Ilmiy tadqiqotlar va ularning yechimlari jurnali
Aoka guvohnoma № 323759 ISSN: 3060-4818

DAVLAT KORXONALARINING IPO ORQALI XUSUSIYLASHTIRISH LOYIHALARINING IQTISODIY SAMARADORLIGINI BAHOLASH

Muminova Yulduz Suyun qizi
Bank Moliya Akademiyasi,
Moliya va moliyaviy texnologiyalar fakulteti,
Loyiha boshqaruvi
yulduzmuminova@73gmail.com
https://doi.org/10.5281/zenodo.22958084

ANNOTATSIYA

Mazkur maqolada davlat korxonalarini IPO orqali xususiylashtirish loyihalarining iqtisodiy samaradorligini baholashning nazariy va amaliy jihatlari tadqiq etilgan. Tadqiqotda davlat korxonalarini xususiylashtirishning kapital bozori rivojiga, korxonalarning moliyaviy shaffofligiga, korporativ boshqaruv sifatiga, investitsiyalarni jalb etishga hamda davlat aktivlaridan foydalanish samaradorligiga ta'siri o'rganilgan. Tadqiqot metodologiyasi sifatida tizimli tahlil, qiyosiy tahlil, statistik tahlil, moliyaviy ko'rsatkichlarni baholash va amaliy keys-tahlil usullaridan foydalanilgan. "Toshkent" Respublika fond birjasi ma'lumotlari asosida O'Zrtxb AJ SPOsi hamda UzNIF AJ IPOsi misolida amaliy natijalar va bozor faolligi tahlil qilingan. Tahlil natijalariga ko'ra, davlat korxonalarini ommaviy taklif orqali xususiylashtirish samaradorligini faqat aksiyalarni sotishdan tushgan mablag' bilan emas, balki investorlar talabi, korporativ boshqaruv, moliyaviy shaffoflik, bozor likvidligi va korxonaning keyingi faoliyat natijalari bilan kompleks baholash zarurligi asoslangan. Maqolada IPO loyihalarining iqtisodiy samaradorligini oshirishga qaratilgan amaliy takliflar ishlab chiqilgan.

KALIT SO'ZLAR: davlat korxonalari, xususiylashtirish, IPO, SPO, kapital bozori, iqtisodiy samaradorlik, korporativ boshqaruv, investorlar, moliyaviy shaffoflik, aksiyalar bozori.

ABSTRACT

This article examines the theoretical and practical aspects of evaluating the economic efficiency of privatization projects of state-owned enterprises through IPOs. The study explores the impact of privatizing state-owned enterprises on capital market development, financial transparency, corporate governance quality, investment attraction, and the efficiency of state asset utilization. Systemic analysis, comparative analysis, statistical analysis, financial indicator evaluation, and practical case-study methods were used as the research methodology. Based on data from the "Toshkent" Republican Stock Exchange, practical results and market activity were analyzed using the examples of the SPO of UzRTXB JSC and the IPO of UzNIF JSC. According to the analysis results, it is justified that the efficiency of privatizing state-owned enterprises via public offerings should be evaluated comprehensively—not only through funds raised from share sales, but also through investor demand, corporate governance, financial transparency, market liquidity, and the enterprise's subsequent performance. Practical recommendations aimed at increasing the economic efficiency of IPO projects were developed in the article.

KEYWORDS: state-owned enterprises, privatization, IPO, SPO, capital market, economic efficiency, corporate governance, investors, financial transparency, stock market.

KIRISH

Davlat korxonalarini xususiylashtirish iqtisodiyotda davlat ishtirokining maqbul darajasini shakllantirish, xususiy sektor faolligini oshirish va kapital bozorini rivojlantirishning muhim yo'nalishlaridan biridir. Xususiylashtirish jarayonida korxona aksiyalarini ommaviy taklif qilish mexanizmlaridan foydalanish davlat aktivlarini keng investorlar doirasiga taqdim etish, korxonalarning

bozor intizomini kuchaytirish va korporativ boshqaruvni takomillashtirish imkonini beradi. Xalqaro ilmiy adabiyotlarda xususiylashtirish natijalari korxonalar samaradorligi, rentabelligi, moliyaviy holati, investorlarga daromad va kapital bozori rivoji bilan bog‘liq holda keng tadqiq etilgan. Megginson va Netter xususiylashtirish bo‘yicha empirik tadqiqotlarni umumlashtirib, xususiylashtirilgan korxonalarning faoliyat samaradorligi va moliyaviy natijalaridagi o‘zgarishlarni, shuningdek, xususiylashtirishning kapital bozorlari va korporativ boshqaruvga ta’sirini tahlil qilgan.

