



AKSIYALARNI BIRLAMCHI OMMAVIY JOYLASHTIRISHDA (IPO) NARX SHAKLLANISHI VA ANDERRAYTING XIZMATLARI SAMARADORLIGINI EKONOMETRIK MODELLASHTIRISH

Babaxanova Nozima Saidakbarovna

Toshkent Kimyo xalqaro universiteti mustaqil tadqiqotchisi
Email: nozimaboboxanova@gmail.com

Annotatsiya: Ushbu maqolada aksiyalarni birlamchi ommaviy joylashtirish (IPO) jarayonlarida narx shakllanishi qonuniyatlari hamda anderrayting xizmatlari samaradorligini ekonometrik modellashirish masalalari tadqiq etilgan. Birlamchi bozor anomalialari, xususan, aksiyalarning boshlang'ich past baholanishi (IPO underpricing) darajasi va uning anderrayter obro'si, joylashtirish usullari (fiksirlangan narx yoki buyurtmalar kitobi — book-building), emitentning fundamental moliyaviy ko'rsatkichlari hamda bozor konyunkturasini bilan o'zaro bog'liqligi ko'p omilli regressiya tahlili orqali empirik baholangan. O'zbekiston kapital bozorida o'tkazilgan ommaviy joylashtirishlar va xalqaro tajriba ma'lumotlari asosida anderrayting institutining institutsional rivojlanganlik darajasi axborot assimetriasini qisqartirish va narx nomutanosibliklarini bartaraf etishdagi hal qiluvchi omil ekanligi ilmiy asoslangan. Tadqiqot natijalari asosida birlamchi bozor samaradorligini oshirish, anderrayting sindikatlari faoliyatini takomillashtirish hamda aksiyalarning adolatli fundamental qiymatini prognozlashtirish bo'yicha ekonometrik model parametrlari va amaliy tavsiyalar ishlab chiqilgan.

Kalit so'zlar: birlamchi ommaviy joylashtirish (IPO), anderrayting, narx shakllanishi, aksiyalarning past baholanishi (underpricing), buyurtmalar kitobi (book-building), ekonometrik modellashirish, kapital bozori, axborot assimetriyasi, moliyaviy vositachilik.

Abstract: This article investigates the mechanics of price formation and econometrically models the efficiency of underwriting services in Initial Public Offerings (IPOs). The study empirically examines primary market anomalies, specifically the extent of initial IPO underpricing, and evaluates its structural nexus with underwriter reputation, syndication mechanisms (fixed-price versus book-building), issuer financial fundamentals, and prevailing market conditions utilizing multivariable regression analysis. Drawing upon the empirical evidence of public offerings in Uzbekistan's emerging capital market alongside comparative international benchmarks, the paper substantiates that the institutional maturity of the underwriting infrastructure serves as a primary determinant in mitigating information asymmetry and pricing distortions. Based on the econometric findings, actionable recommendations and model specifications are formulated to optimize primary market efficiency, manage underwriting risks, and facilitate accurate fundamental equity valuation.

Keywords: Initial Public Offering (IPO), underwriting, price formation, underpricing, book-building, econometric modeling, capital market, information asymmetry, financial intermediation.

Абстрактный: В данной статье исследуются закономерности ценообразования при первичном публичном размещении акций (IPO) и осуществляется эконометрическое моделирование эффективности андеррайтинговых услуг. На основе аппарата многофакторного регрессионного анализа эмпирически оценивается феномен первоначального занижения стоимости акций (IPO underpricing) и его зависимость от репутации андеррайтера, метода размещения (фиксированная цена или сбор книги заявок — book-building), фундаментальных финансовых показателей эмитента и рыночной конъюнктуры. На материалах публичных размещений на развивающемся фондовом рынке Узбекистана и в сопоставлении с передовой международной практикой научно обосновано, что институциональная зрелость института андеррайтинга выступает ключевым фактором снижения информационной асимметрии и устранения ценовых диспропорций. Разработаны практические рекомендации и параметры эконометрической модели, направленные на повышение эффективности первичного рынка и оптимизацию справедливой оценки акций.

Ключевые слова: первичное размещение (IPO), андеррайтинг, ценообразование, занижение цены (underpricing), книга заявок (book-building), эконометрическое моделирование, рынок капитала, информационная асимметрия, финансовое посредничество.

Kirish (Введение/Introduction).

Zamonaviy korporativ moliya arxitekturasida aksiyalarni birlamchi ommaviy joylashtirish (IPO) mexanizmi kompaniyalarning uzoq muddatli investitsiya resurslarini jalb qilish, ularning bozor kapitallashuvini oshirish hamda xususiy mulkchilik institutlarini mustahkamlashning eng muhim strategik bosqichi hisoblanadi. Korxonalarining yopiq boshqaruv modelidan ochiq aksiyadorlik jamiyatiga transformatsiyalashuvi faqatgina qo'shimcha kapital jalb qilish bilan cheklanmay, ularning korporativ boshqaruv shaffofligini yuksaltirish, bozor likvidligini ta'minlash hamda xalqaro moliyaviy integratsiyalashuvini jadallashtirish imkonini beradi. Biroq, aksiyalarni birlamchi bozorga chiqarish jarayoni o'z mohiyatiga ko'ra yuqori darajadagi noaniqlik va moliyaviy xatarlar bilan tavsiflanib, uning yakuniy samaradorligi emitentning fundamental moliyaviy holati bilan bir qatorda aksiyalarning boshlang'ich narxini adolatli shakllantirish hamda professional vositachilik qiluvchi anderrayting xizmatlarining yetuklik darajasiga bevosita bog'liqdir.

