

oqib kirishini ragʻbatlantirish; ikkinchidan, korporativ obligatsiyalar bozorini emitentlar doirasini kengaytirish va soliq imtiyozlaridan samarali foydalanish orqali chuqurlashtirish; uchinchidan, erkin muomaladagi ulushni oshirish va minoritar investorlar huquqlarini himoyalash; toʻrtinchidan, ichki transhlarni kengaytirish va chakana ishtirokni ragʻbatlantirish orqali milliy bozorning xususiylashtirishdan oladigan ulushini oshirish. Ushbu chora-tadbirlar xorijiy investorlarning qiziqishini barqaror ichki investitsiyaga aylantirish va Oʻzbekiston kapital bozorini milliy iqtisodiy oʻsishning toʻlaqonli manbasiga aylantirish imkonini beradi.

### **FOYDALANILGAN ADABIYOTLAR ROʻYXATI**

1. Megginson W.L., Netter J.M. (2001) From State to Market: A Survey of Empirical Studies on Privatization // Journal of Economic Literature. Vol. 39, No. 2. P. 321-389.
2. Boutchkova M.K., Megginson W.L. (2000) Privatization and the Rise of Global Capital Markets // Financial Management. Vol. 29, No. 4. P. 31-75.
3. Perotti E.C., van Oijen P. (2001) Privatization, Political Risk and Stock Market Development in Emerging Economies // Journal of International Money and Finance. Vol. 20, No. 1. P. 43-69.
4. Bortolotti B., de Jong F., Nicodano G., Schindele I. (2007) Privatization and Stock Market Liquidity // Journal of Banking & Finance. Vol. 31, No. 2. P. 297-316.
5. Levine R. (2005) Finance and Growth: Theory and Evidence // Handbook of Economic Growth / Aghion P., Durlauf S. (eds.). Vol. 1A. Amsterdam: Elsevier. P. 865-934.
6. La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A. (2006) What Works in Securities Laws? // The Journal of Finance. Vol. 61, No. 1. P. 1-32.
7. OECD (2023) Financing Uzbekistan's Green Transition: Capital Market Development and Opportunities for Green Bond Issuance. Paris: OECD Publishing. DOI: 10.1787/27d2489d-en.
8. Oʻzbekiston Respublikasi Prezidentining 2025-yil 21-apreldagi PF-70-son “2025-yil uchun xususiylashtirish dasturi toʻgʻrisida”gi Farmoni <https://lex.uz/docs/-7488166>
9. Oʻzbekiston Respublikasi Prezidentining 2025-yil 21-apreldagi PQ-145-son “Davlat ishtirokidagi yirik korxonalarni xalqaro bozorlarda xususiylashtirish toʻgʻrisida”gi Qarori <https://lex.uz/uz/docs/-7488164>
10. «Toshkent» Respublika fond birjasi (RSE). Savdo statistikasi, 2024-2026. - URL: <https://uzse.uz>
11. Oʻzbekiston Respublikasi Markaziy banki. Bank tizimi statistik byulleteni. - Toshkent: MB, 2025.
12. Cleary Gottlieb (2026) UzNIF's IPO and Dual Listing in London and Tashkent.
13. Gazeta.uz (2026) National Investment Fund Debuts on Tashkent Stock Exchange. - 19.05.2026.
14. Interfax (2025) Uzbekistan Drafts Measures to Develop Capital Market, Aims to Attract \$1 Bln Investment. - 16.12.2025.



# Marketing

*ilmiy, amaliy va ommabop jurnali*

**Muharrir:**

**Ingliz tili muharriri:**

**Rus tili muharriri:**

**Musahhih:**

**Sahifalovchi va dizaynerlar:**

Xakimov Ziyodulla Axmadovich

Tursunov Boburjon Ortiqmirzayevich

Kaxramonov Xurshidjon Shuxrat o'g'li

Karimova Shirin Zoxid qizi

Sadikov Shoxrux Shuxratovich

Abidjonov Nodirbek Odijon o'g'li

**2026-yil, iyun, 6-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](mailto: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**. GOCT 7.56-2002 " Seriyali nashrlarning xalqaro standart raqamlanishi" davlatlararo standartlari talablari. **Berilgan ISSN tartib raqami: 3060-4621**