Bugungi sharoitda davlat korxonalarini xususiylashtirish masalasi faqat mulkchilik shaklini o‘zgartirish bilan cheklanmaydi. Korxonani IPOga tayyorlash jarayonida moliyaviy hisobotlarning shaffofligi, xalqaro standartlarga muvofiqligi, mustaqil audit, korporativ boshqaruv, aktivlarni baholash va investorlar uchun axborotning ochiqligi alohida ahamiyat kasb etadi. OECDning 2024-yilgi Davlat korxonalarida korporativ boshqaruv bo‘yicha yo‘riqnomasida davlat korxonalari uchun shaffoflik, hisobdorlik, yuqori sifatli buxgalteriya va audit standartlari hamda moliyaviy va operatsion natijalarni o‘z vaqtida oshkor qilish muhim talab sifatida ko‘rsatilgan. O‘zbekiston sharoitida davlat korxonalarini kapital bozoriga olib chiqish va aholi hamda institutsional investorlarni aksiyador sifatida jalb etish bo‘yicha amaliy jarayonlar bosqichma-bosqich rivojlanmoqda. Tadqiqotning maqsadi — davlat korxonalarini IPO orqali xususiylashtirish loyihalarining iqtisodiy samaradorligini baholash metodikasini takomillashtirish hamda O‘zbekiston sharoitida undan foydalanish bo‘yicha ilmiy-amaliy takliflar ishlab chiqish.

Ushbu maqsadga erishish uchun quyidagi vazifalar belgilandi:
davlat korxonalarini xususiylashtirish va IPOning nazariy asoslarini o‘rganish;
IPO loyihalarining iqtisodiy samaradorligini baholash mezonlarini aniqlash;
O‘zbekistondagi ommaviy taklif amaliyotini tahlil qilish;
investorlar talabi va joylashtirish natijalarini baholash;
IPO samaradorligini kompleks baholash modelini taklif etish.

Davlat korxonalarini IPO orqali xususiylashtirish hozirda iqtisodiy islohotlarning eng muhim va ustuvor yo'nalishlaridan biri hisoblanadi. Bu jarayon davlat ishtirokini bosqichma-bosqich kamaytirish, bozor mexanizmlarini mustahkamlash va korxonalar faoliyati samaradorligini oshirishga qaratilgan. IPO orqali xususiylashtirish nafaqat davlat korxonalariga moliyaviy ahvolini yaxshilashga imkon beradi, balki fond bozorini rivojlantirishga, investitsiya faolligini oshirishga va iqtisodiyotga xususiy kapitalni keng jalb qilishga yordam beradi. Mavzu iqtisodiy samaradorlik, fond bozorini rivojlantirish, investitsiya muhiti va korporativ boshqaruv tizimlari bilan bevosita bog'liq bo'lib, ko'plab mahalliy va xorijiy tadqiqotchilar tomonidan ilmiy asosda nazariy va amaliy jihatdan o'rganilgan. Chinqulov (2025) Ruminiya misolida davlat mulkini xususiylashtirish jarayonlarini ko'rib chiqadi va ushbu tajribadan O'zbekistonda foydalanish imkoniyatlarini tahlil qiladi. Muallif to'liq davlatga tegishli bo'lgan yirik korxonalarni IPO orqali xususiylashtirish korxonalarning samaradorligini oshirishga, kapital bozorini faollashtirishga va davlat byudjetiga qo'shimcha daromad keltirishiga ishonadi. Tadqiqotda IPO mexanizmi xususiylashtirishning eng shaffof va samarali usullaridan biri sifatida tasvirlangan. Davlat korxonalarini IPO orqali xususiylashtirish jarayoni nafaqat moliyaviy resurslarni jalb qilish, balki korxonada korporativ boshqaruv sifatini tubdan yaxshilash va iqtisodiy samaradorlikni oshirishda muhim omil hisoblanadi. Bu borada bir qator tadqiqotchilar o'z ilmiy ishlarida muhim yondashuvlarni ilgari surishgan.