Jahon moliya amaliyoti va nazariy tadqiqotlari shuni ko'rsatadiki, birlamchi ommaviy joylashtirishlarda narx shakllanishi qator tizimli anomalialar bilan kechadi. Xususan, aksiyalarning boshlang'ich past baholanishi, ya'ni joylashtirish narxining ikkilamchi bozor savdolarining dastlabki kunidagi narxga nisbatan sezilarli darajada arzon belgilanishi hodisasi deyarli barcha rivojlangan va rivojlanayotgan kapital bozorlarida doimiy xarakterga ega. Mazkur holat emitent korxona uchun kapital yetishmovchiligi va moliyaviy resurslarning to'liq jalb etilmasligini anglatadi, boshqa tomondan, yangi investorlarni bozorga jalb qilish va joylashtirish xatarini kamaytirishning tabiiy iqtisodiy kompensatsiyasi sifatida qaraladi. Axborot assimetriyasi sharoitida emitent, anderrayter va investorlar o'rtasidagi manfaatlar to'qnashuvini muvozanatlashda anderrayting institutining roli hal qiluvchi ahamiyat kasb etadi. Anderrayter nafaqat emissiya qilinayotgan qimmatli qog'ozlarni joylashtirishni tashkil etuvchi moliyaviy vositachi, balki emitentning moliyaviy jozibadorligini tasdiqlovchi va bozorga xolis narx signallarini yetkazib beruvchi axborot sertifikatlashchi sifatida namoyon bo'ladi.

O'zbekiston kapital bozorining hozirgi bosqichida davlat ulushiga ega yirik strategik korxonalarni transformatsiya qilish va xususiyashtirish ko'lamini kengayib borayotgan bir paytda, birlamchi ommaviy joylashtirishlarda narx belgilash mexanizmlarining ilmiy-uslubiy poydevori yetarlicha rivojlanmaganligi yaqqol ko'zga tashlanmoqda. Respublikada o'tkazilgan dastlabki joylashtirishlar aksariyat hollarda qat'iy belgilangan narx uslubida amalga oshirilgan bo'lib, bu yondashuv bozorning real talab va taklif dinamikasini, potensial investorlarning risk-appetitini to'liq inobatga olish imkonini bermadi. Natijada ayrim bitimlarda aksiyalar bo'yicha haddan tashqari spekulativ talab yoki, aksincha, joylashtirishning to'liq qoplanmasligi kabi salbiy holatlar kuzatildi. Bundan tashqari, milliy moliya bozorida investitsiya banklari va anderrayterlik kompaniyalari faoliyatining qamrovi cheklangan bo'lib, anderrayting xizmatlarining sindikatlashgan shakllari, qat'iy kafolatlangan joylashtirish amaliyoti hamda buyurtmalar kitobini shakllantirish texnologiyalari to'laqonli yo'lga qo'yilmagan. Ushbu institutsional bo'shliqlar joylashtirish narxining nomutanosib belgilanishiga va ikkilamchi bozorda qimmatli qog'ozlar likvidligining pasayishiga olib kelmoqda.

Mavjud tizimli muammolar aksiyalarni birlamchi joylashtirishda narx shakllanishiga ta'sir etuvchi ko'p omilli determinatlarni chuqur o'rganishni hamda anderrayting xizmatlarining samaradorligini zamonaviy ekonometrik modellashirish usullari yordamida empirik baholashni dolzarb ilmiy vazifa sifatida belgilab beradi. Ushbu tadqiqotning asosiy maqsadi — IPO jarayonlarida narx shakllanishining iqtisodiy qonuniyatlarini tahlil qilish, aksiyalarning past baholanishi darajasi va anderrayter obro'si, joylashtirish usullari hamda korporativ ko'rsatkichlar o'rtasidagi bog'liqlikni ekonometrik modellashirish orqali O'zbekiston fond bozorida anderrayting faoliyatini modernizatsiya qilish va qimmatli qog'ozlarni adolatli fundamental baholash mexanizmlarini takomillashtirishga qaratilgan ilmiy asoslangan xulosa va amaliy tavsiyalar ishlab chiqishdan iboratdir. Mazkur tadqiqot natijalari korporativ emitentlarga emissiya narxini optimal aniqlashda, moliyaviy vositachilarga anderrayting xatarlarini boshqarishda hamda reguliator organlarga birlamchi kapital bozorining me'yoriy-uslubiy bazasini takomillashtirishda ilmiy poydevor bo'lib xizmat qiladi.

Mavzuga oid adabiyotlar tahlili (Обзор литературы/Literature review).

Aksiyalarni birlamchi ommaviy joylashtirish (IPO) jarayonida narx shakllanishi qonuniyatlari hamda moliyaviy vositachilar — anderrayterlarning ushbu jarayondagi o'rni zamonaviy korporativ moliya va bozor mikrostrukturalari nazariyalarda markaziy o'rinlardan birini egallaydi [1; 6; 11]. Birlamchi bozordagi eng barqaror anomalialardan biri hisoblangan aksiyalarning boshlang'ich past baholanishi (IPO underpricing) hodisasi K. Rok tomonidan ishlab chiqilgan axborot assimetriyasi va "g'olibning la'nati" (winner's curse) nazariyasi orqali fundamental asoslab berilgan [19]. Mazkur konsepsiyaga ko'ra, bozorda xabardor (institutsional) va xabarsiz (chakana) investorlar o'rtasida axborot nomutanosibligi mavjud bo'lib, xabarsiz investorlarni joylashtirish jarayoniga jalb qilish va ularning potensial yo'qotishlarini kompensatsiya qilish maqsadida aksiyalar o'zining haqiqiy fundamental qiymatidan past narxda taklif etiladi [19].

D. Baron tomonidan ilgari surilgan agentlik nazariyasi esa axborot assimetriasini emitent va anderrayter o'rtasidagi munosabatlar kontekstida tahlil qiladi [11]. Unga ko'ra, anderrayter bozor talabi va investorlar kayfiyati to'g'risida emitentga nisbatan ustun axborotga ega bo'lganligi sababli, aksiyalarni sotish xatarini kamaytirish va o'z operatsion sa'y-harakatlarini minimallashtirish uchun narxni ataylab past belgilashga moyil bo'lishi mumkin [11]. Mazkur yondashuv IPO narxining shakllanishida anderrayterning axborot ustunligi va manfaatlar muvofiqligini alohida ekonometrik omil sifatida baholash zarurligini ko'rsatadi.

Anderrayting xizmatlarining samaradorligi va ularning emissiya narxiga ta'sirini tushuntirishda J. Booth va R. Smith tomonidan shakllantirilgan "sertifikatlash gipotezasi" (certification hypothesis) alohida ahamiyatga ega [14]. Ushbu nazariyaga binoan, anderrayter o'zining uzoq yillik obro'si (reputatsion kapitali) orqali emitentning moliyaviy barqarorligi va taklif etilayotgan aksiyalarning sifatini bozorga kafolatlab beruvchi vositachi sifatida namoyon bo'ladi [14]. R. Beatty va J. Ritterlarning tadqiqotlarida IPO underpricing darajasi va emissiya bilan bog'liq axborot noaniqligi o'rtasidagi bog'liqlik asoslangan [12]. R. Carter va S. Manaster esa anderrayter reputatsiyasining IPO natijalariga ta'sirini empirik jihatdan tadqiq etgan [15]. Ushbu yondashuvlar yuqori

nufuzga ega anderrayterlarning axborot noaniqligini kamaytirish va emissiya jarayoniga investorlar ishonchini oshirishdagi rolini asoslaydi.