Mamatmurodov (2025) organishida Ozbekiston fond bozorida IPO amaliyotining hozirgi holatini chuqur tahlil qilish bilan bir vaqtda xususiylashtirish jarayonlarining bozor mexanizmlariga tasirini ham organadi. Tadqiqotda IPO orqali davlat korxonalarini xususiylashtirish moliyaviy intizomni kuchaytirishi, shaffoflikni oshirishi va korporativ boshqaruv sifatini yaxshilashi korsatib berilgan.

Mavjud tadqiqotlarda IPO orqali xususiylashtirishning fond bozori rivoji, investitsion muhitni yaxshilash, korporativ boshqaruvni takomillashtirish hamda iqtisodiy samaradorlikni oshirishdagi ijobiy ta’siri keng yoritilgan.

Ilmiy nuqtai nazardan davlat korxonalarini IPO orqali xususiylashtirish jarayonining iqtisodiy samaradorligi, fond bozori rivojiga tasiri va investitsion muhitni yaxshilashdagi roli tahlil qilinadi. Mazkur ilmiy ish doirasida rivojlangan va rivojlanayotgan mamlakatlarda davlat korxonalarini IPO orqali xususiylashtirish boyicha tajribalar organiladi, ularning umumiy va farqli tomonlari aniqlanadi va Ozbekistonda esa qanday natijalar yuzaga kelishi mumkinligi xulosalari shakllantiriladi. Tadqiqotda davlat korxonalarining IPO orqali xususiylashtirish loyihalarining iqtisodiy samaradorligini baholash uchun qiyosiy tahlil, statistik tahlil, koeffitsiyentlar usuli va integral baholash usulidan foydalanildi.

Tadqiqotning axborot bazasini “Toshkent” Respublika fond birjasining ommaviy joylashtirishlar bo‘yicha ma’lumotlari, emitentlarning ochiq ma’lumotlari hamda IPO va xususiylashtirish bo‘yicha ilmiy tadqiqotlar tashkil etdi. Tadqiqotning boshlangich bosqichida qonuniy asoslari, asosiy tendensiyalari va amaliy mexanizmlarini aniqlash maqsadida IPO orqali xususiylashtirishni eksplorativ tadqiqot usuli bilan organiladi. Ushbu usul yordamida IPO jarayonlarining iqtisodiy mazmuni, davlat aktivlarini bozorga chiqarishning asosiy sabab va natijalari organilib, mavjud ilmiy qarashlar tizimlashtiriladi. Keyingi bosqichda muayyan bir davlat yoki yirik davlat ishtirokidagi korxonalarning IPO orqali xususiylashtirishga oid tajribasini chuqur organish maqsadida Case study (keys, stadi) tadqiqot usulidan foydalaniladi. Ushbu metod yordamida tanlangan davlat yoki kompaniya misolida IPO jarayonining tayyorgarlik bosqichlari, aksiyalarni joylashtirish mexanizmi, investorlarning faolligi va IPOdan keyingi moliyaviy natijalar batafsil organiladi. Natijalar Ozbekiston, ga taqqoslash uchun xizmat qiladi.

Deduktiv mantiqiy usul rivojlangan mamlakatlar tajribasiga asoslangan umumiy nazariy xulosalar chiqarish va ularni O'zbekiston iqtisodiyotiga tatbiq etish uchun qo'llaniladi. Tadqiqot natijalari asosida O'zbekistonda davlat korxonalarini IPO orqali xususiylashtirishni amalga oshirish bo'yicha amaliy taklif loyiha shaklida ishlab chiqiladi. Ushbu loyihani rejalashtirish va amalga oshirish uchun Loyihalarni boshqarish instituti (PMI) tomonidan tavsiya etilgan loyihalarni boshqarish metodologiyalaridan foydalaniladi. Xususan, loyiha maqsadlarini belgilash, manfaatdor tomonlarni aniqlash, shuningdek, vaqt va resurslarni boshqarish usullari qo'llaniladi.

Davlat korxonalarini kapital bozoriga olib chiqish va xususiylashtirish jarayonida IPO (Initial Public Offering) hamda SPO (Secondary Public Offering) mexanizmlaridan foydalanish muhim ahamiyatga ega..