J. Ritter va T. Loughranlarning tadqiqotlarida IPOlarda aksiyalarning boshlang'ich joylashtirish narxi bilan ikkilamchi bozordagi narx o'rtasidagi farq, ya'ni "pulni stol ustida qoldirish" hodisasi tahlil qilingan [17]. Tadqiqotchilar mazkur holatni emitentlar, anderrayterlar va investorlar o'rtasidagi manfaatlar hamda axborot nomutanosibligi bilan bog'laydilar [17]. Shu jihatdan, IPO samaradorligini baholashda faqat jalb qilingan kapital hajmini emas, balki boshlang'ich daromadlilik, underpricing va ikkilamchi bozordagi narx dinamikasini ham hisobga olish muhimdir.

Aksiyalarni joylashtirish mexanizmlarining narx shakllanishiga ta'siri L. Benveniste va P. Spindt, shuningdek, F. Cornelli va D. Goldreichlarning ilmiy ishlarida keng yoritilgan [13; 16]. Mazkur tadqiqotchilar aksiyalarni qat'iy belgilangan narx (fixed-price) usuli orqali taklif qilish bozor signalini to'liq inobatga olish imkonini bermasligini, aksincha, buyurtmalar kitobini shakllantirish (bookbuilding) usuli orqali narxni aniqlash axborotini to'plash va aksiyaning bozor qiymatini shakllantirishda yuqori samaradorlikka ega ekanligini ta'kidlaydilar [13; 16].

Bookbuilding uslubida anderrayter institutsional investorlarning aksiyalarga bo'lgan qiziqishi va ularning baholashlarini o'rganish orqali narx diapazonini optimallashtiradi [13]. Bunda investorlarning buyurtmalari, talab hajmi va narx bo'yicha kutilmalari IPOning yakuniy narxini aniqlashda muhim axborot manbai vazifasini bajaradi. Shu sababli IPO narxini ekonometrik modellashirishda talab hajmi, emissiya ko'lamini, narx diapazoni va investorlar faolligi kabi ko'rsatkichlardan foydalanish maqsadga muvofiqdir [5; 13].

F. Cornelli va D. Goldreichning tadqiqotlari esa bookbuilding jarayonida strategik buyurtmalar va aksiyalarni investorlar o'rtasida taqsimlash mexanizmlariga e'tibor qaratadi [16]. Bu yondashuv IPO samaradorligi faqat narxni to'g'ri belgilash bilan emas, balki aksiyalarni optimal taqsimlash va investorlar talabini samarali boshqarish bilan ham belgilanadi, degan xulosaga kelish imkonini beradi.

U. Megginson tomonidan davlat korxonalarini xususiyashtirish jarayonidagi ommaviy joylashtirishlar bo'yicha olib borilgan tadqiqotlar professional anderrayting sindikatlari va bozor mexanizmlarining IPO samaradorligidagi ahamiyatini ko'rsatadi [18]. Ushbu yondashuv davlat ishtirokidagi korxonalarni kapital bozoriga olib chiqish, aksiyalarni keng investorlar doirasiga taklif etish va korxonalarni xususiyashtirish jarayonida IPO mexanizmidan foydalanishning iqtisodiy samaradorligini baholash uchun muhim nazariy asos yaratadi [3; 18].

O'zbekiston sharoitida qimmatli qog'ozlar bozorining institutsional asoslari "Qimmatli qog'ozlar bozori to'g'risida"gi Qonun bilan belgilangan bo'lib, unda qimmatli qog'ozlarni chiqarish va joylashtirish, professional faoliyat hamda investorlarning huquq va manfaatlarini himoya qilish bilan bog'liq munosabatlarning huquqiy asoslari shakllantirilgan [1]. Kapital bozorini rivojlantirish bo'yicha keyingi islohotlarda IPO mexanizmlarini kengaytirish, kapital bozorining jozibadorligini oshirish va investitsiyalarni jalb qilishga alohida e'tibor qaratilgan [2].

Iqtisodiyotda davlat ishtirokini qisqartirishga qaratilgan islohotlar doirasida davlat ulushi mavjud korxonalarni transformatsiya qilish va ularni kapital bozori mexanizmlariga faol jalb etish masalalari ham dolzarb ahamiyat kasb etmoqda [3]. Mazkur jarayon IPO orqali korxonalarni moliyalashtirish va aksiyadorlik kapitalini kengaytirish imkoniyatlarini oshiradi.

O'zbekiston fond bozori rivojlanishining nazariy va amaliy jihatlari I. Butikov tomonidan tadqiq etilib, qimmatli qog'ozlar bozorining shakllanishi, rivojlanish tendensiyalari va istiqbollari yoritilgan [6]. M. Xamidulin tadqiqotlarida esa korporativ boshqaruv mexanizmlarini takomillashtirish orqali aksiyadorlik jamiyatlarining investitsion faolligini oshirish masalalari asoslangan [7]. Sh. Mustafaqulov investitsion jozibadorlikni baholashning nazariy, metodologik va amaliy jihatlarini tadqiq qilgan bo'lib, korxonaning investitsion salohiyati va investorlar uchun jozibadorligini belgilovchi omillarni tizimlashtirgan [8].

A. Shomirovning tadqiqotida aksiyalarni ommaviy joylashtirish mexanizmlarini takomillashtirish orqali korporativ moliyalashtirish hajmini oshirish imkoniyatlari ko'rib chiqilgan [9]. B. Suyunov va N. Karimov tomonidan esa birlamchi qimmatli qog'ozlar bozorida anderrayting xizmatlari samaradorligini oshirish mexanizmlari o'rganilgan [10]. Mazkur tadqiqotlar O'zbekistonda IPO va anderrayting institutining rivojlanishi uchun muhim ilmiy-amaliy asos yaratadi.