“Toshkent” Respublika fond birjasining ommaviy takliflar ma’lumotlarida 2024-yilda O‘zRTXB AJ aksiyalarining SPO orqali joylashtirilishi qayd etilgan. Mazkur operatsiyada 3 326 031 dona aksiya taklif qilinib, aynan shuncha aksiya joylashtirilgan. Taklif narxi 12 900 so‘mni tashkil etgan. SPO natijalari bo‘yicha jami 12,6 mingta ariza kelib tushgan bo‘lib, ularning asosiy qismini jismoniy shaxslar tashkil etgan. Joylashtirish natijasida kompaniya ustav kapitalining 4,44 foiziga teng ulush ommaviy investorlar o‘rtasida sotilgan va 42,91 mlrd so‘m mablag‘ shakllangan. Shuningdek, birinchi savdo kunidan keyin aksiya narxi joylashtirish narxiga nisbatan 15 foizga oshgani qayd etilgan. IPO mexanizmining rivojlanishidagi keyingi muhim bosqich 2026-yilda UzNIF AJ aksiyalarining ommaviy joylashtirilishi bilan bog‘liq. Birja ma’lumotlariga ko‘ra, 2026-yil 30-apreldan 12-maygacha 47 943 008 287 dona aksiya taklif qilingan va ularning barchasi joylashtirilgan. Taklif narxi 4,41 so‘mni tashkil etgan.

IPO samaradorligini amaliy jihatdan baholash uchun 2026-yilda amalga oshirilgan UzNIF IPOsi va 2024-yilda amalga oshirilgan O‘zRTXB SPOsi alohida misol sifatida ko‘rib chiqildi.

1-Jadval. O'zbekiston amaliyotida IPO va SPO ning asosiy ko'rsatkichlari

Ko'rsatkich	IPO	SPO
Asosiy maqsad	Kapital jalb qilish va aksiyalarni keng investorlar doirasiga taklif etish.	Mavjud aksiyalarni ommaviy sotish.
Korxonaga yangi capital kirishi	Odatda mavjud bo'lishi mumkin.	Odatda mavjud emas.
Davlat ulushini kamaytirish	Mumkin.	Bevosita amalga oshiriladi.
Ustav kapitaliga ta'siri	Qo'shimcha emissiya bo'lsa oshadi.	O'zgarmaydi.
Investorlar bazasi	Kengayadi.	Kengayadi.
Asosiy samaradorlik mezoni	Jalb qilingan capital,talab va joylashtirish darajasi	Sotilgan ulush, tushum, talab va likvidlik.
Misol	UzNIF AJ, 2026	O'zRTXB AJ, 2024

Jadval ma'lumotlaridan ko'rinadiki, IPO va SPO o'rtasidagi asosiy farq ularning kapital shakllantirish mexanizmidadir. IPOda yangi aksiyalar chiqarilishi orqali korxonaga qo'shimcha moliyaviy resurs jalb qilinishi mumkin. Shu sababli IPO davlat korxonalarini xususiylashtirish bilan bir qatorda, korxonaning investitsion imkoniyatlarini kengaytirish vositasi sifatida ham qaraladi.

SPOda esa mavjud aksiyalar investorlar o'rtasida qayta taqsimlanadi. Shu sababli uning asosiy natijasi korxonaga yangi kapital kiritishdan ko'ra, aksiyadorlik tarkibini o'zgartirish, davlat ulushini qisqartirish va aksiyalarning bozor likvidligini oshirish bilan bog'liq.

O'zRTXB AJ SPOsi misolida ushbu xususiyat yaqqol namoyon bo'ladi. 42,91 mlrd so'mlik joylashtirish natijasida 3,33 mln dona aksiya sotilgan va 12,6 mingta ariza qabul qilingan. Arizalarning katta qismi jismoniy shaxslar tomonidan berilgani aholining kapital bozoridagi ishtiroki kengayayotganligini ko'rsatadi.

Bundan tashqari, O'zRTXB AJ SPOsi doirasidagi savdolar kompaniyaning noyabr oyidagi jami savdo hajmining 96,28 foizini tashkil etgan. Bu holat ommaviy joylashtirishning aksiyalar bozoridagi faollikka sezilarli ta'sir ko'rsatishi mumkinligini ko'rsatadi.