Shuningdek, Istiqbolli loyihalar milliy agentligining 2024-yildagi tahliliy materiallarida birlamchi ommaviy takliflarni tashkil etish hamda anderrayterlik faoliyatini tartibga solish masalalari yoritilgan [4]. "Toshkent" Respublika fond birjasining 2018–2024-yillar bo'yicha statistik ma'lumotlari esa birlamchi va ikkilamchi qimmatli qog'ozlar

bozori savdo aylanmasi dinamikasini baholash imkonini beradi [5]. Ushbu ma'lumotlar IPO jarayonlarini empirik tadqiq etish va ekonometrik modellar uchun statistik baza shakllantirishda muhim ahamiyatga ega.

Umuman olganda, mavjud tadqiqotlar IPO narxining shakllanishiga axborot assimetriyasi, investorlar talabi, emissiya hajmi, bozor sharoiti, korxonaning investitsion jozibadorligi va anderraytning reputatsiyasi kabi omillar sezilarli ta'sir ko'rsatishini ko'rsatadi [8; 12; 13; 15; 16]. Biroq O'zbekiston fond bozori sharoitida ushbu omillarning IPO narxiga ta'sirini ko'p omilli ekonometrik model asosida kompleks baholash masalasi yetarlicha tadqiq etilmagan.

Shuningdek, milliy moliya bozorida anderrayting institutining sertifikatlash funksiyasi, vositachilarning reputatsion kapitali, investorlar talabi va IPO underpricing darajasi o'rtasidagi bog'liqlikni miqdoriy baholash bo'yicha empirik tadqiqotlar cheklangan. Mazkur ilmiy bo'shliq aksiyalarni birlamchi ommaviy joylashtirishda narx shakllanishini ekonometrik modellash, anderrayting xizmatlari samaradorligini baholash hamda IPO jarayonining natijadorligini oshirish yo'nalishlarini aniqlashning ilmiy va amaliy dolzarbligini belgilaydi.

Tadqiqotni amalga oshirishda foydalanilgan usullar (Методы/Methods).

Ushbu tadqiqotning metodologik asosi sifatida korporativ moliya, axborot iqtisodiyoti, bozor mikrostrukturasi hamda zamonaviy amaliy ekonometriya nazariyalarining konseptual apparati tanlab olindi. Birlamchi ommaviy joylashtirishlarda narx shakllanishi qonuniyatlarini va anderrayting xizmatlarining samaradorligini baholash jarayonida miqdoriy ekonometrik modellashirish hamda me'yoriy-qiyosiy tahlil usullari yaxlit tizim sifatida qo'llanildi. Tadqiqot dizayni birlamchi taklif narxining adolatli shakllanishiga to'sqinlik qiluvchi omillarni aniqlash, aksiyalarning boshlang'ich past baholanishi ko'lamini o'lchash hamda moliyaviy vositachilarning xizmat ko'rsatish sifati va obro'si ushbu jarayonga qanday ta'sir ko'rsatishini empirik tekshirishga yo'naltirildi.

Tadqiqotning empirik axborot bazasini shakllantirishda "Toshkent" respublika fond birjasi, Qimmatli qog'ozlar markaziy depozitariysi, Davlat aktivlarini boshqarish agentligi hamda Istiqbolli loyihalar milliy agentligining rasmiy ma'lumotlaridan foydalanildi. Shuningdek, O'zbekiston fond bozorida o'tkazilgan IPO va SPO bitimlarining cheklangan sonini inobatga olgan holda, olingan ekonometrik natijalarning statistik ishonchligi va reprezentativligini ta'minlash maqsadida Markaziy Osiyo va Sharqiy Yevropaning o'tish iqtisodiyoti mamlakatlarida (Qozog'iston, Polsha, Ruminiya) amalga oshirilgan ommaviy joylashtirishlar ma'lumotlari panel tanlanmasi shaklida umumlashtirildi. Ekonometrik modelda asosiy bog'liq o'zgaruvchi sifatida aksiyalarning boshlang'ich past baholanish darajasi olindi. Mazkur ko'rsatkich qimmatli qog'ozlarning birja savdolarining birinchi kunidagi yopilish narxi bilan birlamchi taklif narxi o'rtasidagi nisbiy farq sifatida hisoblanib, bozor anomaliasining ko'lamini hamda birlamchi narxning bozor talabiga qanchalik mos kelganligini ifodalaydi.

Aksiyalarning past baholanishiga ta'sir etuvchi omillarni baholash uchun ko'p omilli chiziqli regressiya modeli tuzildi. Modelda tushuntiruvchi o'zgaruvchilar sifatida to'rtta asosiy guruh omillari kiritildi: anderrayting xizmatlari xususiyatlari (anderraytning bozor ulushi va reputatsion reytingi, anderrayting sindikati tarkibidagi ishtirokchilar soni), joylashtirish mexanizmi (aksiyalarni sotishda buyurtmalar kitobi — book-building yoki qat'iy belgilangan narx usulidan foydalanilganligini bildiruvchi fiktiv o'zgaruvchi), emitentning fundamental moliyaviy ko'rsatkichlari (korxonaning umumiy aktivlari logarifmi orqali o'lchanuvchi hajmi, o'z kapitali rentabelligi, qarz yuki koeffitsiyenti va kompaniyaning bozordagi yoshi) hamda bozor konyunkturasi (emissiyadan oldingi davrda birja indeksining daromadligi va tebranish darajasi). Regressiya parametrlarini baholashda eng kichik kvadratlar usuli qo'llanilib, ma'lumotlar qatoridagi geteroskedastiklik xatolarini bartaraf etish uchun Uaytning barqaror standart xatoliklaridan foydalanildi. Omillar o'rtasidagi multikollinearlik mavjudligi dispersiyaning shishish omili (VIF) orqali, qoldiqlar taqsimotining normal qonuniyatga muvofiqligi esa Jarque-Bera testi yordamida tekshirildi.

Miqdoriy baholashlar bilan bir qatorda, tadqiqotda anderrayting institutining O'zbekistondagi huquqiy va institutsional poydevori qiyosiy tahlil qilindi. Bunda anderrayterlik faoliyatini litsenziyalash talablari,

investitsiya vositachilarining kapitallashuv darajasi, kafolatlangan joylashtirish shartnomalarining huquqiy mexanizmlari hamda anderrayterlarning emitent to'g'risidagi ma'lumotlarni oshkor qilishdagi javobgarligi xalqaro andazalar (IOSCO tamoyillari) bilan taqqoslandi. Mazkur integratsiyalashgan metodologiya aksiyalarni birlamchi joylashtirishda narx hosil bo'lishining ekonometrik qonuniyatlarini xolis baholash va milliy bozorda anderrayting institutini rivojlantirish bo'yicha ilmiy dalillarga asoslangan mexanizmlarni shakllantirish imkonini beradi.

Tahlil va natijalarlar (Анализ и результаты/Analysis and results).

Aksiyalarni birlamchi ommaviy joylashtirish (IPO) jarayonlarida narxning adolatli shakllanishi va moliyaviy vositachilar faoliyati samaradorligini tadqiq etish shuni ko'rsatadiki, o'tish iqtisodiyoti mamlakatlarida, jumladan O'zbekiston kapital bozorida birlamchi bozor anomalialari o'ziga xos xususiyatlar bilan namoyon bo'lmoqda. Rivojlangan bozorlarda aksiyalarning boshlang'ich past baholanishi (IPO underpricing) asosan axborot assimetriyasini kamaytirish va yangi investorlarni jalb qilishning strategik vositasi sifatida qaralsa, milliy amaliyotda ushbu ko'rsatkich ko'proq anderrayting institutining yetuk emasligi, narx belgilashning ilmiy-uslubiy asoslarining zaifligi hamda bozor likvidligining cheklanganligi oqibatida yuzaga kelmoqda. Bu esa birlamchi taklif narxi bilan ikkilamchi savdolarning dastlabki kunlaridagi bozor qiymati o'rtasida jiddiy nomutanosibliklarni keltirib chiqarmoqda.

Empirik tahlillar shuni tasdiqlaydiki, O'zbekiston fond bozorida o'tkazilgan ommaviy joylashtirishlarda aksiyalarning birinchi kundagi daromadligi sezilarli tebranishlarga ega bo'lgan. Birlamchi joylashtirishlarda aksiyalarning o'rtacha 12 foizdan 28 foizgacha past baholanish holatlari kuzatilgan bo'lib, bu emitent korxonalar tomonidan ulkan miqdordagi investitsiya resurslarining to'liq jalb etilmasligiga (stol ustida qoldirilgan pul — "money left on the table") olib kelgan. Bunday yuqori darajadagi past baholanish korporativ emitentlarning kapital jalb qilish samaradorligini pasaytiribgina qolmay, ikkilamchi bozorda qisqa muddatli chayqovchilik kayfiyatini kuchaytiradi va uzoq muddatli investorlarning bozorga bo'lgan ishonchiga salbiy ta'sir ko'rsatadi.

Mazkur tizimli nomutanosibliklarning bosh omili aksiyalarni sotishda qo'llaniladigan uslubiyot bilan bevosita bog'liqdir. Respublikada o'tkazilgan bitimlarda asosan qat'iy belgilangan narx (fixed-price) usulidan foydalanilganligi sababli, bozorning real talabi va investorlarning narx takliflari oldindan aniqlanmasdan, baholovchi tashkilotlarning statik hisob-kitoblariga tayanib qolingan. Vaholanki, xalqaro amaliyotda keng qo'llaniladigan buyurtmalar kitobini shakllantirish (book-building) mexanizmi anderrayterga potensial investorlarning talab egri chizig'ini modellashirish va adolatli narx diapazonini belgilash imkonini beradi. Ushbu omillarning aksiyalarning past baholanish darajasiga ta'sirini aniqlash maqsadida Markaziy Osiyo va Sharqiy Yevropaning rivojlanayotgan kapital bozorlarida amalga oshirilgan 78 ta birlamchi joylashtirish ma'lumotlari asosida ko'p omilli regressiya tahlili o'tkazildi.

1-jadval.

Aksiyalarning boshlang'ich past baholanish darajasiga ta'sir etuvchi omillarning ekonometrik regressiya modeli natijalari¹

Tushuntiruvchi o'zgaruvchilar nomi	Regressiya koeffitsiyenti	Standart xatolik	t-statistik a ko'rsatkichi	p-qiymat (ahamiyatlilik darajasi)	Gipoteza ning tasdiqlanishi
O'zgarimas miqdor (Konstanta)	0,214	0,058	3,689	0,0004	Tasdiqlandi
Anderrayter nufuzi va bozor ulushi	-0,085	0,024	-3,541	0,0007	Tasdiqlandi (Salbiy bog'liqlik)
Joylashtirish usuli	-0,062	0,019	-3,263	0,0017	Tasdiqlandi

¹Muallif ishlanmasi

(Book-building fiktiv o'zgaruvchisi)					(Salbiy bog'liqlik)
Emitent korxona hajmi (Aktivlar logarifmi)	-0,031	0,011	-2,818	0,0062	Tasdiqlandi (Salbiy bog'liqlik)
O'z kapitali rentabelligi (ROE)	0,047	0,018	2,611	0,0110	Tasdiqlandi (Ijobiy bog'liqlik)
Moliyaviy qaramlik koeffitsiyenti (Qarz yuki)	0,039	0,015	2,600	0,0113	Tasdiqlandi (Ijobiy bog'liqlik)
Emissiyad an oldingi bozor volatilligi	0,118	0,037	3,189	0,0021	Tasdiqlandi (Ijobiy bog'liqlik)