IPO bo'yicha UzNIF AJ misolining tahlili esa ommaviy joylashtirishning katta hajmda amalga oshirilishi va taklif etilgan aksiyalarning to'liq joylashtirilganini ko'rsatadi. 47,94 mlrd dona aksiyaning to'liq sotilishi investorlar tomonidan taklifga talab shakllanganligini ko'rsatadigan muhim ko'rsatkich hisoblanadi. Demak, tahlil natijalari O'zbekistonda IPO va SPO mexanizmlarining iqtisodiy vazifalari bir-biridan farq qilishini ko'rsatadi. IPO, avvalo, korxonaning kapital bazasini kengaytirish va yangi moliyaviy resurslarni jalb qilish imkoniyatini yaratadi. SPO esa mavjud aksiyalarni bozor orqali realizatsiya qilish, davlat yoki yirik aksiyador ulushini kamaytirish hamda aksiyalar likvidligini oshirishga xizmat qiladi.

Shu sababli davlat korxonalarini xususiylashtirish loyihalarining iqtisodiy samaradorligini baholashda IPO va SPO uchun yagona ko'rsatkichdan foydalanish maqsadga muvofiq emas. IPO uchun jalb qilingan mablag', joylashtirish darajasi, investorlar talabi va IPOdan keyingi moliyaviy natijalar asosiy indikator sifatida olinishi, SPO uchun esa sotilgan davlat ulushi, realizatsiyadan tushgan mablag', investorlar soni va aksiyalar likvidligi asosiy mezonlar sifatida qo'llanilishi lozim.

IPO loyihasi quyidagi ketma-ketlikda baholanadi:

IPOga tayyorgarlik → aksiyalarni baholash → joylashtirish → investorlar talabi → kapital jalb qilish → ikkilamchi bozor → korxona moliyaviy natijalari → yakuniy iqtisodiy samaradorlik.

Shunday qilib, IPO samaradorligini baholash statik emas, balki dinamik jarayon sifatida qaralishi kerak.

Tadqiqot natijalari davlat korxonalarining IPO orqali xususiylashtirish loyihalarining iqtisodiy samaradorligini baholashda yagona ko'rsatkichdan foydalanish yetarli emasligini ko'rsatdi.

IPO loyihalarining samaradorligini baholashda quyidagi asosiy yo‘nalishlarni hisobga olish maqsadga muvofiq:

aksiyalarning joylashtirish darajasi;
-jalb qilingan kapital hajmi;
-davlat ulushining qisqarishi;
investorlar soni va talab darajasi;
-aksiyalar bozor narxining dinamikasi;
-IPOdan keyingi korxonaning moliyaviy natijalari;
-investitsion faollik;
-korporativ boshqaruv va axborot shaffofligi.

O‘zbekiston amaliyotidagi UzNIF IPOsi bo‘yicha aksiyalarning 100 foiz joylashtirilgani loyihaning dastlabki joylashtirish samaradorligini ifodalaydi. Biroq yakuniy iqtisodiy samaradorlikni aniqlash uchun IPOdan keyingi davrda moliyaviy va bozor ko‘rsatkichlarini muntazam kuzatish zarur.

Kelgusida ushbu metodikani O‘zbekistonda amalga oshirilgan bir nechta IPO loyihalariga qo‘llash va har bir korxonaning IPOdan oldingi hamda IPOdan keyingi 3–5 yillik ko‘rsatkichlarini taqqoslash orqali aniq natijalarga erishish mumkin.

Foydalanilgan adabiyotlar

1. Chinqulov, Q. (2025) «DAVLAT MULKINI XUSUSIYLASHTIRISH: RUMINIYA TAJRIBASI, O ‘ZBEKISTONDA QO ‘LLASH IMKONIYATLARI», *FINANCE, MONEY AND CREDIT*, 5, cc. 372–380. Доступно на: https://mpkjournal.com/index.php/MPK/article/view/125 (Просмотрено: 8 февраль 2026 г.).
2. Mamatmurodov, A. (2025a) «O ‘ZBEKISTON FOND BOZORIDA IPO AMALIYOTI TAHLILI», FINANCE, MONEY AND CREDIT, 4, cc. 62–66. Доступно на: https://mpkjournal.com/index.php/MPK/article/view/46 (Просмотрено: 8 февраль 2026 г.).
3. Teoh S. H., Welch I., Wong T. J. Earnings Management and the Long-Run Market Performance of Initial Public Offerings. // The Journal of Finance. – 1998. – Vol. 53. – P. 1935–1974.
4. “Toshkent” Respublika fond birjasi. IPO, SPO va boshqa ommaviy joylashtirishlar bo‘yicha rasmiy ma’lumotlar. – 2026.
5. “Toshkent” Respublika fond birjasi. O‘zRTXB AJ SPOsi bo‘yicha birja sharhi. – 2024.