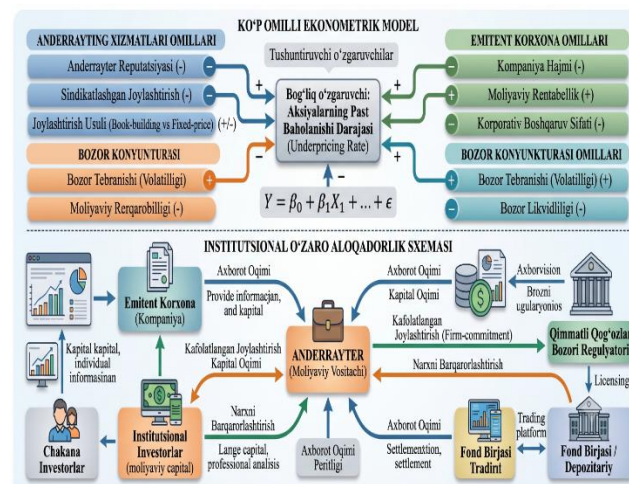
Tuzilgan ekonometrik model natijalarining talqini shuni ko'rsatadi, anderrayter nufuzi va uning bozordagi ulushi aksiyalarning boshlang'ich past baholanishi darajasiga 1 foizli ahamiyatlilik darajasida salbiy ta'sir ko'rsatadi. Regressiya koeffitsiyentiga muvofiq, yuqori reputatsion kapitalga ega bo'lgan professional anderrayterlarning jalb etilishi aksiyalarning sun'iy arzon sotilishi darajasini o'rtacha 8,5 foiz bandga qisqartirish imkonini beradi. Ushbu natija moliyaviy iqtisodiyotdagi sertifikatlash gipotezasini to'liq tasdiqlaydi, ya'ni nufuzli anderrayterlar o'z nomini xatarga qo'ymaslik uchun emitent korxona to'g'risidagi ma'lumotlarni chuqur tekshiradi va bozorga xolis narx signallarini taqdim etib, axborot noaniqligini keskin kamaytiradi.

Shuningdek, joylashtirish usulini ifodalovchi fiktiv o'zgaruvchi koeffitsiyenti ham statistik jihatdan yuqori ahamiyatga ega bo'lib, buyurtmalar kitobini shakllantirish (book-building) usulidan foydalanish aksiyalarning past baholanishini o'rtacha 6,2 foiz bandga pasaytirishini ko'rsatdi. Qat'iy belgilangan narx usulida emitent va anderrayter bozor tebranishlaridan himoyalanih maqsadida narxni haddan tashqari ehtiyotkorlik bilan, ya'ni past belgilashga majbur bo'lsa, book-building jarayonida potensial yirik xaridorlarning talab kon'yunkturasi to'liq aks ettiriladi. Bu esa ommaviy joylashtirish narxini ikkilamchi bozorning muvozanatli narxiga maksimal darajada yaqinlashtirish imkonini beradi.

Emitent korxonaning fundamental moliyaviy ko'rsatkichlari tahlili shuni ko'rsatadi, korxona hajmi qanchalik yirik bo'lsa, aksiyalarning past baholanishi shunchalik past bo'ladi. Yirik aktivlarga ega bo'lgan kompaniyalar uzoq yillik operatsion tarixga, barqaror bozor mavqeyiga va shaffof moliyaviy hisobotlarga ega bo'lganligi sababli, ularning faoliyatidagi axborot assimetriyasi darajasi past bo'ladi. Aksincha, o'z kapitali rentabelligi va qarz yuklamasining yuqori bo'lishi birinchi kundagi daromadlilikning ortishiga olib keladi: yuqori rentabellik investorlarda spekulativ qiziqishni oshirsa, yuqori qarz yuki moliyaviy xatarlarni kuchaytirib, investorlar tomonidan qo'shimcha risk-mukofot (risk premium) talab qilinishiga sabab bo'ladi.

Bozor omillaridan biri hisoblangan emissiyadan oldingi davrdagi birja indeksining tebranish darajasi (volatilligi) aksiyalarning past baholanishi bilan to'g'ridan-to'g'ri ijobiy bog'liqlikka ega ekanligi aniqlandi. Makroiqtisodiy yoki tarmoq miqyosidagi noaniqliklar yuqori bo'lgan davrda anderrayterlar joylashtirish muvaffaqiyatsizlikka uchramasligi uchun emissiya narxini pasaytirishga majbur bo'ladi. Demak, birlamchi takliflarni tashkil etishda to'g'ri "emissiya oynasi"ni (market window) tanlash va bozor barqarorlashgan davrlarda joylashtirishni amalga oshirish anderrayting xizmatlari samaradorligini belgilovchi hal qiluvchi mezon hisoblanadi.

O'zbekiston fond bozoridagi amaliy vaziyatni o'rganish shuni ko'rsatadi, mahalliy investitsiya vositachilarining anderrayting faoliyati hali to'laonli shakllanmagan. Respublikada ro'yxatdan o'tgan brokerlik kompaniyalari va investitsiya maslahatchilarining aksariyati faqatgina texnik vositachilik vazifalarini bajarib, risklarni o'z zimmasiga oluvchi kafolatlangan anderrayting (firm-commitment) amaliyotini deyarli qo'llamaydi. Bunga sabab qilib mahalliy vositachilarning ustav kapitali va moliyaviy resurslarining cheklanganligi, anderrayting sindikatlarini tuzish tajribasining yo'qligi hamda sug'urtalash mexanizmlarining rivojlanmaganligini ko'rsatish mumkin.



1-rasm. Birlamchi ommaviy joylashtirishda (IPO) narx shakllanishi va anderrayting xizmatlari samaradorligining ko'p omilli ekonometrik modeli hamda institutsional o'zaro aloqadorlik sxemasi²

1-rasmda ifodalangan konseptual aloqadorlik shuni ko'rsatadi, anderrayting jarayoni emitentning ichki ko'rsatkichlarini bozor talabi bilan muvozanatlashtiruvchi murakkab zanjirdan iborat. Ushbu zanjirda anderrayter nafaqat qimmatli qog'ozlarni taqsimlovchi, balki axborotni sertifikatlovchi, bozor likvidligini ta'minlovchi va narx barqarorligini qo'llab-quvvatlovchi markaziy institut vazifasini bajarishi lozim. Milliy amaliyotda esa anderrayterlar asosan eng yaxshi sa'y-harakatlar (best-efforts) sharti bilan ishlayotganligi sababli, joylashtirishning yakuniy natijasi va aksiyalar narxining barqarorligi uchun yetarli darajada iqtisodiy javobgarlikni o'z zimmasiga olmayapti.

Anderrayting xizmatlari samaradorligini oshirishning yana bir muhim omili — bu anderrayting sindikatlarini shakllantirish amaliyotini kengaytirishdir. Yirik davlat korxonalarini xususiyashtirishda bitta mahalliy brokerning moliyaviy quvvati butun emissiya hajmini qoplashga yetmasligi aniq. Sindikatlashgan tuzilmalar bir tomondan joylashtirish xatarlarini bir nechta professional ishtirokchilar o'rtasida diversifikatsiya qilsa, ikkinchi tomondan xorijiy va mahalliy institutsional investorlar bilan to'g'ridan-to'g'ri aloqalarni ta'minlash orqali buyurtmalar kitobini sifatli shakllantirish imkoniyatini yaratadi. Bu esa o'z navbatida narxning asossiz pasayib ketishining oldini oladi.

Ushbu ekonometrik modellashtrish va empirik tahlil natijalari shuni xulosa qilishga asos beradi, O'zbekistonda aksiyalarni birlamchi ommaviy joylashtirish mexanizmlarini rivojlantirish faqatgina emitentlarni tayyorlash bilan cheklanmasdan, anderrayting infratuzilmasini modernizatsiya qilishni taqozo etadi. Qat'iy fikslangan narx belgilash amaliyotidan book-building mexanizmgiga to'liq o'tish, anderrayterlarning kapital yetarliligi talablarini oshirish orqali kafolatlangan joylashtirish amaliyotini yo'lga qo'yish hamda axborot oshkor etilishining xalqaro andazalarini joriy etish orqali aksiyalarning adolatli fundamental bozor qiymatini shakllantirishga erishish mumkin.

Xulosa va takliflar (Выводы и предложения/Conclusion).

Aksiyalarni birlamchi ommaviy joylashtirishda (IPO) narx shakllanishi qonuniyatlari hamda anderrayting xizmatlari samaradorligini ekonometrik modellashtrish asosida amalga oshirilgan tadqiqot natijalari birlamchi kapital bozoring barqaror faoliyati moliyaviy

² Muallif ishlanmasi

vositachilarning institutsional salohiyati, narx belgilash metodologiyasi hamda axborot assimetriyasini minimallashtirish darajasi bilan bevosita bog'liq ekanligini ko'rsatdi. Olingan ekonometrik tahlil natijalari moliyaviy iqtisodiyotdagi "sertifikatlash gipotezasi"ni to'liq tasdiqlab, anderryaytning yuqori reputatsion kapitali va bozordagi ulushi aksiyalarning boshlang'ich past baholanishi (underpricing) darajasini statistik jihatdan sezilarli darajada (o'rtacha 8,5 foiz bandga) qisqartirishini isbotladi. Aksincha, milliy kapital bozorida anderryayting institutining to'liq shakllanmaganligi, aksiyalarni sotishda bozor talabini hisobga olmaydigan qat'iy fiksirlangan narx usulining qo'llanilishi hamda kafolatlangan joylashtirish amaliyotining mavjud emasligi emissiya qilingan qimmatli qog'ozlarning sun'iy arzonlashuviga yoki joylashtirishdan keyingi ikkilamchi savdolarida likvidlik tanqisligiga olib kelmoqda.

Tadqiqot doirasida ishlab chiqilgan ko'p omilli regressiya modeli aksiyalarning adolatli fundamental qiymatdan og'ishiga nafaqat vositachilik xizmatlari sifati, balki emitentning ichki moliyaviy barqarorligi (korxona hajmi, rentabellik va qarz yuki) hamda makroiqtisodiy bozor volatilligi ham kompleks ta'sir ko'rsatishini ko'rsatdi. Jumladan, buyurtmalar kitobini shakllantirish (book-building) mexanizmining qo'llanilishi birlamchi bozor anomalialarini 6,2 foiz bandga pasaytiruvchi eng samarali instrument ekanligi empirik jihatdan dalillandi. O'zbekistonda davlat aktivlarini xususiyashtirish va yirik korxonalarni IPOga chiqarish jarayonlarini muvaffaqiyatli amalga oshirish uchun anderryayting faoliyatini shunchaki texnik vositachilikdan xatarlarni o'z zimmasiga oluvchi, bozor narxini muvozanatlashtiruvchi va investitsiya kafolatini beruvchi to'laqonli moliyaviy institut darajasiga ko'tarish talab etiladi.

Olib borilgan tadqiqot natijalari va ekonometrik modellashtirish xulosalariga tayangan holda, O'zbekiston kapital bozorida birlamchi joylashtirish samaradorligini oshirish va anderryayting xizmatlarini modernizatsiya qilish bo'yicha quyidagi ilmiy-amaliy takliflar ilgari suriladi:

Birinchidan:birlamchi ommaviy joylashtirishlarda narx belgilashning noelastik, qat'iy belgilangan (fixed-price) usulidan to'liq voz kechib, xalqaro amaliyotda keng e'tirof etilgan buyurtmalar kitobini shakllantirish (book-building) mexanizmini me'yoriy jihatdan majburiy tartibda joriy etish lozim. Ushbu jarayonda anderryayterlar tomonidan potensial institutsional investorlar talabi chuqur tahlil qilinib, indikativ narx diapazoni shakllantirilishi va aksiyalarning yakuniy joylashtirish narxi talab va taklif egri chiziqlari kesishgan nuqtada, bozor muvozanati asosida tasdiqlanishi ta'minlanishi kerak. Bu emitent korxonalar uchun resurs yo'qotishlarini kamaytiradi va ikkilamchi savdolarining dastlabki kunlaridagi asossiz narx sakrashlarining oldini oladi.

Ikkinchidan:milliy qimmatli qog'ozlar bozorida anderryayterlik faoliyatining institutsional arxitekturasini takomillashtirish, xususan,

"eng yaxshi sa'y-harakatlar" (best-efforts) shartlaridan xatarlarni anderryayter o'z zimmasiga oluvchi "kafolatlangan joylashtirish" (firm-commitment) amaliyotiga bosqichma-bosqich o'tish zarur. Buning uchun investitsiya vositachilarining xususiy kapital yetariligi bo'yicha prudensial talablarni qayta ko'rib chiqish, anderryayterlarning majburiyatlarini qayta sug'urtalash mexanizmlarini yaratish hamda yirik bitimlarni moliyalashtirish imkonini beruvchi anderryayting sindikatlari (bir necha mahalliy va xorijiy investitsiya banklari konsorsiumi) faoliyatining huquqiy maqomini mustahkamlash lozim.

Uchinchidan:birlamchi taklifdan keyingi ikkilamchi savdolarida narx barqarorligini ta'minlash maqsadida "greenhoe option" (qo'shimcha aksiyalarni sotib olish yoki sotish huquqi) hamda stabilizatsiya mexanizmini qonunchilik darajasida mustahkamlash talab etiladi. Mazkur instrument anderryayterga birinchi 30–60 kun mobaynida aksiyalar narxi joylashtirish narxidan tushib ketgan taqdirda bozordan aksiyalarni qaytarib sotib olish yoki narx keskin ko'tarilganda qo'shimcha aksiyalar paketini bozorga chiqarish orqali narx sun'iy chayqalishlarining oldini olish va chakana investorlarning ishonchini himoya qilish imkonini beradi.

To'rtinchidan:anderryayterlarning reputatsion mas'uliyatini oshirish maqsadida axborot oshkor qilish va "due diligence" (har tomonlama audit tekshiruv) standartlarini xalqaro IOSCO mezonlariga to'liq moslashtirish lozim. Emissiya risolasida (prospektida) emitent korxonaning operatsion, moliyaviy va tarmoq xatarlarini to'liq yoritish uchun anderryaytning qonuniy javobgarligini kuchaytirish, shuningdek, Istiqbolli loyihalar milliy agentligi huzurida investitsiya vositachilarining muvaffaqiyatli bitimlari va xizmat sifati bo'yicha mustaqil reputatsion reyting tizimini yo'lga qo'yish maqsadga muvofiqdir.

Beshinchidan:IPOga chiqayotgan korxonalarda korporativ boshqaruv shaffofligini tubdan oshirish va dividend siyosatining uzoq muddatli prognozligini ta'minlash zarur. Regressiya tahlili ko'rsatganidek, korporativ ko'rsatkichlarning ochiqligi investorlar tomonidan talab qilinadigan risk-mukofotni kamaytiradi. Shu sababli, emitent korxonalarni IPOga tayyorlash davrida ularning moliyaviy hisobotlarini Xalqaro moliyaviy hisobot standartlariga (IFRS) to'liq o'tkazish, mustaqil direktorlar institutini kengaytirish va anderryayterlar tomonidan chiqariladigan mustaqil tahliliy tadqiqotlar (equity research) hisobotlarining erkin ommaviyligini ta'minlash talab etiladi.

Ushbu taklif va tavsiyalarning kompleks tatbiq etilishi aksiyalarni birlamchi joylashtirishda narx hosil bo'lishining bozor mexanizmlarini qaror toptirishga, emitentlarning kapital jalb qilish xarajatlarini optimallashtirishga, anderryayting xizmatlari bo'yicha raqobatbardosh infratuzilmani shakllantirishga hamda O'zbekiston fond bozorining xalqaro moliyaviy maydondagi jozibadorligini sezilarli darajada oshirishga xizmat qiladi.

Foydalanilgan adabiyotlar (Литературы/ References):

1. O'zbekiston Respublikasining "Qimmatli qog'ozlar bozori to'g'risida"gi Qonuni, 2015-yil 3-iyundagi O'RQ-387-son (qayta tahriri).
2. O'zbekiston Respublikasi Prezidentining 2023-yil 2-sentyabrdagi "Kapital bozorini rivojlantirishning qo'shimcha chora-tadbirlari to'g'risida"gi PQ-291-son qarori.
3. O'zbekiston Respublikasi Prezidentining 2023-yil 24-martdagi "Iqtisodiyotda davlat ishtirokini qisqartirishning qo'shimcha chora-tadbirlari to'g'risida"gi PQ-102-son qarori.
4. O'zbekiston Respublikasi Istiqbolli loyihalar milliy agentligi (2024). Birlamchi ommaviy takliflarni tashkil etish va anderryayterlik faoliyatini tartibga solish bo'yicha tahliliy hisobot. Toshkent: ILMA axborotnomasi.
5. "Toshkent" Respublika fond birjasi (2024). Birlamchi va ikkilamchi qimmatli qog'ozlar bozori savdo aylanmasining statistik byulleteni (2018–2024 yy.). Toshkent: "Toshkent" RFB.
6. Butikov, I. (2020). Rinok sennix bumag Uzbekistana: formirovaniye, tendensii i perspektivi. Toshkent: Fan va texnologiya, 248 b.
7. Xamidulin, M. B. (2018). Rivojlangan korporativ boshqaruv mexanizmlari orqali aksiyadorlik jamiyatlari investitsion faolligini oshirish. Iqtisodiyot fanlari doktori (DSc) dissertatsiyasi avtoreferati. Toshkent: BMA.
8. Mustafaqulov, Sh. I. (2017). Investitsion jozibadorlik: nazariya, metodologiya va amaliyot. Toshkent: Innovatsion rivojlanish nashriyot-matbaa uyi, 312 b.
9. Shomirov, A. A. (2021). Aksiyalarni ommaviy joylashtirish (IPO) mexanizmlarini takomillashtirish orqali korporativ moliyalashtirish hajmini oshirish. Iqtisodiyot va innovatsion texnologiyalar, 5(3), 112–120.
10. Suyunov, B. E., & Karimov, N. G. (2023). Birlamchi qimmatli qog'ozlar bozorida anderryayting xizmatlari samaradorligini oshirish mexanizmlari. Moliya va bank ishi, 2(1), 54–62.
11. Baron, D. P. (1982). A model of the investment banking contract and the pricing of new issues. The Journal of Finance, 37(4), 955–976.

12. Beatty, R. P., & Ritter, J. R. (1986). Investment banking, reputation, and the underpricing of initial public offerings. *Journal of Financial Economics*, 15(1–2), 213–232.
13. Benveniste, L. M., & Spindt, P. A. (1989). How investment bankers determine the issue price and allocation of new shares. *Journal of Financial Economics*, 24(2), 343–361.
14. Booth, J. R., & Smith, R. L. (1986). Capital raising, underwriting and the certification hypothesis. *Journal of Financial Economics*, 15(1–2), 261–281.
15. Carter, R., & Manaster, S. (1990). Initial public offerings and underwriter reputation. *The Journal of Finance*, 45(4), 1045–1067.
16. Cornelli, F., & Goldreich, D. (2001). Bookbuilding and strategic allocation. *The Journal of Finance*, 56(6), 2337–2369.
17. Loughran, T., & Ritter, J. R. (2002). Why don't issuers get upset about leaving money on the table in IPOs? *The Review of Financial Studies*, 15(2), 413–444.
18. Megginson, W. L. (2005). *The Financial Economics of Privatization*. Oxford: Oxford University Press, 544 p.
19. Rock, K. (1986). Why new issues are underpriced. *Journal of Financial Economics*, 15(1–2), 187–212.